Le cashflow-matching dans une caisse de rentiers

Assurer les prestations sous forme de rentes

Dans une caisse uniquement composée de rentiers, la question de savoir si une stratégie de placement est supportable prend une toute autre dimension: il s'agit, en effet, de garantir le versement ponctuel des rentes et d'assurer que la fortune ne tombe jamais en dessous de la valeur actuelle des rentes futures. Le principe du cashflow-matching offre une solution intéressante.

Les caisses de rentiers ne sont pas incapables de prendre des risques de placement. Si leur fortune est suffisante, certaines fluctuations de la valeur des placements pourront être tolérées sans que les prestations n'en soient menacées. Mais là aussi il faudra se demander quand le point critique est atteint et savoir comment placer la fortune lorsque les risques deviennent trop grands.

Le principe du cashflow-matching

L'idée de base du cashflow-matching est simple: il s'agit d'investir la fortune de manière à ce que le rendement dégagé sur les placements soit suffisant à la couverture des prestations dues. Les rentes en cours sont généralement définies en termes nominaux (francs) et leur montant ne peut être modifié. En d'autres termes, on ne peut pas simplement les réduire parce que les taux sont bas ou que les actions ne rapportent pas assez. Un cashflow-matching doit donc assurer que les placements dégagent avec fiabilité les fonds nécessaires au financement des prestations. Seuls les placements (en francs) dits «sans risques» présentent cette caractéristique.

Comme les prestations sous forme de rentes sont généralement définies en termes nominaux, l'inflation en soi ne représente pas un risque supplémentaire pour l'institution de prévoyance, même si de nombreuses caisses se fixent évidemment comme objectif implicite de compenser une éventuelle inflation sur les rentes. Un objectif qui toutefois ne pourra être visé que si le financement en est assuré.

Une condition première pour que le cashflow-matching puisse fonctionner est de disposer d'une fortune suffisante. Un degré de couverture de 100% peut être largement insuffisant selon les circonstances. C'est seulement si les engagements ont été évalués sans risques que le capital de prévoyance calculé correspondra à la fortune de prévoyance nécessaire.

Les risques du passif

Les prestations qu'il faudra effectivement verser dépendent évidemment de tout un concours de circonstances qu'il est impossible de répliquer par des instruments de placement. Un risque individuel lié au hasard qu'il est impossible d'éliminer est le nombre de rentiers qui décèdent et qui ne correspond jamais exactement aux prévisions. Mais plus un effectif de rentiers est grand, plus les écarts par rapport à la valeur médiane s'estompent. Et si un effectif de rentiers n'est pas trop hétérogène, les fluctuations resteront raisonnables même pour des effectifs de moins de 1000 personnes.

D'un autre côté, le risque prévisionnel n'est pas non plus négligeable. Il est difficile de dire dans quelle mesure les hypothèses actuarielles sur lesquelles nous nous appuyons aujourd'hui en matière d'augmentation de l'espérance de vie vont effectivement se réaliser dans le futur. Un effectif suffisamment grand permet au moins de vérifier a posteriori si les bases utilisées étaient plus ou moins correctes ou s'il faut, par exemple, s'attendre à une mortalité différente dans une branche spécifique. Mais le risque d'une tendance générale existe pour tous les effectifs, quelle que soit leur taille.

Pour couvrir ces risques, on peut avoir recours aux swaps de longévité, avec la réserve qu'ils ne sont (encore) accessibles qu'à partir d'un certain volume. Les risques résiduels attachés aux prestations peuvent aussi être couverts par une réserve de fluctuations adéquate ou par un garant (ancien employeur).

En bref

> Il faut investir la fortune de manière à ce que les flux de trésorerie en résultant équivalent aux prestations à verser

> C'est seulement si les engagements ont été évalués sans risques que le capital de prévoyance calculé correspondra à la fortune de prévoyance nécessaire

Qu'est-ce qu'un placement sans risques?

Le placement sans risques est un idéal qui n'existe pas. Les emprunts de la Confédération s'en rapprochent toutefois de très près pour deux raisons. D'abord, il paraît peu probable en l'état actuel des choses que la Confédération soit incapable d'honorer ses engagements. Ensuite, la Suisse dispose de la souveraineté monétaire, à la différence par exemple de la Grèce. Si la Confédération devait contre toute attente rencontrer un problème de

solvabilité, la Banque nationale suisse (BNS) volerait sans doute à son secours et satisferait les créanciers indirectement en faisant tourner la planche à billets. Même si la BNS opère indépendamment de la politique, un tel geste pourrait être attendu de sa part, puisque l'une des tâches que lui assigne la Constitution fédérale consiste à défendre l'intérêt général du pays. La Banque Centrale Européenne, également indépendante de la politique, a récemment montré l'exemple en annonçant qu'elle achèterait autant de bons du Trésor que nécessaires de certains pays de la zone euro pour les remettre en selle.

Le cashflow-matching dans la pratique

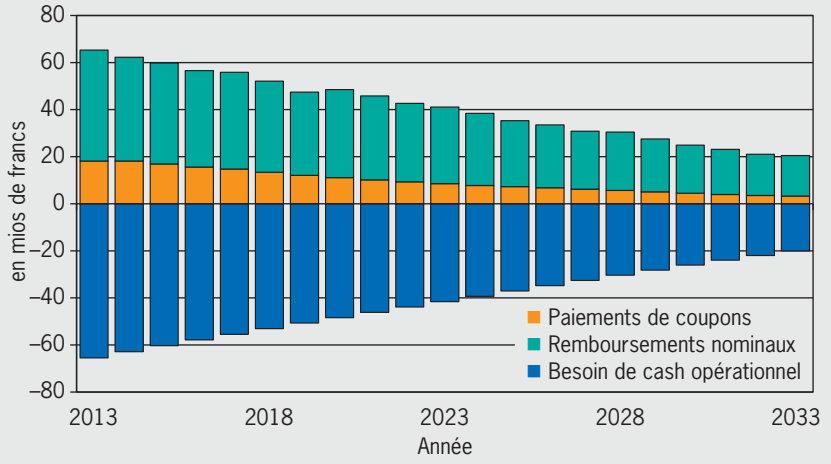
Lors de la constitution d'un portefeuille sur le principe du cashflow-matching, on structure des obligations de la Confédération, en partie complétées par d'autres débiteurs de première qualité (par exemple certains emprunts cantonaux) de manière à ce que les distributions de coupons et les remboursements correspondent aux rentes à payer et couvrent aussi tous les frais d'administration de la caisse (voir illustration). La réplication à l'identique des flux de paiement n'est pas possible faute d'une disponibilité suffisante d'emprunts d'une si haute qualité, mais ce n'est pas indispensable. Les 20 emprunts de la Confédération qui se trouvent actuellement sur le marché permettent déjà de répliquer de manière suffisamment précise le profil du cashflow des engagements. Comme le volume des emprunts émis et des transactions est limité, il n'est pas possible dans une grande caisse de rentiers de mettre en place un cashflow-matching du jour au lendemain. Il s'établira progressivement et ce processus pourra durer plusieurs mois, voire même années.

Une fois qu'un portefeuille de cashflow-matching a été constitué, les transactions vont en principe cesser («buy and hold»). Les frais de gestion de la fortune seront donc modestes. Tous les deux à trois ans, on procédera à quelques rectifications minimales pour aligner le portefeuille sur les plus récentes projections actuarielles ou pour affiner la réplication grâce à d'éventuelles nouvelles émissions. Lorsque l'effectif aura diminué au point de pouvoir être intégré dans une autre institution de prévoyance ou dans une assurance-vie, le transfert pourra se faire par cession de titres. Il est aussi très simple de réorienter le portefeuille vers de nouvelles priorités. Ce sera par exemple le cas si de nouveaux fonds sont injectés dans la caisse (par exemple suite à la liquidation d'un fonds patronal) et qu'il devient possible de financer une compensation du renchérissement. Le cas échéant, le portefeuille sera orienté de manière à pouvoir générer les flux de trésorerie nécessaires, compte tenu du renchérissement («matching du profil de risque et des taux d'intérêt»).

Conclusion

Il faudra voir au cas par cas si un cashflow-matching est possible et s'il apporte les résultats escomptés. A condition de disposer d'un financement suffisant, la procédure validée dans la pratique permet de garantir les prestations des rentiers et de verser les rentes quand elles sont dues, sans devoir faire appel aux solidarités de tiers. ■

Marco Jost
Lukas Riesen

Exemple de cashflow-matching

Les paiements de coupons avec les remboursements doivent à tout moment équivaloir au cashflow opérationnel; le portefeuille doit être conçu en conséquence.