



**Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research.**



www.ppcmetrics.ch

Détermination de la stratégie de placement

Quels risques de placement sont compatibles avec les engagements envers les rentiers?

Les institutions de prévoyance ayant une forte proportion de prestations à garantir ont une faible tolérance structurelle au risque. Cependant, les prestations ne doivent pas être versées immédiatement, mais présentent un horizon à long terme.

EN BREF

La tolérance au risque d'une caisse de rentiers basée sur un horizon de placement à long terme ne doit pas être surestimée. L'exposition à l'illiquidité serait intéressante pour les caisses de rentiers si elle pouvait mieux être isolée d'autres risques.

Pour un effectif de rentiers typique, plus de la moitié des engagements se reporte à des rentes qui seront versées au-delà d'une période de dix ans. Le risque que les rentes ne doivent être versées plus tôt que prévu pouvant être exclu, l'horizon de placement est bien planifiable. Cependant, les prestations sont à garantir indépendamment de l'évolution de la fortune de la caisse. Comme la fortune de la caisse diminue constamment au fur et à mesure des paiements des rentes, les rendements des premières années seront plus impactant que les suivants. L'évolution de la situation financière ne dépend donc pas seulement du rendement moyen obtenu sur la durée d'investissement, mais aussi de la succession des rendements annuels.

Le graphique illustre cela en montrant l'évolution du degré de couverture d'une caisse de pension modèle pour différents scénarios avec un rendement moyen toujours pareil, mais avec différentes distributions des rendements au travers du temps.

Financer les rentes

Pour une caisse de rentiers, la stratégie de placement à moindre risque correspond en principe à investir la fortune dans un portefeuille d'obligations gouvernementales dont les échéances et les coupons correspondent exactement aux rentes à verser. Un tel «Cashflow-Matching» est réalisable en pratique en élargissant quelque peu le cercle des émetteurs d'obligations. Cependant, il implique que la fortune soit suffisante pour pouvoir financer les rentes malgré les rendements obligataires très bas. Si tel n'est

pas le cas, la fortune sera épuisée avec certitude¹ avant le paiement total des rentes.

A l'inverse, si on choisit une stratégie de placement avec un rendement permettant en moyenne de financer les rentes, on devra s'accommoder d'un risque de placement plus élevé et de l'éventualité de se trouver encore plus vite à court d'argent en cas d'évolution défavorable du marché. La question du «meilleur choix» entre ces deux situations est subjective.

Déterminer la tolérance au risque

Idéalement, les caisses de pension à forte proportion de rentiers devraient prendre les risques de placement que leurs réserves leur permettent de couvrir. Pour cela, l'évaluation économique, au même titre que les questions du financement des coûts et des risques biométriques sont incontournables.

Bien que la capacité d'assainissement d'une caisse à forte proportion de rentiers soit en principe très limitée, la tolérance structurelle au risque doit cependant être déterminée. Un financement extérieur par l'employeur ou une baisse des prestations expectatives sont-ils par exemple envisageables?

Primes de risque optimales

Il n'est censé de dévier d'une stratégie de placement à faible risque qu'au profit d'une augmentation des attentes de rendement. L'élément déterminant est de savoir quels sont les risques acceptables

¹ En excluant l'éventualité d'une mortalité particulièrement élevée.

pour une caisse de pension à forte proportion de rentiers. De notre point de vue, ce sont les risques de taux et d'illiquidité découlant d'un horizon de placement à long terme.

Le Cashflow-Matching-Portfolio d'une caisse de pension à forte proportion de rentiers présente une durée caractéristique de dix ans ou plus. D'un point de vue historique, les placements à long terme présentent une prime de durée positive. Cela signifie qu'une caisse de pension à forte proportion de rentiers a pu profiter d'une prime de risque même avec un portefeuille à faible risque par rapport à ses engagements. Cependant, et dans le contexte actuel de taux d'intérêts négatifs, on peut douter de l'existence d'une prime de durée clairement positive.

Crédits pour projets d'infrastructure

La capacité d'une caisse de pension à forte proportion de rentiers à supporter le risque d'illiquidité est corrélée à la prévisibilité de ses cashflows. Si, par exemple, une caisse a besoin de 10 pourcent de sa fortune dans exactement 15 ans, cette fortune peut être intégralement investie de manière illiquide pour les 15 prochaines années. L'enjeu est que les actifs seront effectivement nécessaires dans 15 ans exactement, c'est-à-dire qu'à cette date-là, le placement ne peut plus être illiquide. C'est pourquoi même un placement illiquide devra s'apparenter à une obligation à échéance fixe. La dette privée se présente alors comme une alternative plausible. Cependant, la majorité de ces placements, par exemple Senior Loans, Direct Lending, comporte des risques de crédit élevés, ce qui pose problème dans le cas d'une caisse à faible tolérance au risque.

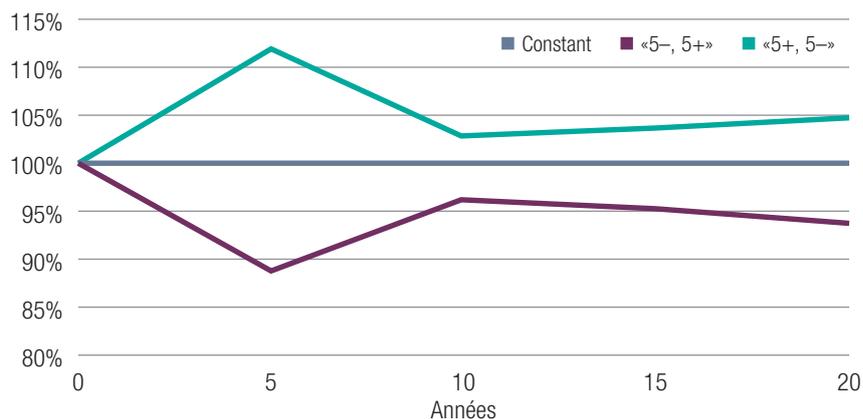
Toutefois, une sous-catégorie de dette privée qui nous semble convenir est le crédit pour projets d'infrastructure. Ces projets bénéficiant souvent d'une garantie d'Etat, leur risque de crédit est faible. De plus, ce sont des placements à long terme, ce qui les rend particulièrement attractifs pour une caisse de rentiers. Pour les caisses de petite taille, l'octroi de crédits directs d'infrastructure n'étant pas envisageable, il leur reste la possibilité d'investir dans des fonds de placement appropriés. L'expérience nous a montré que le nombre de produits est limité et les coûts de gestion comparativement élevés consomment

Caractéristiques de la caisse de pension modèle

- Proportion de rentiers (par rapport au capital de prévoyance) de 90%
- Tables générationnelles, taux technique 1%
- Rémunération avoir de vieillesse 1%
- Frais de gestion financés par les cotisations
- Financement techniquement neutre (soit objectif de rendement = 1%)

Scénarios de rentes	Années 1–5	Années 6–10	Après 10 ans	Moyenne
«Constant»	1%	1%	1%	1%
«5–, 5+»	–1%	3%	1%	1%
«5+, 5–»	3%	–1%	1%	1%

Evolution du degré de couverture



bonne partie de la prime d'illiquidité espérée.

Introduire de l'immobilier dans une fondation de placements

L'immobilier suisse est le placement illiquide traditionnellement le plus accessible aux caisses de pension. Là aussi, le risque d'illiquidité ne peut pas être géré indépendamment mais seulement en perspective des risques immobiliers impliquant une certaine tolérance au risque. Comme les placements immobiliers n'ont pas une date d'échéance fixe, une caisse de pension à forte proportion de rentiers devra donc régulièrement contrôler son portefeuille immobilier. Au lieu des échéances fixes des obligations, il faut planifier des ventes de biens immobiliers ce qui, dans le cas de l'immobilier direct, est relativement complexe et comporte le danger que les placements immobiliers représentent une part croissante du portefeuille, mettant ainsi à rude épreuve la tolérance au risque de la caisse.

C'est pourquoi, nous recommandons aux caisses à forte proportion de rentiers ayant un portefeuille d'immobilier direct d'envisager son intégration dans une fondation de placement. Cela permettra ensuite une vente progressive des parts de la

fondation de placement et donc une gestion continue des risques d'illiquidité du portefeuille. En outre, il est possible de réduire les risques cumulés (biens immobiliers individuels, régions) sans qu'une prime de risque ne soit supprimée.

Stratégie dynamique

Étant donné qu'il est particulièrement difficile de combler la sous-couverture d'une caisse à forte proportion de rentiers, il vaut mieux éviter cette situation. Une stratégie de placement dynamique en fonction du degré de couverture permet de poursuivre cette fin sans pour autant renoncer aux risques de placement (primes de risques). Mais la réduction des risques de placement après un effondrement du marché doit alors être poursuivie systématiquement. De plus, ce principe ne fonctionne que si une sur-couverture économique préexiste. Un financement correct à la survenance de l'excès de rentes est et reste donc primordial. |

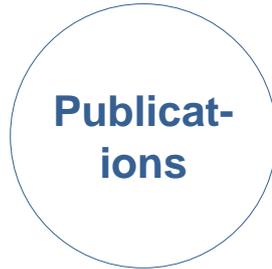
Marco Jost

Dr. sc. math., Expert en Caisses de Pension CSEP, Associé, PPCmetrics

Oliver Dichter

Dr. rer. oec., Senior Investment Consultant, Responsable d'Équipe ALM, PPCmetrics

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



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



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



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

