PPCmetrics

Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research.

www.ppcmetrics.ch

Hausse des taux d'intérêt

Nouveau défi ou opportunité?

Les taux d'intérêt en CHF, ayant fortement baissé ces dernières années puis étant devenus négatifs depuis fin 2014, ont posé de grands défis aux caisses de pensions en matière de financement des prestations. Parallèlement, la baisse des taux d'intérêt sur le marché des capitaux a résulté en une performance élevée pour les placements obligataires de la stratégie de placement, ce qui a exercé une influence positive sur les degrés de couverture.

Depuis le début de l'année 2022, la situation a fondamentalement changé. La flambée inflationniste mondiale et les mesures mises en place par les banques centrales pour la combattre ont fait grimper les taux d'intérêt en Suisse également. Par rapport à l'évolution de l'inflation, la hausse observée jusqu'à présent est modeste, mais selon l'évolution de la conjoncture, elle pourrait encore s'accentuer. Dans quelle mesure les caisses de pensions sont-elles affectées par la hausse des taux d'intérêt et comment peuvent-elles y réagir?

Obligations existantes

A court terme, le prix des obligations baisse lorsque les taux d'intérêt augmentent. Ainsi, le Swiss Bond Index a affiché une performance d'environ moins 10 % au premier semestre 2022. Mais si l'on considère une obligation dans le portefeuille, rien n'a changé en ce qui concerne les coupons en cours et le remboursement final. Si l'obligation est conservée jusqu'à l'échéance, l'investisseur ne perd donc rien suite à la hausse des taux.

Le rendement à l'échéance est connu lors de l'achat d'une obligation et il est atteint exactement sur la durée des cash-flows (sauf en cas de défaut). Les variations des taux d'intérêt pendant la période de détention n'entraînent qu'un décalage temporel des rendements.

Nouveaux placements

Les obligations qui ne sont achetées qu'après la hausse des taux d'intérêt sont moins chères, en ce sens que l'on obtient une valeur nominale plus élevée pour une somme d'argent investie. Le rendement de ce placement sera donc plus élevé que si la hausse des taux n'avait pas eu lieu – ce qui ne peut évidemment être que positif.

Que des gagnants?

Nous avons omis un cas: celui des obligations qui ne sont pas conservées jusqu'à l'échéance. Un investisseur qui a par exemple acheté des obligations à dix ans, mais qui les vend au bout de deux ans, les vendra à perte après une hausse des taux d'intérêt. Il ne profitera donc pas du rendement plus élevé sur la durée restante.

Notre expérience montre toutefois que les institutions de prévoyance ne détiennent généralement pas d'obligations dont la durée est supérieure à celle de leurs engagements. Du point de vue du rendement, une hausse des taux d'intérêt est donc avantageuse pour toutes les institutions de prévoyance.

«Du point de vue du rendement, une hausse des taux d'intérêt est avantageuse pour toutes les institutions de prévoyance.»

Quel temps de récupération pour un portefeuille?

Dans le cas d'un investissement dans un fonds obligataire, la baisse des prix se répercute sur tous les titres. Les coupons et les remboursements dus à partir de ce moment-là sont toutefois réinvestis à des rendements plus élevés. Le temps qu'il faudra pour qu'une hausse des taux d'intérêt se traduise par une performance de placement plus élevée dépend de la durée résiduelle moyenne (duration) du portefeuille d'obligations. L'exemple dans l'encadré montre qu'à partir d'un horizon de 7.5 ans (fenêtre de duration), le choc des taux produit un effet positif sur la performance globale.

Influence sur les engagements

En période de baisse des taux, le rendement théorique a pu être réduit principalement à travers une rémunération (nominale) plus faible des avoirs de vieillesse. Pour réduire le taux d'intérêt technique, il fallait augmenter le capital de prévoyance, et une baisse des taux de conversion n'avait souvent qu'un effet retardé, car il fallait financer des mesures de compensation coûteuses. Lorsque les taux d'intérêt sont entrés en zone négative, même la rémunération des avoirs de vieillesse n'a pas pu être réduite davantage en raison de la garantie des PLP. Au total, l'adaptation des rendements théoriques à la baisse des taux d'intérêt a duré plusieurs années et a entraîné des coûts élevés; pour certaines institutions de prévoyance, ce processus n'était pas encore terminé fin 2021.

Avec la hausse des taux d'intérêt depuis début 2022, l'inflation est repartie à la hausse. Pour préserver la valeur réelle des prestations futures, il serait souhaitable d'augmenter la rémunération des avoirs de vieillesse et de com-

TAKE AWAYS

- Si l'obligation est conservée jusqu'à l'échéance, l'investisseur ne perd rien du tout suite à une hausse des taux d'intérêt.
- Les obligations qui ne sont achetées qu'après la hausse des taux d'intérêt sont moins chères, ou alors on obtient une valeur nominale plus élevée pour une somme d'argent investie.
- Il serait certainement judicieux que l'organe suprême se penche suffisamment tôt sur la question de savoir quelles adaptations au renchérissement doivent être visées et comment elles doivent être financées.
- En particulier dans une perspective dynamique, le degré de couverture ne peut pas refléter correctement l'évolution réelle de la situation financière.

penser le renchérissement des rentes. De telles adaptations des prestations ne sont toutefois pas garanties par la loi. La hausse des taux d'intérêt n'entraîne donc pas nécessairement une augmentation des coûts de financement pour les institutions de prévoyance. Les bénéficiaires, quant à eux, pourraient (à nouveau) être confrontés à une perte de pouvoir d'achat. Il serait certainement judicieux que l'organe suprême se penche suffisamment tôt sur la question de savoir quelles adaptations au renchérissement doivent être visées et comment elles doivent être financées.

Exemple: choc de taux d'intérêt et rendement des placements

Un portefeuille d'obligations très simplifié génère un cash-flow de 50 dans cinq et dix ans respectivement. Dans la situation initiale, le niveau des taux d'intérêt est de 0 % et le cours (valeur actuelle) du portefeuille est de 100. Tant que le niveau des taux d'intérêt reste inchangé, le portefeuille génère un rendement de 0 % par an et le prix du marché reste à 100.

Si, dans la situation initiale, les taux augmentent brusquement de 1 %, le cours baisse immédiatement à 92.8. Le portefeuille rapporte alors un rendement de 1 % par an et le cours augmente de manière continue au fil du temps. Le remboursement de 50 après cinq ans est réinvesti dans une nouvelle obligation d'une durée de cinq ans. Le cours continue alors d'augmenter pour atteindre 102.5 au bout de dix ans.

Comme le montre le graphique, la performance globale est plus faible jusqu'à un horizon de 7.5 ans, puis plus élevée qu'en l'absence de choc de taux. Dans le langage technique, cet horizon temporel est appelé «fenêtre de duration», car il correspond à la durée résiduelle moyenne (duration) des cash-flows dans la situation initiale. Comme le montre le graphique, ces relations sont également valables pour des chocs de taux d'intérêt plus ou moins importants.

Des degrés de couverture en baisse

La hausse des taux d'intérêt entraîne (à court terme) une performance négative des obligations. Toute autre chose inchangée, les degrés de couverture baissent ce qui donne l'impression que la hausse des taux a une influence négative sur la situation financière de l'institution de prévoyance, alors que nous venons d'en démontrer le contraire. En particulier dans une perspective dynamique, le degré de couverture ne peut donc pas refléter correctement l'évolution réelle de la situation financière.

Ce problème peut être résolu en faisant systématiquement la distinction, au niveau du taux d'intérêt technique, entre un taux d'évaluation (quel est le capital de prévoyance nécessaire?) et un taux de financement (comment sont fixées les prestations ou les cotisations?) et en adaptant de manière flexible (ou automatique) le taux d'évaluation à l'évolution des taux du marché des capitaux. Cela permet de tenir compte de l'évolution de la situation de financement et le degré de couverture reflète de manière compréhensible l'effet d'une hausse des taux sur la situation financière.

Marco Jost
Alfred Bühler

Le dossier de fond du numéro de décembre 2022 sera consacré à l'inflation.

Nous publions chaque année plus de 40 articles spécialisés sur des sujets variés.

Publica-tions

Nos experts partagent leur savoir et leurs avis avec le public.

Vidéos

Nous organisons plusieurs conférences chaque année. Découvrez-nous en live.

Congrès

PPCmetrics AG
Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research.
En savoir plus

Site Web