

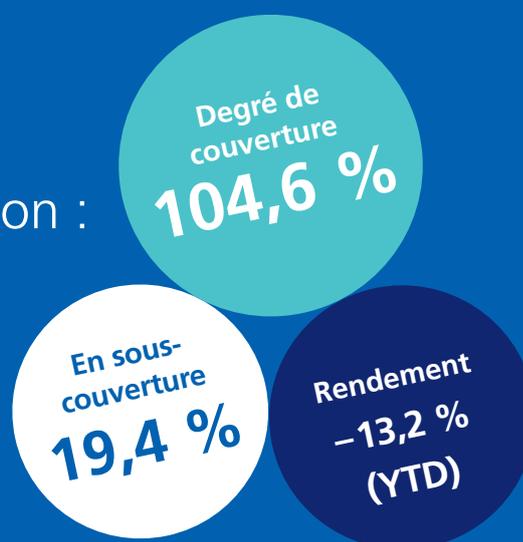


Faits et tendances, novembre 2022

# Le point sur les caisses de pension

- 4** Moniteur des caisses de pension  
Swisscanto
- 7** Fin de l'ère des taux zéro :  
vérifier maintenant la couverture des  
placements en monnaies étrangères
- 12** Fin de l'ère des taux bas : que doit faire  
le Conseil de fondation ?
- 16** Economie et marchés financiers

Moniteur des  
caisses de pension :  
chiffres actuels





Stefan Betschart

Chère lectrice, cher lecteur,

Les taux d'inflation élevés persistent. Les banques nationales la combattent en durcissant leur politique monétaire et en relevant leurs taux. La stabilité des prix est et reste leur principal objectif. L'évolution économique mondiale s'en trouve largement impactée. Aux États-Unis, l'inflation devrait déjà avoir atteint son pic. En Europe, cela devrait être chose faite au premier trimestre 2023. Sur ce point, les nouvelles sont donc plutôt bonnes. Toutefois, la reprise économique ne devrait pas être d'actualité dans l'immédiat.

Au contraire : nous allons d'abord assister à un nouvel affaissement économique, comme le montrent les perspectives de nos économistes.

L'évolution des marchés financiers se reflète dans toutes les catégories de placement. Seules les matières premières affichent un rendement positif depuis le début de l'année, même si le trimestre écoulé a été négatif. Au 30 septembre 2022, le moniteur des caisses de pension Swisscanto calcule une performance moyenne de -13,15 % pour les institutions de prévoyance suisses (depuis le début de l'année).

La fin de l'ère des taux nuls, combinée à des performances nettement négatives, place les conseils de fondation des caisses de pension face à de grands défis : comment les rentes seront-elles calculées à l'avenir ? Faut-il compenser l'inflation ? Quelles options financières s'offrent aux caisses de pension pour s'adapter aux nouvelles conditions ? Nos auteurs invités de Keller Experten AG nous fournissent des réponses. Quant à notre expert en devises, il vous montre comment prévenir les conséquences de la dynamique croissante des mouvements monétaires.

Je vous souhaite une agréable lecture.

Stefan Betschart,  
Conseiller clientèle caisses de pension /  
Direction de la rédaction,  
Zürcher Kantonalbank

# Moniteur des caisses de pension Swisscanto

**Au troisième trimestre 2022, les institutions de prévoyance ont dû faire face à une réduction continue de leurs réserves de fluctuation de valeur suite à de nouvelles pertes sur cours affectant toutes les catégories d'actifs, sans exception. Les degrés de couverture estimés ont baissé en conséquence.**

Après un très faible deuxième trimestre 2022, les institutions de prévoyance privées ont subi une nouvelle baisse de leurs réserves au troisième trimestre. En moyenne, celles-ci ont diminué de 3,3 points de pourcentage pour atteindre 4,6 %. Ainsi, au 30 septembre 2022, l'écart par rapport à la valeur cible moyenne de 18 % était encore plus important qu'en milieu d'année. Estimé à 104,6 %, le degré de couverture s'est sensiblement écarté des niveaux records atteints en début d'année (122,1 %) (graphique 1). Cela concerne également les institutions de prévoyance publiques.

**Répartition par degré de couverture**  
Les fluctuations de cours depuis le début de l'année ont largement détérioré la couverture des

engagements de prévoyance. Seuls 18,1 % des caisses de droit privé et 8,3 % des caisses de droit public affichent encore un degré de couverture supérieur à 115 % au 30 septembre 2022 (graphique 2). Près d'un cinquième des caisses de droit privé (19,4 %) présente une sous-couverture, de même que 52,8 % des caisses de droit public à capitalisation totale et 87,5 % des caisses de droit public à capitalisation partielle. Les réserves importantes disponibles fin 2021/début 2022 ont donc rempli leur fonction de réserve de fluctuation de valeur dans la grande majorité des cas.

## Institutions de prévoyance par rendement

Au troisième trimestre 2022, les institutions de prévoyance recensées ont réalisé un rendement pondéré en fonction de la fortune estimé à -2,6 %. Une fois de plus, toutes les catégories d'actifs ont tiré le rendement vers le bas (tableau 1). Et une fois encore, les obligations mondiales ont affiché une performance aussi faible que les actions suisses et mondiales. Dès le début de l'année, presque toutes les catégories d'actifs ont pesé sur

la performance. La seule exception concerne les matières premières avec une contribution à la performance de +22,6 % en cumul annuel et un résultat légèrement négatif de -1,5 % au troisième trimestre. L'exercice d'équilibriste auquel se livrent les banques centrales, entre inflation et récession, maintiendra la volatilité des marchés financiers à un niveau élevé pendant le reste de l'année. De même, la question des pénuries d'énergie liées à la guerre russe contre l'Ukraine continuera de poser de nombreux défis à la société et aux investisseurs.

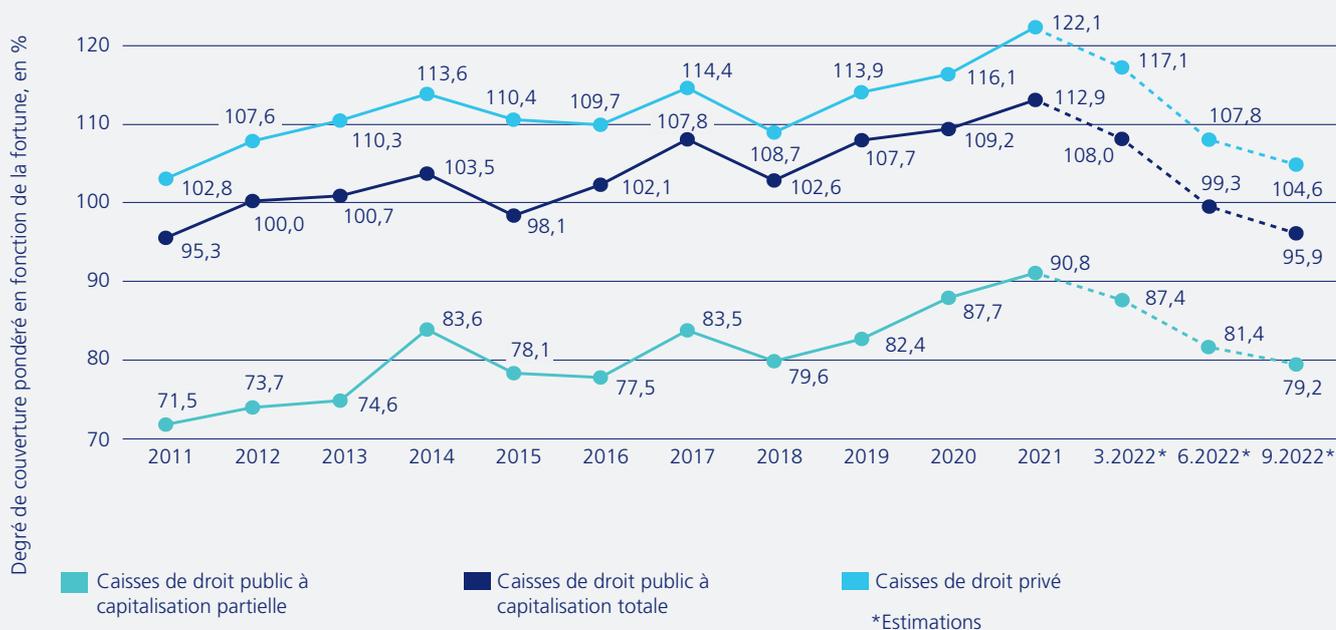
**Tableau 1 : Rendements indiciels d'une sélection de catégories d'actifs\***

Catégorie d'actifs	3e trimestre 2022	Year-To-Date 2022
Obligations en CHF	-1,61 %	-11,64 %
Obligations Monde	-4,34 %	-13,47 %
Obligations Monde couvertes en CHF	-4,14 %	-13,61 %
Actions Suisse	-4,83 %	-19,93 %
Actions Monde	-3,86 %	-19,71 %
Immobilier Suisse direct et indirect	-0,44 %	-6,84 %
Hedge funds	-0,15 %	-5,89 %
Matières premières	-1,46 %	+22,62 %
<b>Rendement</b>	<b>-2,62 %</b>	<b>-13,15 %</b>

Bloomberg Finance L.P., Prevanto SA et Swisscanto ; situation au : 30.09.2022

\*Obligations en CHF : SBI ; Obligations Monde : Bloomberg Barclays Global Aggregate Total Return Index Value hors CHF; Obligations Monde couvertes en CHF : Bloomberg Barclays Global Aggregate Total Return Index Value hors CHF couvert en CHF; Actions Suisse : SPI ; Actions Monde : MSCI AC hors CH ; Immobilier Suisse direct et indirect : 50 % CAFF, 50 % Rüd Blass Immo Index ; Hedge funds : HFRX Global Hedge Fund Index couvert en CHF; Matières premières : Bloomberg Commodity Index Swiss Franc Total Return

**Graphique 1 : Évolution des degrés de couverture de 2011 jusqu'au 30.09.2022**



Sources : Prevanto SA et Swisscanto ; situation au : 30.09.2022

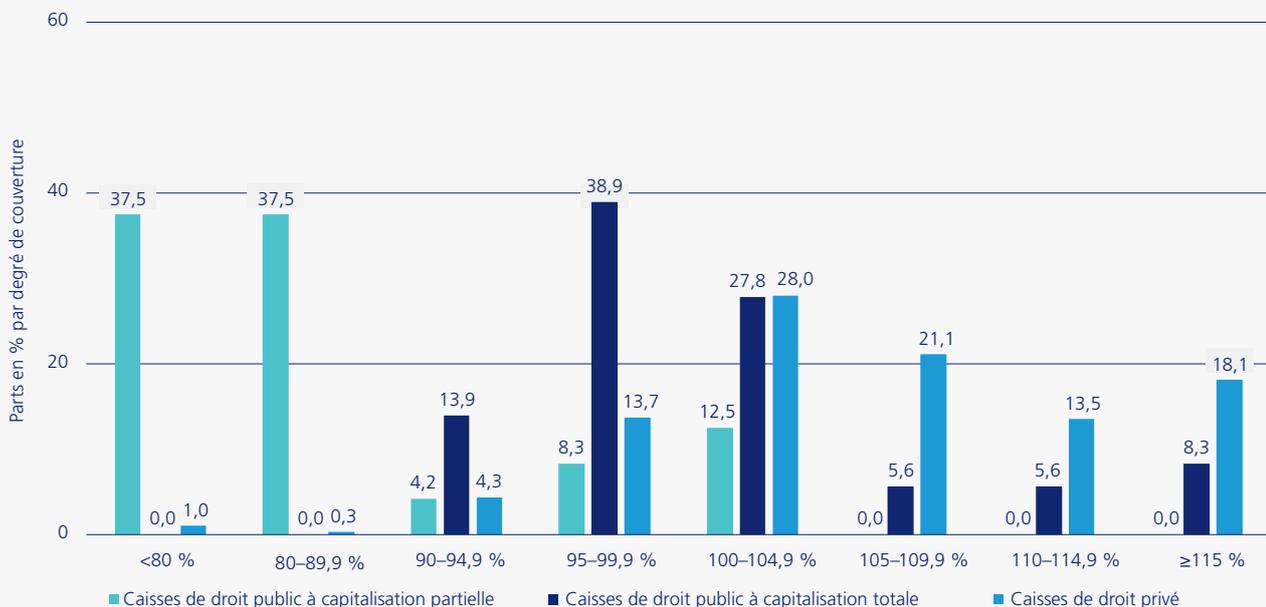
Le graphique 3 montre la répartition des rendements cumulés estimés, sans déduction des frais, depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2022. Le rendement pondéré en fonction de la fortune de toutes les caisses s'élève à -13,15 % pour cette période (et à -11,98 % hors pondération). Le rendement de chaque institution de prévoyance est actualisé en fonction des rendements indicés. Ces calculs se basent sur l'allocation d'actifs des institutions de prévoyance au 31 décembre 2021 et reposent sur l'hypothèse qu'aucun changement majeur n'est intervenu dans l'allocation.

**Le moniteur des caisses de pension Swisscanto se base sur les données de l'enquête « Les caisses de pension suisses » de Swisscanto by Zürcher Kantonalbank. Les calculs sont effectués par Prevanto SA.**

**Les estimations au 30 septembre 2022 se basent sur les indications réelles au 31 décembre 2021 fournies par 475 institutions de prévoyance présentant une fortune globale de 806 milliards de francs (étude sur les caisses de pension suisses 2022). Les estimations sont établies à partir de l'évolution de marché et de la stratégie de placement choisie au début de l'année 2022 par les personnes interrogées. On attend avec impatience les réallocations auxquelles les caisses de pension ont procédé ou procéderont en raison des fluctuations de cours de l'année 2022 et des modifications des attentes de rendement qui en découlent.**

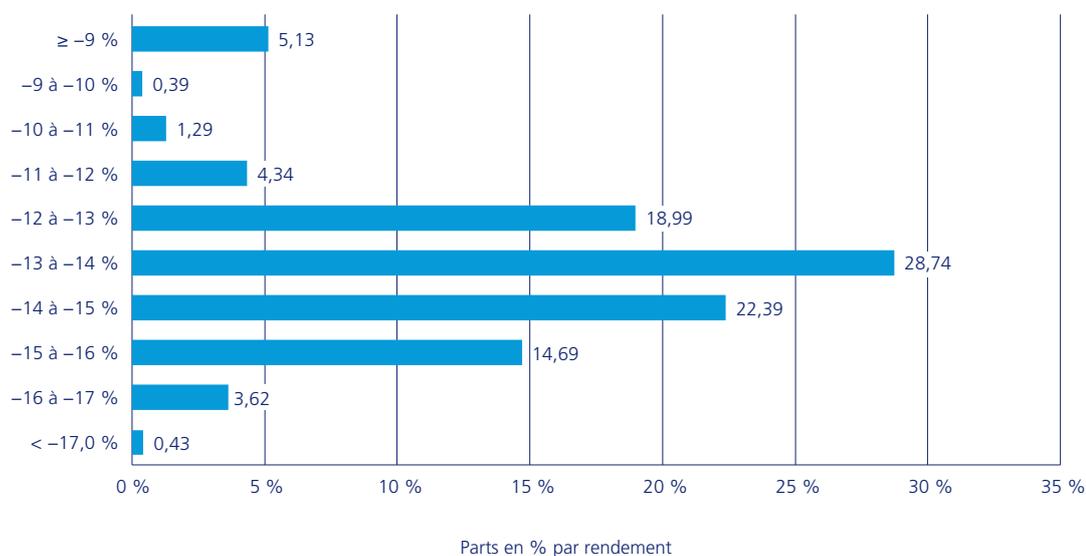
[zkb.ch/pk-monitor](http://zkb.ch/pk-monitor)

**Graphique 2 : Répartition des institutions de prévoyance privées et publiques par fourchette de degré de couverture au 30.09.2022**



Source : Prevanto SA et Swisscanto ; situation au : 30.09.2022

**Graphique 3 : Rendements des institutions de prévoyance depuis le 01.01.2022**



Source : Prevanto SA et Swisscanto; situation au : 30.09.2022

# Fin de l'ère des taux zéro : vérifier maintenant la couverture des placements en monnaies étrangères

**Sur les marchés boursiers, il n'y a malheureusement pas que des périodes de beau temps, comme nous le constatons à nouveau pour de nombreuses raisons. Dans le même temps, l'abandon de la politique de taux zéro augmente la dynamique des mouvements monétaires. Il devient donc important de gérer activement les risques de change. Comment et quand protéger au mieux son portefeuille contre les fluctuations de change ? Et dans quels cas une couverture de change est-elle inutile ? Fabian Ackermann, Head of Systematic Strategies dans l'Asset Management de la Zürcher Kantonalbank, donne des informations sur la volatilité actuelle des monnaies et livre ses observations sur les différentiels de taux d'intérêt et un éventuel currency overlay.**

Fabian Ackermann, Head of Systematic Strategies, Asset Management de la Zürcher Kantonalbank

L'abandon de la politique de taux zéro en 2022 s'effectue de manière soit brutale pour certaines banques centrales, soit plus hésitante pour d'autres. Du fait de ces différentes approches, la volatilité des cours de change s'est considérablement accrue. Entre 2019 et 2021, celle-ci a été exceptionnellement basse – comme illustré dans le graphique avec l'exemple de la paire USD/CHF. En 2022, elle a ensuite nettement augmenté (graphique 1). Les différentiels de taux attendus sur les principales monnaies ont évolué, compte tenu des différences de réactivité des banques centrales en matière de politique monétaire. Dans cette situation, il est judicieux d'analyser ces risques.

Pour le risque de change, qui résulte de la diversification géographique des portefeuilles d'investissement, les investisseurs ne reçoivent pas de compensation sous forme de rendement plus élevé, comme le montrent les études historiques. Bien qu'une anticipation correcte des mouvements monétaires s'avère presque impossible à court terme, une tendance à long terme est néanmoins perceptible, en particulier en CHF : le franc est une monnaie forte. Son appréciation par rapport à l'USD s'est élevée en moyenne à 1,5 % par an au cours des 50 dernières années.

En revanche, sur la même période, la couverture de l'USD a coûté en moyenne 2,7 % par an, conformément au différentiel de taux moyen entre l'USD et le CHF. L'appréciation continue du CHF n'a donc pas suffi à compenser le coût de la couverture de change. Au final, il en résulte une perte de 1,2 % par an en moyenne (appréciation de 1,5 % moins 2,7 % pour le coût de la couverture de change) qui, au fil des ans, se cumule pour donner lieu à d'importantes pertes (graphique 2).

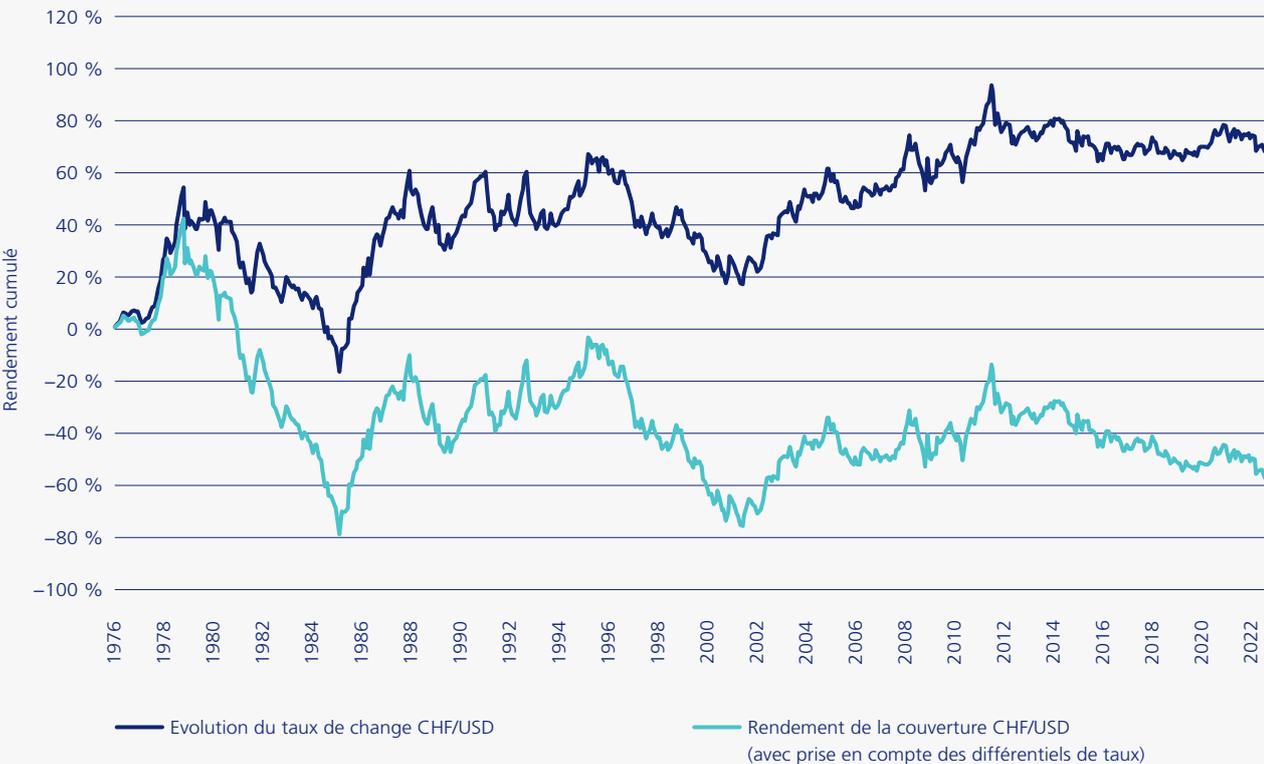
**En conclusion,** si le différentiel de taux d'intérêt est supérieur à l'appréciation attendue de la monnaie, la couverture de change n'est pas rentable en raison de son coût trop élevé. A l'inverse, la couverture de change s'avère payante lorsque les différentiels de taux attendus sont occasionnellement faibles, car les risques de change peuvent alors être couverts à moindre coût.

**Graphique 1 : Volatilité à long terme du taux de change USD/CHF**



Source : Bloomberg Finance L.P., situation au 03.10.2022

**Graphique 2 : Evolution du taux de change CHF/USD par rapport au rendement de la couverture**



Source : Bloomberg Finance L.P., situation au 03.10.2022

Sur le graphique, c'est surtout la volatilité de l'évolution qui saute aux yeux. Du point de vue des placements, il est donc intéressant de se poser les questions suivantes :

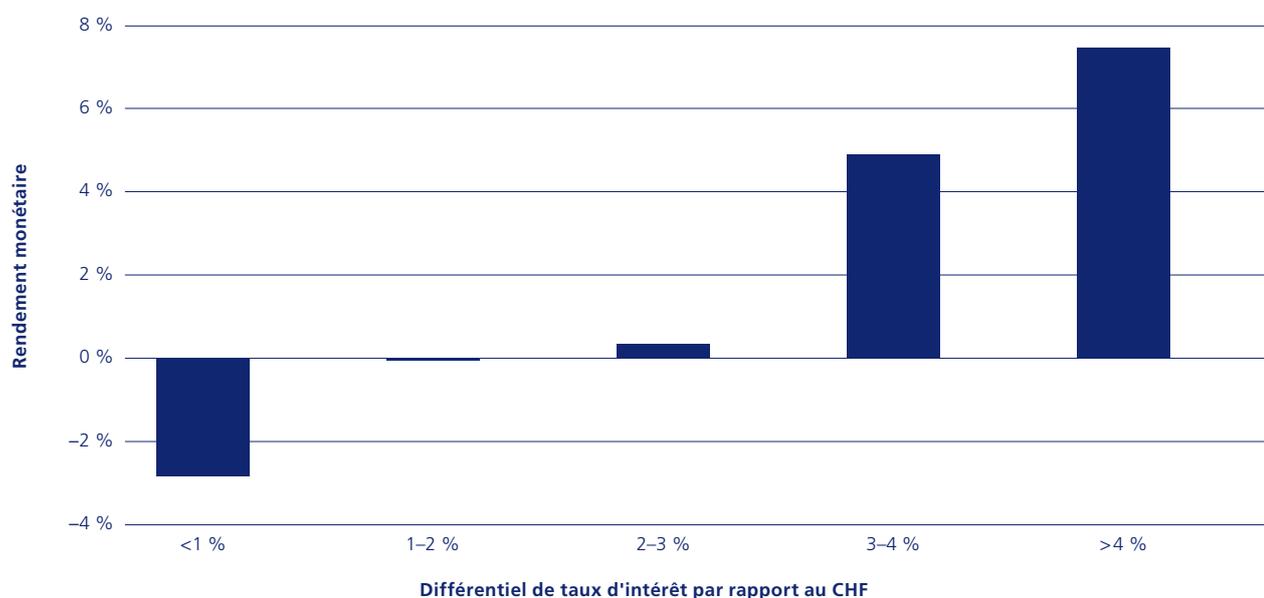
- Comment expliquer cette évolution volatile ?
- Est-il possible d'identifier des tendances ?
- Comment tirer de ces tendances une conduite à tenir ?

Pour le savoir, nous avons analysé les données historiques de différentes monnaies (USD, EUR, GBP, JPY AUD, CAD, SEK, NOK et CHF) depuis 1976.

### L'analyse des séries chronologiques historiques donne des résultats très clairs

Nous avons étudié le niveau des différentiels de taux sur un an dans les différentes monnaies par rapport au CHF à la fin de chaque mois ainsi que le rendement monétaire enregistré le mois suivant. Pour les huit monnaies étrangères considérées, un tableau clair apparaît (graphique 3).

**Graphique 3 : Rendement monétaire moyen pour divers différentiels de taux, de 1976 à 2022**



Source : Bloomberg Finance L.P., Zürcher Kantonalbank

Comme nous l'avons constaté dans notre analyse, une couverture de change n'est pas rentable si les différentiels de taux sont supérieurs à 2 voire 3 % (tableau 1). En cas de différentiel de taux compris entre 1 et 2 %, le résultat est neutre, mais la volatilité réduite du portefeuille grâce à la couverture de change a un impact positif. Mais où se situent actuellement les différentiels de taux à un an par rapport au CHF ?

#### Les différentiels de taux actuels sont en défaveur d'une couverture de change complète

En ce qui concerne les différentiels de taux, cinq monnaies (l'USD, le GBP, le CAD, la NOK et l'AUD) se situent déjà à plus de 2 % par rapport au CHF.

L'USD, le CAD et le GBP sont même à plus de 3 % (tableau 2). Les hausses de taux de la Banque nationale suisse (BNS) n'y ont rien changé. Pourquoi ? Les banques centrales américaine, britannique, australienne et norvégienne intensifient actuellement le resserrement de leur politique monétaire plus fortement que la BNS, le différentiel de taux entre ces monnaies et le CHF continue d'augmenter.

#### Mouvement des différentiels de taux

Compte tenu de ces chiffres, il n'est pas surprenant que l'USD et le CAD s'apprécient nettement par rapport au CHF pour l'année en cours. Etant donné que le différentiel de taux de ces monnaies par rapport au CHF se situe déjà

à plus de 3 %, une couverture réduite est recommandée. En revanche, les différentiels de taux par rapport au JPY et à l'EUR restent faibles. Une couverture de change complète devrait donc être maintenue pour ces monnaies.

#### Nous nous adaptons pour vous !

Cette approche différenciée peut être reproduite de manière idéale avec les mandats de currency overlay (superposition des devises) de l'Asset Management de la Zürcher Kantonalbank, car ils permettent un examen mensuel des différentiels de taux. La couverture de change (totale ou partielle) peut être adaptée pour chaque monnaie en tenant compte des besoins de sécurité et des coûts.

**Tableau 1 : Mesure recommandée en fonction du différentiel de taux**

Différentiel de taux d'intérêt	Rendement monétaire du point de vue suisse	Recommandation
< 1 %	-2,8 %	La couverture de change est utile (meilleur rendement et meilleure couverture du risque)
1-2 %	0,0 %	La couverture de change est utile (meilleure couverture du risque, rendement neutre)
2-3 %	+0,6 %	La couverture de change n'est ni utile, ni inutile (meilleure couverture du risque, moins bon rendement)
3-4 %	+4,9 %	La couverture de change n'en vaut pas la peine (les considérations de rendement prévalent)
> 4 %	+7,4 %	La couverture de change n'en vaut pas la peine (les considérations de rendement prévalent)

Source : Zürcher Kantonalbank

**Tableau 2 : Différentiel de taux actuel sur un an par rapport au CHF**

Monnaie	Différentiel de taux d'intérêt
USD	3,47 %
EUR	1,11 %
GBP	3,98 %
JPY	-1,27 %
CAD	3,02 %
AUD	2,97 %
NOK	2,35 %
SEK	1,83 %

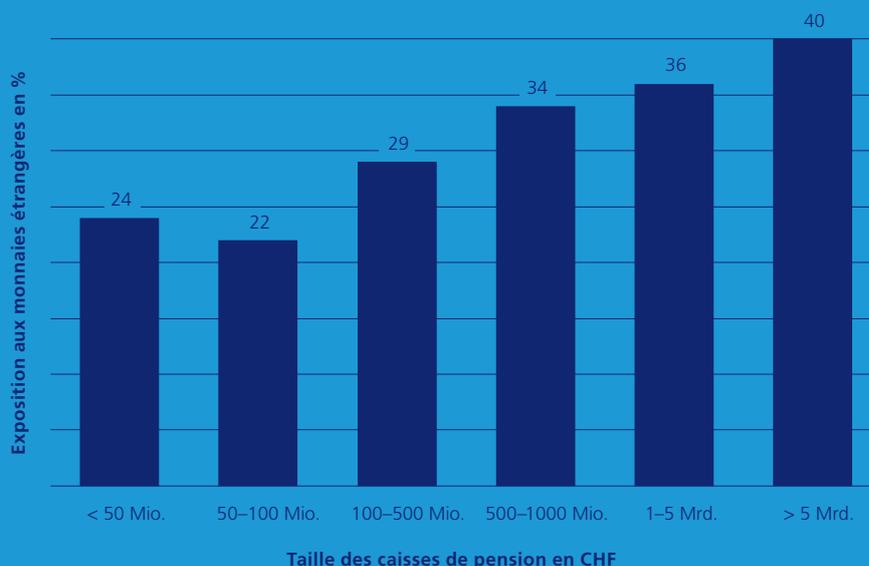
Source : Bloomberg Finance L.P., situation au 03.10.2022

# A quel moment les caisses de pension suisses doivent-elles couvrir leurs risques de change ?

Les responsables de caisse de pension peuvent facilement justifier un placement en monnaies étrangères : leur potentiel de rendement plus élevé et les avantages procurés par la diversification justifient le risque que représentent les placements en monnaies étrangères. Dans ce contexte, il convient d'éviter le risque de change, qui n'offre aucune perspective de rendement supplémentaire. C'est pourquoi des dispositions réglementaires ont été prises : la directive de placement pour les caisses de pension selon l'art. 55 OPP2 limite la part des monnaies étrangères sans

couverture de change dans les portefeuilles des caisses de pension à 30 % maximum. De fait, l'étude sur les caisses de pension Swisscanto 2022 a déterminé l'exposition suivante des caisses de pension aux monnaies étrangères : fin 2021, l'exposition aux monnaies étrangères avoisine le niveau des années précédentes avec une moyenne de 31 %. Les petites caisses affichent une part en monnaies étrangères de 22 à 24 %, tandis que les grandes caisses se situent à environ 40 %. L'exposition moyenne aux monnaies étrangères non couvertes s'élève à 18,7 %.

**Graphique 4 : Exposition stratégique moyenne aux monnaies étrangères conformément à la stratégie de placement pour des caisses de pension de différentes tailles**



Source : Etude sur les caisses de pension Swisscanto 2022

# Fin de l'ère des taux bas : que doit faire le Conseil de fondation ?

**L'année de placement 2022 diffère fondamentalement de l'année 2021. Cela a un impact direct sur le degré de couverture, la fixation équitable du taux de conversion et une éventuelle compensation de l'inflation. Le point central de ces questions est le taux d'intérêt technique de la caisse de pension concernée.**

Auteurs invités :

Roland Schorr et Flavio Müller, experts en caisses de pension CSEP, Keller Experten AG

Rétrospective : nous sommes en 2021. La plupart des caisses ont connu une année de placement exceptionnelle, s'orientent vers une clôture d'exercice des plus réjouissantes et se penchent sur la question de savoir que faire du degré de couverture élevé. Augmenter la rémunération des avoirs ? Augmenter les rentes ? Abaisser le taux d'intérêt technique ? Et que signifie au juste l'« inflation » ? Ou peut-être faut-il se méfier de la dernière hausse rapide des valorisations et attendre ?

Retour au présent, dans un environnement totalement différent : la situation géopolitique et économique n'est plus la même. Depuis début 2022, les marchés des actions ont subi de fortes corrections. Dans le même temps, les taux d'intérêt ont augmenté. Le rendement des obligations de la Confédération est redevenu positif pour la première fois depuis plusieurs années, ce qui a entraîné une forte correction des cours des obligations. A cela s'ajoute l'inflation mondiale. Reste à savoir dans quelle mesure celle-ci, ainsi que les taux d'intérêt plus élevés, vont se maintenir.

Les pertes de placement des caisses de pension ont anéanti les revenus de l'année précédente. Le degré de couverture va beaucoup baisser. Mais jusqu'où ? Et est-il possible de

compenser une partie des pertes en modifiant le taux d'intérêt technique ?

## Conditions cadres du taux d'intérêt technique

La recommandation de l'expert en caisse de pension pour la détermination du taux d'intérêt technique dépend de chaque caisse. Mais elle s'appuie au moins sur deux éléments :

- Taux d'intérêt technique financier : le rendement attendu du placement des avoirs en fonction de la stratégie de placement de la caisse, diminué des charges attendues, comme par ex. la constitution de provisions techniques. Le produit restant est disponible pour la rémunération technique. L'évolution attendue de la caisse doit également être prise en compte.

- Limite supérieure du taux d'intérêt technique : le rendement des obligations de la Confédération à dix ans, déterminé fin septembre, a augmenté de 2,50 %. En 2022, ce plafond est désormais de 2,98 %, soit une hausse significative par rapport à l'année précédente (2,17 %). La limite supérieure doit être diminuée pour chaque caisse de pension par des décotes pour risques structurels, en fonction de la base tarifaire utilisée.

Avec les prévisions de rendement actuellement plus élevées et le relèvement de la limite supérieure, la



L'expert en caisse de pension **Roland Schorr** est CEO de Keller Experten AG depuis 2022. Il travaille pour l'entreprise depuis 2005 et est partenaire depuis 2018. Roland Schorr a étudié l'informatique économique et la géographie à l'Université de Zurich.

question se pose de savoir si un taux d'intérêt technique plus élevé pourrait être choisi. Mais toutes les caisses doivent-elles désormais adapter rapidement leur taux d'intérêt technique ?

#### **Détermination du taux d'intérêt technique**

Avant toute chose : il ne peut être exigé que le taux d'intérêt technique soit relevé de manière forfaitaire à la fin 2022. De notre point de vue, l'estimation et le choix du taux d'intérêt technique au sein de la caisse doivent être traités de manière cohérente au fil du temps. Les effets de lissage du degré de couverture générés par le choix opportuniste des paramètres ne sont de toute façon pas admissibles. Deux exemples illustrent la marge de manœuvre :

#### **L'évaluation « plus économique » ...**

Par le passé, plus une caisse a rapidement adapté son taux d'intérêt technique lorsque les prévisions de rendement baissaient, et plus elle s'est dirigée vers une évaluation économique de ses engagements, plus elle est maintenant encline à relever une nouvelle fois son taux d'intérêt technique. Une telle caisse affichait un degré de couverture plus faible et disposait ainsi de moins de marge de manœuvre pour adapter ses prestations, pour augmenter la rémunération des avoirs de vieillesse et pour les taux de conversion – toujours en comparaison avec une évaluation à un taux d'intérêt technique plus élevé. La question de savoir si cette évaluation découle de considérations stratégiques et de l'évaluation financière des risques par le Conseil de fondation,

ou si elle a été imposée par la structure de la caisse, est secondaire. L'important est que cette caisse est en mesure de relever le taux d'intérêt technique, ce qui compense en partie la baisse du degré de couverture. Son degré de couverture est moins volatil, elle semble plus résistante à la crise.

#### **... et l'autre**

En revanche, une caisse qui retardait le moment d'abaisser son taux d'intérêt technique lors d'une baisse des prévisions de rendement a fixé d'autres priorités. Par rapport à l'évaluation économique, le degré de couverture était plus élevé et la caisse pouvait justifier des taux d'intérêt plus attractifs ainsi que des améliorations des performances. Pour la baisse du taux

d'intérêt technique, des provisions techniques ont été constituées sur de longues périodes, et l'on attendait de voir si les produits d'intérêts attendus ne se rétabliraient pas. Formuler une recommandation de baisse du taux d'intérêt technique à long terme tout en mettant immédiatement en œuvre une hausse serait incohérent et signifierait un lissage inadmissible du degré de couverture.

Si une telle caisse a constitué par le passé suffisamment de réserves de fluctuation de valeur et éventuellement des fonds libres, celles-ci se réduisent certes considérablement. Néanmoins, la caisse est susceptible de maintenir sa stratégie de prestations et une sous-couverture est peu probable. En revanche, si elle a distribué rapidement les gains de placement, une phase de rémunérations moins généreuses, voire d'assainissement, peut tout à fait suivre. Il sera particulièrement intéressant de voir comment les institutions collectives actives sur le marché gèrent la situation. Les caisses présentant des risques d'assainissement réduits pourraient actuellement susciter davantage d'intérêt.

#### **Adaptations des rentes**

L'adaptation du taux d'intérêt d'évaluation est pertinente pour décrire la situation financière

de la caisse. Le taux de conversion déterminé en fonction du contexte des taux d'intérêt est cependant décisif pour les rentes des assurés retraités. Les baisses de taux de conversion se justifient certes en partie par l'augmentation de l'espérance de vie, mais surtout par la promesse implicite de taux d'intérêt.

Alors que par le passé, il était souvent question de promesses de taux trop élevées en raison de taux de conversion excessifs, et vu que les nouveaux retraités ne doivent donc pas être pris en compte ou seulement de manière secondaire dans la répartition des rendements, la situation pourrait maintenant changer. La différence entre le taux d'intérêt implicite promis et les rendements obtenus diminue, voire disparaît si les taux de conversion ont été fortement abaissés la dernière fois.

Dans la limite de leurs possibilités financières, les caisses de pension devront de plus en plus se demander comment les bénéficiaires de rentes doivent être impliqués dans le produit des placements – et si elles doivent traiter séparément chaque année de retraite.

En plus de la question du taux d'intérêt contenu dans les promesses de rente, un aspect qui

n'a guère occupé les conseils de fondation ces dernières années revient sur le devant de la scène : l'inflation. Pendant leur durée, les rentes subissent une perte de pouvoir d'achat qui dépasse l'inflation mesurée. Bien que la loi n'impose pas aux caisses de pension de compenser ces pertes, elles sont tenues de les prendre en compte dans les limites de leurs possibilités financières.

Il est clair qu'une adaptation annuelle systématique des rentes à l'évolution des prix peut difficilement être financée à l'avance. Les taux de conversion techniques ainsi calculés sont trop bas. Si l'on souhaite garantir une augmentation annuelle des rentes en cours de 1 %, il faudrait, pour compenser, réduire le taux de conversion de plus de 10 %.

#### **Perspectives**

A l'avenir, le Conseil de fondation devra se pencher davantage sur les prestations de retraite en cours.

Avec le retour de l'inflation et l'obligation pour les caisses d'adapter, selon leurs possibilités financières, les prestations à l'évolution des prix, l'utilisation du produit des placements obtenu devra être à l'avenir plus nuancée.



L'expert en caisse de pension **Flavio Müller** travaille dans la prévoyance professionnelle depuis 2013 et chez Keller Experten AG depuis 2019. Il a étudié les sciences économiques aux universités de Bâle et de Zurich.

Il convient donc de tenir compte de ce qui suit :

- Les rentes en cours ont-elles été correctement calculées au début ? Doivent-elles être augmentées en raison de rendements plus élevés que prévu initialement ? Si oui, à quelle vitesse ?
- Quelles années de retraite ont subi la perte de pouvoir d'achat la plus importante ? Comment la mesurer et dans quelle mesure la compenser ? Combien cela coûtera-t-il à la caisse ?
- Comment les avoirs des assurés actifs doivent-ils être rémunérés ?

La redistribution non systémique des assurés actifs vers les bénéficiaires de rentes avec une promesse de taux d'intérêt technique trop élevé se réduira si les rendements

restent plus élevés à l'avenir. Il est cependant exclu qu'un désavantage actuel des assurés dû à la redistribution soit remplacé par un nouveau en utilisant l'ensemble des produits destinés à compenser l'inflation pour les bénéficiaires de rentes.

Enfin, il convient de tenir compte de la situation et des conditions de sa propre caisse et d'utiliser la souplesse du deuxième pilier au profit de toutes les parties prenantes.

# Economie et marchés financiers

## Estimation de l'évolution de la conjoncture et du marché par la Zürcher Kantonalbank

David Marmet,  
Investment Solutions,  
Zürcher Kantonalbank

### Inflation : le problème numéro un

L'inflation toujours élevée met l'économie et la vie des consommateurs à rude épreuve. L'inflation sous-jacente notamment, révélatrice de la tendance inflationniste, continue d'augmenter dans presque tous les pays industrialisés. Pour l'instant, les entreprises parviennent à répercuter sur les consommateurs finaux l'augmentation des coûts de personnel, d'énergie et de financement. En témoignent les marges bénéficiaires des entreprises américaines, toujours élevées au troisième trimestre 2022. Rien d'étonnant donc à ce que les banques centrales s'en tiennent dans leurs mesures et dans leur rhétorique à la lutte absolue contre l'inflation. Toute autre politique nuirait à leur crédibilité, entacherait leur réputation de garantes de la stabilité des prix et aurait probablement des conséquences négatives plus lourdes pour l'économie à l'avenir. Pour les banques centrales, il est donc essentiel que les prévisions d'inflation à long terme

restent ancrées – autrement dit que les consommateurs et les entreprises s'attendent à voir revenir à moyen terme les taux d'inflation aux valeurs cibles des banques centrales. Pour l'instant elles y réussissent plutôt bien (graphique 1).

### Jusqu'où iront les banques centrales ?

Selon nous, les banques centrales des pays industrialisés devraient poursuivre résolument le resserrement monétaire jusqu'à la fin de l'année. Cependant, plus la politique monétaire est restrictive, plus le temps de la pause, c'est-à-dire de la fin de la hausse des taux, se rapproche. Le gros décalage entre le resserrement de la politique monétaire et son effet sur l'économie réelle et l'inflation – on parle de six à 18 mois au maximum – nécessite une pause et ce, bien avant que l'inflation ne revienne dans la fourchette cible des banques centrales. À défaut, la politique monétaire restrictive risque d'entraîner une profonde récession, inutile pour endiguer l'inflation, avec des dommages macroéconomiques importants. En outre, les banques centrales ne doivent pas perdre de vue la stabilité financière. L'exemple de la Grande-Bretagne nous a ainsi clairement montré comment une hausse rapide et incontrôlée des rendements

obligatoires pouvait mettre en péril la stabilité du système financier. C'est pour cette même raison que les banques centrales verront, à un moment donné, les risques d'un nouveau durcissement de la politique monétaire prendre le dessus. Dans ce contexte, nous considérons que les attentes des marchés financiers quant à la politique monétaire à venir des banques centrales sont surestimées. Ainsi, nous pensons que la Réserve fédérale américaine va marquer une pause à 4,5 % dans les relèvements de taux fin 2022 et que la Banque centrale européenne augmentera le taux de dépôt à un niveau à peine supérieur à 2 % compte tenu de la situation de la dette italienne.

### Détérioration imminente de la situation économique

Les taux d'inflation élevés marqueront le pas au cours des prochains mois. Les prix de l'énergie, des matières premières et du fret, par exemple, ont nettement baissé depuis le milieu de l'année. De plus, les contraintes du côté de l'offre et les problèmes d'approvisionnement, qui datent de la pandémie, se résorbent progressivement.

La baisse de la pression inflationniste sera toutefois essentiellement liée au ralentissement économique imminent. Les indicateurs économiques continuent de se détériorer et pointent largement vers le bas (graphique 2). Par conséquent, la pression sur les salaires et les prix va s'affaiblir. Nous prévoyons que la zone euro et la Grande-Bretagne entreront en récession au quatrième trimestre.

**Graphique 1 : Des prévisions d'inflation toujours bien ancrées**  
**Prévisions d'inflation des marchés financiers (États-Unis, zone euro, Royaume-Uni)**



Sources : Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Au cours des prochains trimestres, les États-Unis se contenteront de frôler la récession, mais uniquement grâce à un marché du travail toujours solide. En Chine, les problèmes structurels du marché immobilier et la poursuite de la stratégie «zéro Covid» pèsent lourdement sur l'économie.

#### **Suisse : situation conjoncturelle étonnamment solide jusqu'à présent**

Malgré toutes ces prévisions alarmistes, l'économie suisse se montre étonnamment robuste. Elle doit toutefois largement cette situation avantageuse à la menace de pénurie d'énergie. La Suisse constitue des stocks par crainte d'un arrêt de la production, tandis que les nouvelles commandes sont en recul. Les principaux indicateurs avancés annoncent cependant aus-

si un ralentissement conjoncturel progressif. Les taux d'inflation suisses devraient repartir légèrement à la hausse cet hiver, d'autant qu'en janvier 2023, les prix élevés de l'électricité apparaîtront pour la première fois dans les statistiques d'inflation. Le risque est moins d'assister à une spirale salaires-prix qu'à une pression inflationniste sur les biens et services épargnés jusqu'ici. Pour contrer cette évolution, la Banque nationale suisse (BNS) a mis fin en septembre à une ère de taux négatifs de presque huit ans. Il ne devrait pas s'agir de la dernière mesure en ce sens dans le cycle de relèvement des taux actuel. Ainsi, la prévision d'inflation conditionnelle de la BNS implique un recul de l'inflation à partir du deuxième trimestre 2023. Vers la fin de l'horizon prévisionnel, l'inflation repart cependant à la

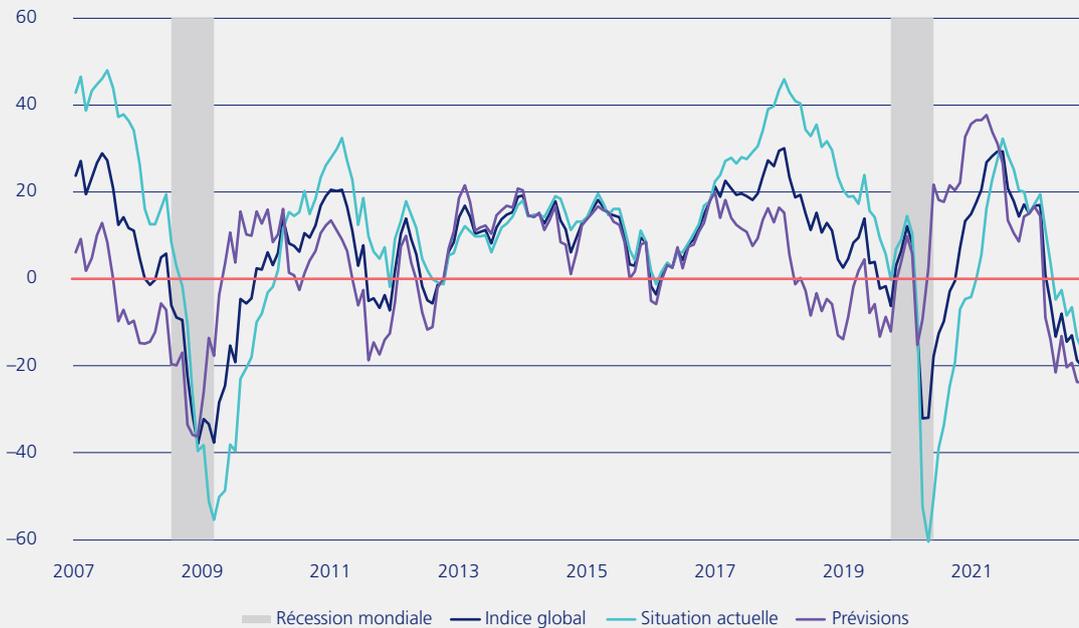
hausse. Nous tablons donc sur le fait que la BNS poursuivra, elle aussi, le resserrement de sa politique monétaire avec la même ardeur et que la prochaine hausse des taux d'intérêt suivra en décembre 2022.

#### **Politique de placement : pas d'extinction des feux en Europe**

Compte tenu de la forte inflation et du durcissement des conditions financières, les risques conjoncturels restent élevés. Le manque de stimulus au niveau des fondamentaux se reflète dans la baisse des rendements obligataires et des valorisations des actions, en particulier sur le marché des actions européen.

Par rapport au trimestre précédent, la catégorie d'actifs Obligations a gagné en attrait. En septembre, nous avons ainsi augmenté la part des

## Graphique 2 : Les indicateurs économiques montrent une dégradation marquée Situation conjoncturelle et prévisions selon l'enquête Sentix



Sources : Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

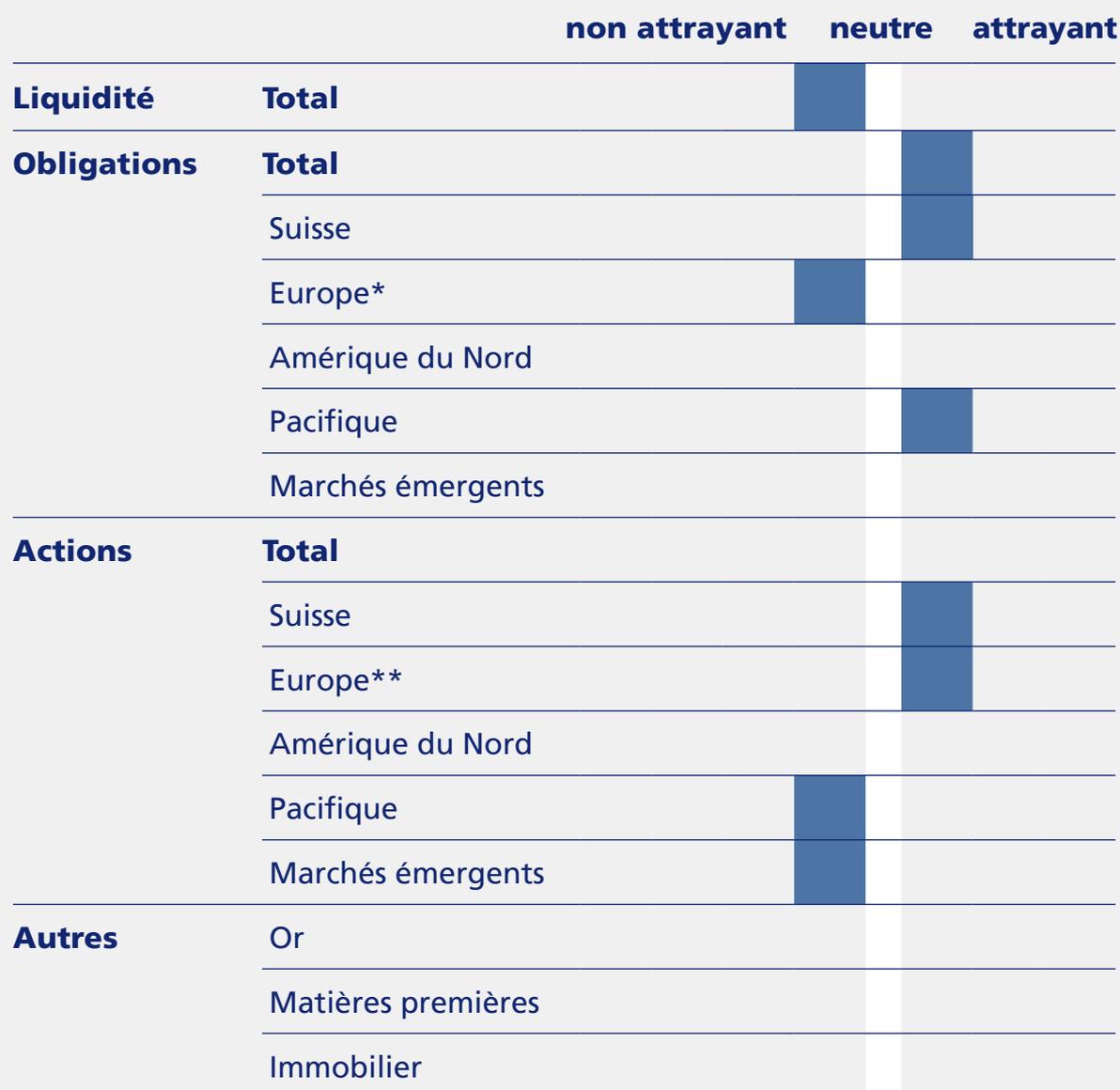
emprunts d'État britanniques en raison des risques de récession en Grande-Bretagne. Les placements présentant une solvabilité élevée restent particulièrement privilégiés dans une phase de ralentissement conjoncturelle. Sur le Vieux Continent, nous préférons donc les obligations CHF défensives aux obligations européennes. Moins soutenue par la politique monétaire, la monnaie canadienne devrait perdre du terrain au profit des investisseurs. C'est pourquoi nous avons réduit la quote-part nord-américaine. Dans l'ensemble, notre positionnement en actions reste neutre. En Europe, jusqu'à présent, les investisseurs ont réagi plus fortement aux risques géopolitiques et au ralentissement conjoncturel qu'à l'évolution des bénéfices supérieure à la moyenne. Par conséquent, l'Europe affiche désormais une nette

décote par rapport aux autres régions. Dans un tel climat de pessimisme, les bonnes surprises potentielles entraînent des fluctuations de cours plus fortes que les mauvaises. Par conséquent, nous augmentons la pondération dans la zone euro, l'Europe étant ainsi désormais légèrement surpondérée. L'économie chinoise est confrontée depuis longtemps à des défis structurels que la nouvelle direction politique ne devrait pas faire disparaître. Cela laisse présager un vent contraire durable pour les actions des pays émergents ; nous réduisons donc notre position dans les pays émergents. Les États-Unis et le Canada sont loin des zones de danger géopolitique. Leur politique monétaire avancée génère cependant des risques économiques plus élevés, de sorte que nous abaissons les États-Unis et le Canada à un niveau « neutre ». En ce qui concerne

l'or, les matières premières et l'immobilier, les opportunités et les risques s'équilibrent. Ainsi, le niveau plus élevé des taux d'intérêt fait souffler des vents contraires sur le marché immobilier. Les fonds immobiliers recèlent non seulement des risques de taux d'intérêt, mais aussi des opportunités après une nette correction des valorisations. La hausse des rendements obligataires et le renforcement du dollar américain ont augmenté les coûts d'opportunité pour l'or. Le métal précieux demeure cependant une couverture contre les risques de stagflation et de géopolitique. Les marchés des matières premières restent tendus. Le ralentissement de la croissance mondiale pèse toutefois sur la demande.

**Découvrez nos prévisions actuelles sur [zkb.ch/blog-anlegen](https://www.zkb.ch/blog-anlegen)**

**Graphique 3 : Estimation de l'attrait des catégories de placement  
(situation au 31.10.2022)**



\* EUR et GBP

\*\* Union économique et monétaire européenne et Royaume-Uni

## Mentions légales

La Zürcher Kantonalbank a préparé cette publication en se basant sur les besoins et les spécificités de placement des institutions de prévoyance suisses. Cette publication a été conçue pour relayer des informations d'ordre général et à des fins publicitaires, et ne s'adresse aucunement aux personnes physiques ou morales étrangères, ou domiciliées à l'étranger. Elle ne constitue ni une offre de conclusion de contrat ni une invitation à soumettre une offre de produits et services. Elle ne constitue ni une offre, ni une recommandation d'achat, de détention ou de vente d'instruments financiers ou d'achat de produits ou de services et ne constitue pas non plus la base d'un contrat ou d'un engagement de quelque nature que ce soit. L'évolution de valeur et les rendements passés ne garantissent pas le succès futur des placements. Les données de performance du fonds affichées ne tiennent pas compte des commissions et frais perçus lors de l'émission et du rachat des parts. Tout investissement comporte des risques, notamment de fluctuation de valeur et de rendement. Les investissements en monnaies étrangères sont soumis aux fluctuations de change.

La présente publication a été établie par la Zürcher Kantonalbank avec la diligence habituellement requise. La Zürcher Kantonalbank ne donne toutefois aucune garantie quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations qui y figurent et décline toute responsabilité pour les pertes découlant de l'utilisation des informations et des opinions (notamment celles liées aux prévisions) qu'elle contient. L'opinion des auteurs invités n'est pas tenue de coïncider avec celle de la Zürcher Kantonalbank. Le présent document peut contenir des informations provenant de sources tierces. Bien que la Zürcher Kantonalbank sélectionne ces informations avec soin, elle ne garantit ni leur exactitude, ni leur exhaustivité. Le présent document n'a pas été rédigé par le service « Analyse financière » au sens des « Directives en vue de garantir l'indépendance de l'analyse financière » publiées par l'Association suisse des banquiers et, en conséquence, n'est pas soumis à ces directives.

Les fonds et les solutions de prévoyance décrits dans la présente publication ne sont pas disponibles pour les « US Persons » telles que définies par les règlements en vigueur (notamment la Règlementation S de l'US Securities Act de 1933).

Les seules sources d'information faisant foi pour l'acquisition de parts de fonds Swisscanto sont les documents actuels sur les fonds (p. ex. conditions contractuelles, prospectus de vente et/ou informations clés pour l'investisseur ou feuilles d'informations de base ainsi que rapports de gestion), disponibles gratuitement sur [www.swisscanto.com](http://www.swisscanto.com), auprès de Swisscanto Direction de Fonds SA, Bahnhofstrasse 9, 8001 Zurich, qui représente les fonds luxembourgeois, ainsi qu'auprès de toutes les agences de la Zürcher Kantonalbank. L'agent payeur en Suisse pour les fonds luxembourgeois est la Zürcher Kantonalbank, Bahnhofstrasse 9, CH-8001 Zurich.

Les seules sources d'information faisant foi pour les placements dans les groupes de placement des Swisscanto Fondations de placement sont les statuts, les règlements, les directives de placement ainsi que les prospectus éventuels de Swisscanto Fondation de placement ou de Swisscanto Fondation de placement Avant. Ces documents peuvent être obtenus gratuitement auprès de Swisscanto Fondations de placement, Bahnhofstrasse 9, 8001 Zurich.