

L'influence de l'inflation sur les principales classes d'actifs

Alvaro Lahiguera

Senior Quantitative Analyst, Swiss Life Asset Managers

Cédric Regad, expert agréé en prévoyance professionnelle

Swiss Life Pension Services SA

Genève, 27 octobre 2022

Agenda

- 1. L'influence de l'inflation sur les principales classes d'actifs**
- 2. Effets pour les institutions de prévoyance**

L'influence de l'inflation sur les principales classes d'actifs

Valeur et inflation : considérations théoriques

- La valeur d'un investissement correspond généralement à la somme de la **valeur escomptée des revenus** attendus (Cash Flows) de l'investissement.
- Une augmentation de l'inflation a potentiellement un effet sur:
 - **Le revenu**, s'il est variable
 - **Le taux d'escompte**, qui dépend du taux d'intérêt R et d'une prime P reflétant le risque de ne pas percevoir le revenu.
- **Les investissements à revenu constant perdent de la valeur lorsque l'inflation augmente.** L'inflation augmente le taux d'intérêt auquel le revenu futur (qui reste constant) est escompté.
- **Dans le cas d'investissements à revenu variable**, l'effet **dépend de la façon dont le revenu réagit à l'inflation** et si cette réaction est suffisante pour compenser l'impact négatif de l'augmentation du taux d'escompté.

Revenu - Par exemple :

Coupon annuel de l'obligation : constant

Dividende en actions : variable

$$P_t = \frac{\text{Revenu}_{t+1}^a}{(1+R_t^{t+1}+P_t^{t+1})} + \frac{\text{Revenu}_{t+2}^a}{(1+R_t^{t+2}+P_t^{t+2})^2} + \dots$$

Taux d'intérêt : une augmentation réduit la valeur P

Comportement historique

- Le tableau montre les rendements moyens réalisés par différentes classes d'actifs en période d'inflation croissante et décroissante.
- L'histoire montre que les rendements moyens, tant nominaux que réels (= corrigés de l'inflation), sont plus faibles en période d'inflation croissante qu'en période de baisse de l'inflation, ce qui a un effet négatif sur toutes les classes d'actifs considérées.
- Néanmoins, les rendements des **obligations à court terme**, **des actions** et de **l'immobilier** sont en moyenne positifs ou seulement légèrement négatifs en termes réels, même en période d'inflation croissante.
- En revanche, **les obligations d'État à longue échéance** ont tendance à avoir un rendement réel négatif en période d'inflation.
- Les rendements **immobiliers** restent relativement stables dans le temps, tant en termes nominaux que réels.

		Augmentation de l'inflation		Diminution de l'inflation	
		USA	CH	USA	CH
Rendements nominaux	Classe d'investissement				
	Obligations à court terme	4.1%	3.6%	4.0%	2.4%
	Obligations d'État	3.2%	2.8%	6.5%	5.7%
	Actions	8.5%	6.2%	13.6%	10.8%
	Immobilier	9.0%	8.5%	8.7%	7.5%
Rendements réels	Obligations à court terme	0.7%	-0.1%	2.4%	1.9%
	Obligations d'État	-0.2%	-0.8%	4.8%	5.0%
	Actions	5.1%	2.4%	11.7%	10.0%
	Immobilier	5.3%	4.5%	6.9%	6.6%

Rendement moyen de diverses catégories d'actifs en période d'inflation croissante et décroissante. USA : Données à partir de 1891. Suisse : Données depuis 1900. Source : Swiss Life Asset Managers

Principales raisons de ces résultats (I/II)

• Obligations

- Le revenu des obligations est généralement prédéfini et fixe (coupons). Une augmentation de l'inflation réduit donc sa valeur.
- Les obligations à courte échéance souffrent moins de l'inflation, car l'échéance permet des ajustements de coupon plus fréquents.

• Actions

- La hausse des taux d'intérêt réduit leur valeur, car les revenus futurs sont escomptés davantage.
- Les bénéfices et donc les revenus générés (par exemple le dividende) ont tendance à augmenter avec une inflation plus élevée, ce qui a un effet positif. L'intensité de cet effet dépend du secteur, car la capacité d'ajuster les prix et l'effet négatif de l'augmentation des coûts sur les bénéfices varient d'un secteur à l'autre.
- Une inflation majeure prolongée et la réaction des politiques monétaires et fiscales pour la contenir ont généralement un effet négative sur les revenus.

Classe d'actifs	Type de revenu
Liquidité, Obligations à court terme	Relativement variable
Obligations d'État	Fixe
Actions	Variable
Immobilier	Variable

Principales raisons de ces résultats (I/II)

• Immobilier

- La hausse des taux associée à une inflation plus élevée est un effet négatif, car les revenus futurs sont escomptés davantage.
- Le revenu, quant à lui, a tendance à augmenter avec l'inflation, car les loyers sont souvent (directement ou indirectement) indexés sur l'inflation.
 - Indexation des loyers.
 - Loyers basés sur le chiffre d'affaires : Pour les locaux de vente, le loyer dépend parfois directement du chiffre d'affaires du local.
 - Taux d'intérêt de référence : l'inflation prévue augmente les taux d'intérêt nominaux et, avec un certain retard, le taux d'intérêt de référence.
- L'effet total de l'inflation tend à être neutre ou légèrement positif.

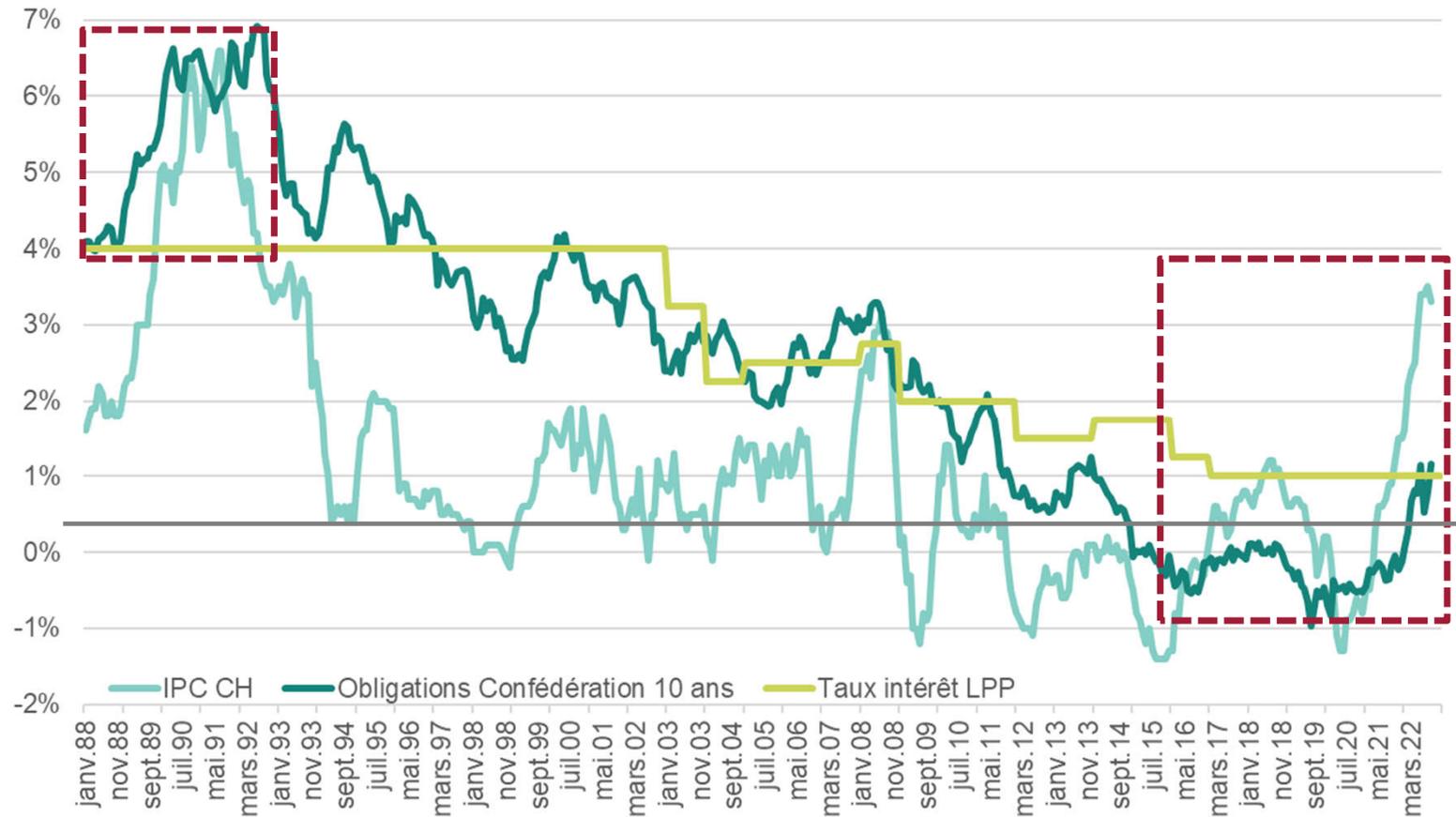
Classe d'actifs	Type de revenu
Liquidité, Obligations à court terme	Relativement variable
Obligations d'État	Fixe
Actions	Variable
Immobilier	Variable

Résumé

- En général, les investissements qui offrent des **paiements futurs fixes** n'offrent pas de protection contre une augmentation de l'inflation, alors que les investissements avec des **paiements futurs variables** peuvent au moins partiellement protéger contre l'inflation, si les paiements peuvent être ajustés en fonction de l'inflation.
 - **Obligations** :
 - Les obligations à durée courte ont en moyenne maintenu leur pouvoir d'achat pendant les périodes d'inflation. Les obligations à durée longue ne le font pas.
 - **Actions** :
 - Les actions ont eu tendance à générer des rendements réels positifs même pendant les périodes d'inflation.
 - Différences sectorielles : l'énergie, la santé et les matériaux s'en sortent mieux en moyenne.
 - **Immobilier** :
 - L'immobilier génère des rendements réels stables relativement indépendants de l'inflation.
 - Différences sectorielles : les secteurs de la vente au détail, des bureaux et de l'industrie ont tendance à offrir une protection légèrement plus forte contre l'inflation que le secteur résidentiel.

Effets pour les institutions de prévoyance

Un regard en arrière



Adaptations nominales

Adaptation des rentes

- L'article 36 al. 1 LPP régit l'adaptation des prestations minimales LPP pour les rentes d'invalidité et de décès
 - Prescriptions fixées par le Conseil fédéral
 - Effet limité, voire nul, pour la majorité des institutions de prévoyance (principe d'imputation)

Pour les autres rentes → en fonction des possibilités financières de l'institution de prévoyance

- Le renchérissement a un effet sur les rentes en cours
- La compensation du renchérissement implique une augmentation des engagements (capitaux de prévoyance, provisions)
- L'inflation entraîne des intérêts/rendements plus élevés, ce qui réduit la pression sur le taux d'intérêt technique

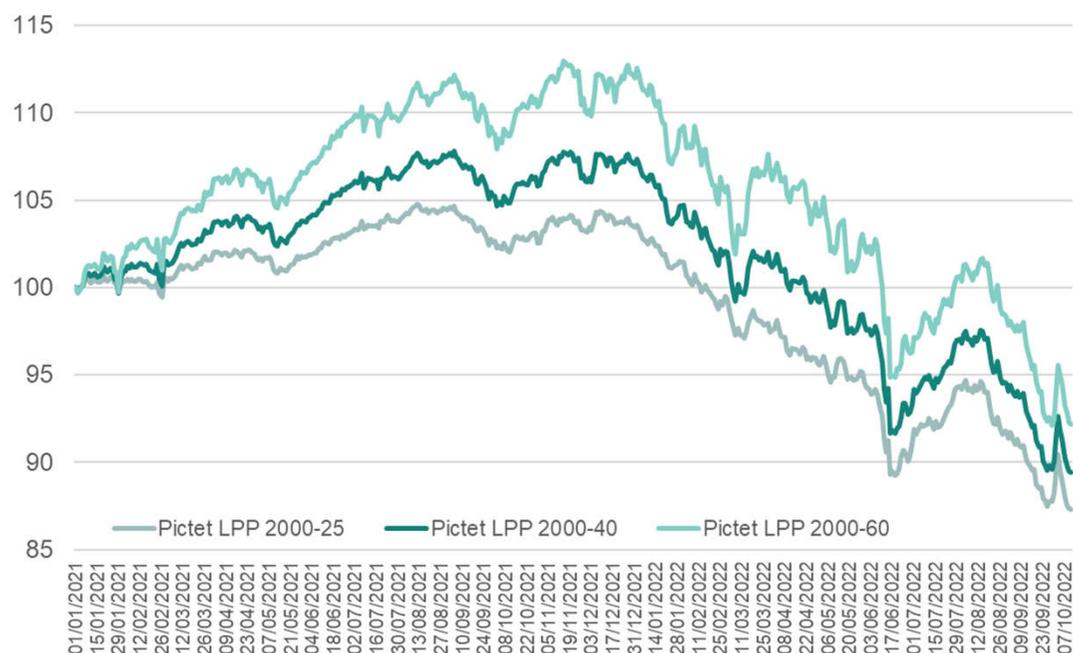
Quelles possibilités financières pour une indexation en 2023 ?

Situation des IP en Suisse à fin 2021 selon CHS PP

- Degré de couverture moyen : 118.8%
- Performance moyenne en 2021 : 8.0%
- Indice Pictet LPP 2000 en 2021
 - LPP-25 : +3.47%
 - LPP-40 : +7.06%
 - LPP-65 : +11.99%

Evolution en 2022

- Indice Pictet LPP 2000 au 12.10.2022 :
 - LPP-25 : -15.60%
 - LPP-40 : -16.50%
 - LPP-65 : -17.69%
- Degré de couverture de l'IP «moyenne»
 - 98.8% à 96.4%



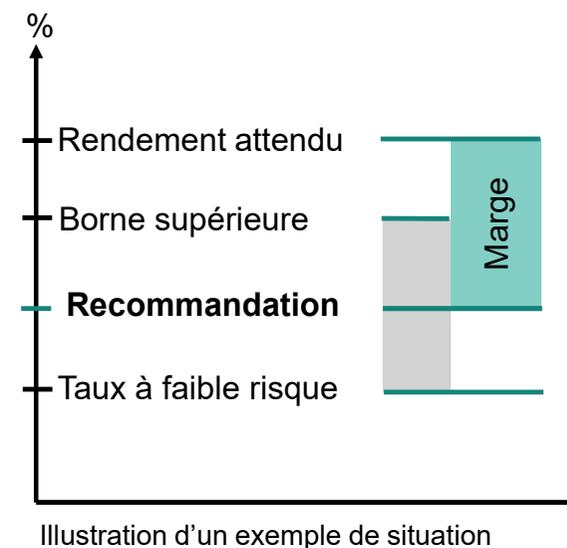
Taux d'intérêt technique

Définition

- Le taux d'intérêt technique doit se situer avec une marge suffisante au-dessous du **rendement net attendu** de la stratégie de placement.
- La structure et les caractéristiques de l'IP doivent être prise en compte
- La **borne supérieure** se définit au travers du taux au comptant moyen des obligations de la **Confédération à 10 ans** des douze derniers mois au 30 septembre (+ supplément de 2.5%, - déduction pour longévité 0.3%)

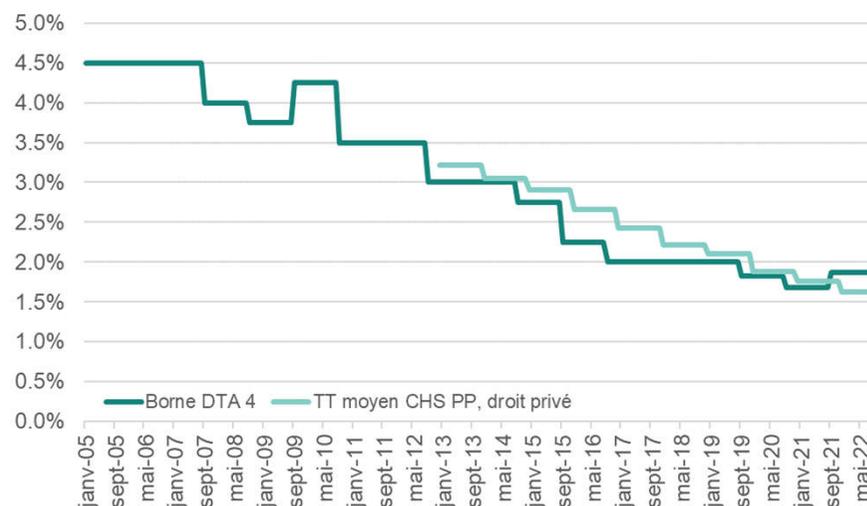
Borne supérieure (tables périodiques)

- 30.09.2021 : **1.87%**
- 30.09.2022 : **2.68%**



Taux d'intérêt technique

- Lorsque les taux d'intérêt et les rendements attendus augmentent → la possibilité d'augmenter le taux d'intérêt technique augmente en principe également
- Les institutions de prévoyance doivent-elles agir ?
 - Le niveau du taux d'intérêt technique devrait être maintenu à **moyen/long terme**
 - Le taux d'intérêt technique doit rester adapté à la **structure et aux caractéristiques** de l'institution
 - Si le taux à faible risque est supérieur au taux d'intérêt technique
→ augmenter le taux technique (réserves latentes)
- Rythme de l'ajustement du taux technique
 - Vitesse de l'augmentation analogue à la vitesse de la baisse ?



Taux d'intérêt technique

- Une hausse du taux d'intérêt technique a pour effet de diminuer les engagements de prévoyance
- Quelle utilisation de cette réduction des engagement ?
 - Affectation à la réserve de fluctuation de valeur
 - Mesure d'assainissement...
 - Amélioration des prestations des rentiers ?
 - Constitution de provisions techniques (amélioration future des prestations, ...)
- Maintien du taux d'intérêt technique à son niveau actuel (bas)
 - Affectation des excédents de rendement à l'amélioration des prestations (intérêt plus élevé, adaptation des rentes)

Taux de conversion

- Le taux de conversion est déterminé par l'**espérance de vie**, la promesse d'intérêt (**taux technique**) et le **montant des prestations** pour les survivants assurées
- Les conditions de retraite doivent pouvoir être anticipées par les assurés
- Problématiques pour les institutions de prévoyance
 - Eviter de créer une génération de perdants
 - Egalité entre actifs et rentiers
 - La promesse d'intérêt comporte aussi une prévision d'inflation
 - Taux de conversion actuariellement non neutre pour beaucoup d'institutions
 - Arbitrage entre le maintien d'un taux bas (prudence) et garder une perspective d'adaptation future des rentes ou réduire la marge sur le rendement par une augmentation du taux de conversion
 - Respect du principe d'adéquation (hausse des cotisations d'épargne passée ou taux d'intérêt dans les tables de rachat)
- Un retour des réflexions sur les rentes variables ?
 - Rente de base avec taux de conversion actuel
 - Part de rente variable: part dépendant de la performance, afin de compenser indirectement la perte de pouvoir d'achat de la rente en cas de hausse des rendements

Quelle compensation du renchérissement pour les rentiers ?

Augmentation temporaire ou permanente ?

- Versement ponctuel / 13^e rente → augmentation temporaire
- Augmentation de la rente de base → augmentation permanente
- Rentes réglementaires variables → augmentation liée à la performance (temporaire ou permanente suivant le modèle)

A qui profitera l'augmentation ?

- Principe de l'arrosoir
- Création de cohortes de rentiers
 - Pas (ou très peu) d'indexation sur les 10-20 dernières années
 - Impact de l'inflation différent en fonction de la date de départ en retraite
 - Rentiers ayant bénéficié d'un taux de conversion avec taux d'intérêt technique «bas»

Prenez contact avec nous!

Alvaro Juan Lahiguera

Quantitative Analyst
Financial Engineering

Téléphone +41 43 547 66 22

alvaro.lahiguera@swisslife-am.com

Cédric Regad

Expert agréé en prévoyance professionnelle
Responsable Conseil Suisse romande

Téléphone +41 58 311 22 81

cedric.regad@slps.ch

Swiss Life Pension Services SA **la société de conseil de Swiss Life**

Genève

Av. de Morgines 10

Case postale 564

1213 Petit-Lancy 1

Lausanne

Av. de Rumine 13

1001 Lausanne

Tél : 0800 00 25 25

pension.services@slps.ch

www.slps.ch