



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



www.ppcmetrics.ch

Utilisation des notations de crédit par les institutions de prévoyance

Un instrument important de la gouvernance

Comment les caisses de pensions peuvent-elles utiliser les notations de manière optimale et quelle fonction les notations ne peuvent-elles pas remplir ?

En raison de leurs caractéristiques de placement, les obligations jouent un rôle central dans la gestion actif-passif des institutions de prévoyance suisses.

Les principales caractéristiques de placement des obligations sont le risque de taux d'intérêt, le risque de crédit et, pour les emprunts en devises étrangères, le risque de change.

Lors de l'étude de règlements ou de contrats, nous constatons régulièrement que ceux-ci peuvent être améliorés en termes d'utilisation de notations de crédit. Dans cet article, nous montrons quelles sont les tâches des ratings pour la gestion et la surveillance du risque de crédit et quelles sont les fonctions qu'ils ne peuvent pas remplir. Dans l'encadré, vous trouverez une liste de contrôle des éléments à prendre en compte lors de l'utilisation de notations.

Notations dans le règlement de placement

Les titres représentent un ensemble de risques d'investissement. D'une part, l'évolution de la valeur d'une obligation à taux fixe dépend de la croissance économique, de l'inflation et de la politique monétaire. Ce sont des facteurs qui concernent en principe toutes les obligations. D'autre part, la situation individuelle du débiteur est pertinente pour l'évolution de ces obligations. Alors que le rendement pour les investisseurs de l'obligation est limité même en cas d'évolution positive de l'entreprise sur la durée de l'obligation, une perte totale peut survenir dans un cas extrême en cas de défaut de paiement du débiteur. En particulier pour les obligations d'entreprise à faible solvabilité, il est facile de mettre en

évidence un lien avec les actions de cette entreprise.

Pour définir la stratégie de placement, il est important de répartir les risques concentrés dans les différents titres en catégories de placement individuelles et d'éviter autant que possible les risques qui se recoupent. Les notations sont un instrument utile pour identifier les obligations présentant un risque élevé pour les entreprises et les séparer des autres obligations.

Dans la pratique, les obligations notées «investment grade» sont réputées être celles qui présentent un risque d'action plus faible en raison d'une solvabilité plus élevée du débiteur. Les notations de crédit sont en outre appropriées pour fixer une solvabilité minimale pour les contreparties de portefeuilles de comptes ou de produits dérivés. Pour des raisons opérationnelles, il peut être opportun d'exclure la banque dépositaire de la solvabilité minimale.

En recourant aux notations, un conseil de fondation peut ainsi ancrer dans le règlement de placement des directives sans équivoque concernant la solvabilité des débiteurs et gérer les chevauchements entre les obligations et le marché des actions.

Ratings lors de la mise en œuvre de la stratégie de placement

En tant que partie du mandat, les directives de placement sont l'instrument central permettant de donner des instructions aux gestionnaires de fortune internes ou externes. Celles-ci ne devraient pas être en contradiction avec le règlement de placement et être suffisamment claires pour qu'en cas de plusieurs

mandats attribués, il en résulte des portefeuilles similaires.

En outre, deux défis importants doivent être relevés. Premièrement, toutes les obligations ne sont pas notées par une agence officielle. Notre analyse (voir graphique) de plusieurs centaines de portefeuilles institutionnels montre que la part moyenne d'obligations non notées est de 0.7 %, mais qu'elle varie fortement de 0 à bien plus de 20 % pour les portefeuilles des marchés émergents. Dans ce cas, il est recommandé d'obliger un gestionnaire de fortune à établir une notation de crédit interne pour les titres non notés.

Le deuxième défi est la gestion des titres dont la notation a été abaissée en

Liste de contrôle pour l'utilisation des ratings

- Existe-t-il des prescriptions claires en matière de notation pour les emprunts à taux fixe?
- Un indice de marché est-il prédéfini pour les obligations? Si oui, celui-ci répond-il à l'exigence de notation ou existe-t-il des contradictions?
- Existe-t-il des directives pour les obligations non notées? Un délai est-il défini en cas de rétrogradation?
- Existe-t-il une notation minimale pour les contreparties et celle-ci correspond-elle aux conditions actuelles du marché? Pour des raisons opérationnelles, il peut être opportun d'exclure la banque dépositaire de la notation minimale.
- Les exigences en matière de notation sont-elles identiques ou plus restrictives dans les contrats que dans le règlement de placement?
- Existe-t-il des exigences de notation au sein des placements collectifs?

dessous du niveau minimum. S'il existe un négoce, il est possible de fixer par contrat une vente qui ménage le plus possible le marché. Un délai maximal de 90 jours est approprié. S'il n'y a pas de négoce régulier ou si un titre est en faillite (default), la marge de manœuvre est limitée.¹ Dans les trois cas, le titre est exclu de l'indice de référence (souvent au dernier prix négocié), mais il fait toujours partie du portefeuille.

L'analyse de crédit est essentielle

Ces exemples montrent l'importance de l'analyse de crédit dans la gestion de portefeuille, car les notations n'existent pas pour tous les titres et les agences de notation ne prévoient pas les événements négatifs.

Une analyse de crédit de qualité vise à vendre un titre avant qu'il ne soit dégradé par les agences de notation, en se basant sur les informations actuelles du marché (p. ex. les variations des spreads de crédit) et les analyses des entreprises. En s'appuyant sur une analyse de crédit fondée, un gestionnaire de fortune peut également justifier le maintien d'une obligation dans le portefeuille, par exemple pour les titres dont la durée résiduelle est courte. Dans ce cas, une dérogation aux directives peut être autorisée temporairement. Le conseil de fondation peut déléguer cette compétence à un comité de placement.

¹ Il convient de noter que les déclassements peuvent se multiplier, notamment en période de turbulences sur les marchés, ce qui peut rendre la vente des titres correspondants encore plus difficile.

La qualité de l'analyse de crédit devrait donc être un critère de sélection des gestionnaires de fortune. En cas d'événements importants, il est recommandé d'inviter le gestionnaire de fortune à une revue de performance. Cela vaut aussi bien pour les portefeuilles actifs que pour les portefeuilles indexés, étant donné qu'en raison du nombre élevé de titres, une réplification complète de l'indice de référence n'est pas possible ou pas appropriée et qu'une sélection de titres doit donc également être effectuée pour les mandats passifs.

Les notations de crédit sont donc un instrument important de la gouvernance, mais ne constituent pas une panacée contre les pertes d'investissement. Les notations ne remplacent en aucun cas l'analyse de crédit dans la gestion de fortune.

Les notations dans le contrôle des investissements

Enfin, il est important pour le conseil de fondation de mettre en place une surveillance de l'activité de placement qui permette une évaluation neutre et objective de la performance des placements au niveau approprié. Cela comprend d'une part le contrôle du respect du règlement de placement et des directives de placement (contrat avec le gestionnaire de fortune). Sur la base de ces contrôles, il est possible d'identifier les violations des directives par le gestionnaire de fortune. Les notations servent ici de mesure univoque, c'est-à-dire que différentes entreprises chargées du contrôle parviennent au même résultat.

D'autre part, c'est un bon test pour une organisation de placement qui fonc-

TAKE AWAYS

- Les notations permettent de délimiter l'univers de placement en matière d'obligations.
- La gestion des déclassements et des titres non notés constitue un défi pour la définition du portefeuille d'obligations.
- L'analyse de crédit reste un instrument indispensable dans la gestion des obligations.
- Un bon reporting permet de surveiller l'activité de placement et d'identifier les facteurs à l'origine d'une surperformance ou d'une sous-performance.

tionne que de savoir si le succès des placements peut être décomposé clairement et sans équivoque en décisions prises à chaque étape de la chaîne de création de valeur. Comme nous l'avons mentionné au début, les placements à revenu fixe se composent en premier lieu de risques de taux d'intérêt, de crédit et de change, ce qui signifie qu'un gestionnaire de fortune peut s'écarter de l'indice de référence sur ces points. Si un gestionnaire prend durablement plus de risques de crédit que l'indice de référence, il oriente systématiquement le portefeuille vers cette prime de risque. À l'aide d'un modèle factoriel pour les obligations, il est possible d'évaluer si un éventuel rendement excédentaire par rapport au benchmark a pu être obtenu avec des primes de risque connues ou grâce aux capacités individuelles du gestionnaire d'actifs. |

Oliver Kunkel
Luca Tonizzo

Eigenins

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

