



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



**[www.ppcmetrics.ch](http://www.ppcmetrics.ch)**

## Attentes de rendement

# Embûches et pièges dans la pratique

Les stratégies de placement et les plans de prestations existants sont actuellement sous révision et comparés à des alternatives possibles.

Le calcul des rendements attendus est au centre de ces considérations.

Il comporte des pièges dans la pratique qu'il est possible d'éviter.

Il existe une grande variété de modèles économiques pour calculer le rendement attendu.<sup>1</sup> Dans pratiquement tous ces modèles, l'hypothèse de rendement s'articule autour du niveau des taux d'intérêt et des primes de risque. Le niveau des taux d'intérêt décrit le rendement nominal sûr d'une obligation de la Confédération sur un certain horizon de temps. La prime de risque reflète le rendement supplémentaire attendu de la prise en charge de risques de placement.

Sur les marchés financiers, c'est l'avenir qui se négocie, et non le passé. Les marchés financiers interprètent les nouvelles informations sur les développements futurs possibles à une vitesse fulgurante. Le récent effondrement du marché lié à la pandémie de coronavirus, et la reprise qui a suivi, en ont été une démonstration impressionnante.

## Un mélange de variables connues et inconnues

*Le niveau des taux d'intérêt est connu*

Les évolutions futures attendues changeant constamment, les rendements attendus reposent eux aussi sur des hypothèses très aléatoires. Cependant, toutes ces spéculations sur un avenir incertain font parfois oublier qu'il existe aussi quelques variables connues dans l'équation des rendements attendus.

Parmi ces chiffres de référence objectivement connus, le plus important est probablement le rendement à échéance des obligations d'Etat dites sans risque («obligations de la Confédération»), qui sert d'indicateur du

niveau des taux d'intérêt. La particularité des obligations de la Confédération est que leur rendement sur un certain horizon temporel est connu à l'avance. Une caractéristique qu'on ne retrouve sous cette forme dans aucune autre classe d'actifs.

Il ne serait donc pas très logique d'ignorer le niveau des taux d'intérêt en tant que grandeur objective connue, ou de l'ajuster pour calculer le rendement attendu. Le placement sans risque représente dès lors la ligne zéro pour chaque décision de placement quant à la compensation nécessaire du risque de placement assumé.

*Les primes de risque ne sont pas connues*

La réplification d'attentes est un élément intrinsèque des primes de risque. Par contraste avec le niveau des taux d'intérêt, le niveau effectif des primes de risque est toujours inconnu à l'avance. Il existe une vaste palette de modèles d'estimation des primes de risque. Mais tous ont une chose en commun: les résultats ne sont que des estimations du montant attendu des primes de risque.

Outre les hypothèses sur les primes de risque attendues pour les actions et l'immobilier, des hypothèses sont également émises pour les obligations sous forme de risque de défaut de paiement. Le montant exact de tels risques de crédit ne peut être déterminé à l'avance.

Une séparation stricte entre variables connues et hypothèses augmente la transparence dans la présentation des rendements attendus et simplifie considérablement la discussion au sein des organes décideurs. Comme les attentes

EN BREF

Une stratégie de placement ne devrait pas uniquement se fonder sur les attentes de rendement. L'horizon temporel est également à considérer, de même que les coûts et les risques de change.

concernant les primes de risque différent naturellement, des analyses par scénarios et des études de sensibilité peuvent apporter des clarifications utiles. Le mélange de variables connues et d'hypothèses rend impossible l'utilisation efficace de ces précieux outils.

## Surestimation des changements à court terme, sous-estimation des changements à long terme

Les rendements attendus n'évoluent pas de façon stable dans le temps. En particulier, les fluctuations du niveau des taux d'intérêt modifient les rendements attendus, mais aussi les actifs disponibles. Les changements à court terme des pré-

<sup>1</sup> Voir article Weber, page 41.

visions de rendement qui sont entachées d'erreurs d'estimation peuvent déclencher des mesures à court terme dont le bénéfice supplémentaire sera pour le moins incertain.

Pour établir un plan de prestations à long terme, il n'est donc pas utile de s'appuyer sur une analyse permanente des rendements attendus à court terme. Les plans de prestations tout comme leur financement doivent seulement être ajustés sur le long terme et progressivement. Cela confère plus de sécurité aux assurés et aux employeurs pour leur planification. Idéalement, une discussion approfondie sur les rendements attendus devrait s'inscrire dans le cadre d'une étude périodique de la congruence entre actifs et passifs et les raisonnements devraient porter sur le long terme.

Dans les modélisations de scénarios possibles avec des variations du niveau des taux d'intérêt, il faudrait aussi toujours tenir compte des effets sur les actifs. Une question typique dans ce contexte est la suivante: quels changements de valeur entraînerait une hausse du niveau des taux d'intérêt et quel rendement en résulterait en l'espace de dix ans? Cette vision au long cours permet aux décideurs d'identifier les effets au long cours.

### **Détermination de la stratégie de placement uniquement sur la base des rendements escomptés**

Il ne fait aucun doute que les attentes de rendement sont un facteur clé dans la détermination de la stratégie de placement – mais ce n'est pas le seul. Le législateur a stipulé que les placements devaient être choisis de manière à garantir l'exécution du but de prévoyance. Il met ainsi l'accent sur l'aspect risque inhérent aux placements.

Les stratégies de placement qui sont déterminées uniquement sur la base des rendements attendus ne sont pas très robustes dans la durée. Une modification des attentes de rendement entraînerait inévitablement des ajustements de la stratégie. En outre, les erreurs d'estimation du rendement attendu risquent d'être directement intégrées dans la stratégie de placement. Ce sera le cas si des rendements anticipés trop optimistes suggèrent qu'une stratégie de placement très prudente produirait déjà un rendement suffisant.

La dérivation des rendements attendus est donc directement tributaire de l'analyse du risque de placement à long terme. Il faudrait que sur le long terme, le niveau du rendement attendu soit raisonnablement proportionnel au risque de placement anticipé et les hypothèses des différentes classes d'actifs devraient être bien coordonnées entre elles. Rien n'est gratuit sur les marchés financiers.

### **Pas d'horizon temporel défini**

Lors du calcul des rendements attendus, il importe aussi de préciser l'horizon de temps considéré. Il ne serait pas très intéressant de disposer d'informations sur les rendements à anticiper sans connaître l'horizon temporel sur lequel elles portent. Selon l'horizon de temps retenu, le niveau du taux d'intérêt ou de la prime de risque sous-tendant les attentes de rendement sera différent.

Il faudrait également indiquer si le rendement escompté décrit uniquement les caractéristiques stratégiques à long terme des catégories d'actifs ou si des considérations tactiques à court terme ont également été prises en compte, par exemple l'hypothèse que, immédiatement après une correction du marché, une certaine classe d'actifs est sous-évaluée et que par conséquent, on pourra en espérer des rendements plus élevés. Une telle hypothèse est admissible car il est tout à fait possible que l'aversion au risque des acteurs du marché augmente, ce qui fera également monter la prime de risque. Il importe cependant que les considérations tactiques soient clairement déclarées comme telles. On crée ainsi la base pour une discussion transparente et pour les analyses par scénarios et les études de sensibilité.

### **Pas de différenciation entre brut et net**

Les coûts de gestion des actifs réduisent le rendement attendu. Si ces coûts ne sont pas pris en compte lors des estimations du rendement attendu, ce dernier sera surestimé. Bien entendu, les rendements attendus peuvent aussi être présentés sur une base brute, donc avant déduction des coûts de gestion des actifs, pour autant que dans l'analyse il soit alors tenu compte de ces coûts d'une autre manière. Mais comme on le sait, le diable est dans les détails. Les coûts de gestion des actifs peuvent être générés à

différents niveaux (par exemple dans un fonds de fonds) et il existe différents types de coûts. Idéalement, un exposé des rendements attendus expliquera clairement quels coûts ont été inclus dans les données et de quelle manière.

### **Indication des hypothèses de rendement en monnaies étrangères**

Une partie importante des placements des caisses de pensions est libellée en monnaies étrangères. Formuler les attentes de rendement en monnaies étrangères sans les convertir en francs suisses n'est pas très utile.

Afin que l'aspect de la couverture des risques de change soit pris en compte, il convient d'exprimer les attentes de rendement sous deux formes différentes: une fois avec la couverture des risques de change et une fois sans. De cette manière, il sera possible de chiffrer correctement les coûts de couverture spécifiques que peuvent engendrer les différentes devises étrangères. Pour les placements sans couverture du risque de change, l'évolution du taux de change devra être incluse dans les prévisions de rendement comme facteur supplémentaire. Cela se fait généralement par l'inclusion des différences de taux d'intérêt entre deux zones monétaires.

### **Quintessence de ce qui précède: il faut une démarche systématique et un regard critique sur le passé**

On peut appréhender les attentes de rendement de différentes manières et les résultats obtenus varient. C'est précisément parce que les résultats peuvent être si différents qu'une démarche systématique est de rigueur afin d'éviter les pièges que nous venons de décrire.

Une technique qui a fait ses preuves, c'est de faire un retour critique sur ses propres hypothèses de rendement du passé. Mais quel que soit le modèle utilisé, l'exposé transparent des hypothèses posées est de la plus haute importance. Car c'est seulement si tout est parfaitement clair et transparent que les hypothèses de rendement pourront être évaluées d'un œil critique. |

**Oliver Dichter  
Lukas Riesen**

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**

