

Investissements adossés au passif (LDI)

Mise en œuvre, risques et comptabilisation

Dans le contexte actuel des taux d'intérêt, il peut être intéressant, dans certaines circonstances, de répliquer les engagements en matière de rentes par un portefeuille de placements purement obligataires, orienté sur le montant et la durée des engagements attendus (liabilities). Ce type d'orientation des placements en fonction des flux de paiement attendus est appelé Liability Driven Investment (LDI).

Auteurs: **Michael Melles et Stephan Wildner**

L'évolution démographique se reflète de plus en plus dans les effectifs des caisses de pensions en Suisse. Selon le rapport CHS 2023, environ 38% des capitaux de prévoyance des caisses de pensions suisses sont attribuables à des portefeuilles de bénéficiaires de rentes. Si l'on tient également compte des provisions techniques souvent constituées pour les retraites dans les années à venir, cela représente une part considérable des actifs. La tendance est à la hausse et soulève la question de savoir comment les caisses de pensions peuvent adapter leur stratégie de placement à ce changement structurel ou, si l'on se réfère à leur capacité à prendre des risques, comment elles peuvent investir de manière optimale en diversifiant leurs placements et en les alignant sur la durée de leurs engagements.

L'approche LDI convient pour réduire un écart de durée existant entre les placements et les engagements. Ce sont presque toujours des effectifs de rentiers¹ qui sont concernés et il s'agit d'éliminer le risque de taux d'intérêt non rémunéré pour la caisse de pensions et de réduire le risque de bilan.

Par contraste avec des pays comme les Etats-Unis, la Grande-Bretagne ou encore

l'Allemagne, une approche LDI était jusqu'à présent plutôt inhabituelle en Suisse. Par le passé, cela était principalement dû aux taux d'intérêt à faible risque très bas ou négatifs, au manque de taille du marché et à l'interdiction d'utiliser des produits dérivés avec effet de levier sur la fortune de prévoyance conformément à l'art. 56a al. 4 OPP2. Sur de nombreux autres marchés, il est possible d'utiliser des dérivés de taux d'intérêt efficaces en termes de capital² et d'immuniser ainsi le risque de fluctuation des taux d'intérêt à environ 100% (ratio de couverture des taux d'intérêt). Pour un investissement obligataire direct en CHF, tout dépend de la solvabilité, de la durée et du volume des possibilités de placement disponibles pour une caisse de pensions. Dans le cas idéal, il est également possible d'obtenir des ratios de couverture des intérêts de 80 à 100%, même si cela nécessite un investissement en capital important.

Ci-après, nous discuterons d'une mise en œuvre d'un portefeuille entièrement composé d'obligations pour un effectif de rentiers fermé, des risques qui subsistent ou qui sont réduits et de la manière dont une mise en œuvre adaptée aux risques est possible dans le cadre de la réglementation suisse et des directives spécialisées.

¹ Pour les personnes encore actives, les futurs cash-flows d'engagement sont liés à des incertitudes trop élevées.

² En particulier les swaps de taux d'intérêt.

Procédure et risques

Le point de départ d'une mise en œuvre LDI est la détermination des cash-flows d'engagement attendus par année, y compris les droits acquis, sur la base de tables de génération. Ceux-ci sont nominaux (indépendants des taux d'intérêt) et normalement calculés pour l'année entière, ce dont il faut tenir compte lors de la planification de la liquidation. Si des fonds suffisants sont disponibles, les flux de trésorerie peuvent également prendre en compte les augmentations des rentes pour compenser l'inflation. En outre, une augmentation encore plus importante de l'espérance de vie par rapport aux tables de génération utilisées pourrait être représentée séparément lors du calcul des cash-flows ou sous forme de provision. Pour un effectif décroissant, il convient également de tenir compte d'éventuels écarts statistiques par rapport à la population totale.

Sur la base des valeurs attendues déterminées pour le profil de paiement des engagements, l'actif peut être modélisé. Selon le montant et la durée des engagements, il peut ne pas être possible de couvrir tous les cash-flows d'engagement. En règle générale, il est possible d'atteindre une durée d'environ 20 ans avec un portefeuille bien diversifié présentant une solvabilité élevée (notation moyenne A ou supérieure). Le premier graphique (page 64) montre, à titre d'exemple, une comparaison entre les cash-flows d'engagement et les cash-flows de placement.

Il est important de noter qu'il ne s'agit pas d'un investissement dans le marché obligataire suisse abstrait, par exemple via SBI, mais d'un portefeuille concret d'obligations «Held to maturity (HTM)». Dans ce contexte, les fluctuations de la valeur de marché, qui conduisent normalement à la constitution d'une réserve de fluctuations de valeur au sens de la DTA 5 de la CSEP, ne sont pas pertinentes et il n'y a donc pas lieu de définir une valeur cible d'une réserve de fluctuations de valeur. Il faut en revanche tenir compte des risques de downgrade et de défaut dans le portefeuille obligataire. Ceux-ci peuvent être calculés sur la base de la solvabilité du portefeuille, de la durée et de ce que l'on appelle le spread par rapport au taux

d'intérêt sans risque des emprunts d'Etat et être réservés comme tampon de risque au lieu d'une réserve de fluctuations de valeur. La courbe des spreads par rapport aux obligations AA est représentée dans le deuxième graphique (page 64) pour différentes durées à fin mars 2024.

Comptabilisation et DTA 4

Normalement, selon la DTA 4 de la CSEP, les effectifs de rentiers purs sont évalués avec le taux d'intérêt sans risque selon la durée des engagements. Une telle évaluation est-elle adaptée au risque pour le cas décrit ici ? Une évaluation sans risque signifierait que la différence totale par rapport au spread serait intégrée dans l'évaluation en tant que perte de downgrade et de défaut et augmenterait les engagements en conséquence, puisqu'on s'attend à des défaillances correspondantes. Sur la durée, il en résulte alors des bénéfices techniques, dans la mesure où les défaillances réelles sont moins élevées. Si l'on procède à la même évaluation avec un spread complet, aucune perte de déclasserement ou par défaut n'est supposée initialement et elle se matérialise éventuellement au fil du temps.

Le risque de spread sur les obligations³ se réfère aux pertes « mark to market » lors du négoce d'obligations. Les pertes réelles, notamment en cas de solvabilité élevée au départ, sont nettement inférieures.⁴ Une évaluation sans risque surestimerait donc considérablement le risque de perte réel, tant du point de vue de la méthode que du montant.

Afin de refléter de manière adéquate les risques réels dans le cas d'un portefeuille d'obligations HTM de haute qualité effectivement investi, il convient d'appliquer un taux d'intérêt sans risque avec spread, moins une marge de sécurité (DTA4) et les éventuels coûts (administration, gestion des actifs), dans la mesure où un tampon de risque spécifiquement calculé a été constitué pour les pertes attendues de

³ The Journal of finance, vol. LVI, février 2001: Explaining the Rate Spread on Corporate Bonds.

⁴ Ainsi, pour les obligations de qualité A ou mieux, le taux de recouvrement se situe entre 60 et 68% un mois après la faillite de l'entreprise.

TAKE AWAYS

Si une caisse de pensions s'intéresse à la mise en œuvre d'une stratégie de derisking pour son portefeuille de rentiers, une mise en œuvre LDI offre une possibilité réaliste dans l'environnement de marché actuel :

- réduction fondamentale du risque d'écart de durée entre les placements et les engagements ;
- possibilité de prendre en compte les ajustements/risques futurs liés à l'inflation dans les flux de trésorerie ;
- tarification du risque de déclasserement et de défaut adaptée au risque ;
- réduction significative du risque de taux et du risque de bilan.

downgrade et par défaut. Si ce n'est pas le cas, ces risques doivent être représentés dans le taux d'évaluation.

Dans les deux cas, le risque global devrait être évalué de manière identique. Le taux d'intérêt technique varie chaque année de la même manière que les variations de valeur à l'actif. Si le risque de déclasserement et de défaut est représenté dans le taux d'intérêt, il est pris en compte lors de l'inscription au bilan de l'engagement global (par un taux d'intérêt technique plus bas). Dans la pratique, le taux d'évaluation se situe également dans ce cas à environ 50% du spread (plus le taux d'intérêt sans risque), dans la mesure où le portefeuille HTM dispose d'une solvabilité de A ou supérieure. |