

## Hausse des taux obligataires : Quelles conséquences pour l'épargne d'entreprise ?

La présente synthèse a été inspirée par la table ronde de l'*Observatoire EPS GALEA* sur la « **Hausse des taux obligataires : quelles conséquences pour l'épargne d'entreprise ?** » qui s'est tenue le 22 septembre 2022. Nous remercions tout particulièrement pour leurs contributions :

- **Grand Témoin Entreprise: Ludovic Zappellini – SANEF –** Responsable Rémunérations et Avantages Sociaux
- **Pierre Barral – NATIXIS IM –** Responsable de la gestion Multi Asset
- **Julien Moutier – GROUPAMA AM –** Directeur des Gestions Obligataires
- **Florence Prévot, CFA – HSBC AM –** Gérante de fonds diversifiés
- **Christophe Granjon, CFA - AMUNDI -** Responsable Gestion Epargne Salariale & Retraite

Après plus de 25 ans de baisse, voire plus récemment de niveaux négatifs, les taux obligataires ont rapidement remonté ces derniers mois, entraînant des performances négatives sur les fonds obligataires parfois importantes. Quels impacts sur l'épargne d'entreprise, tant sur les fonds que sur l'actif général des assureurs ? Comment communiquer auprès des salariés quand parfois, toutes les solutions d'investissement proposées, monétaire, obligations, actions affichent des performances négatives ? Quel impact de l'inflation ? Comment font les gérants ? Quelles décisions prendre pour l'investissement de son épargne ? Quels impacts pour les gestions pilotées de PER ?...

### La situation des marchés financiers en 2022

Le premier semestre de l'année 2022 a été particulièrement mouvementé sur les marchés financiers et ce sur toutes les grandes classes d'actifs. **La situation est particulièrement inédite, les indices obligataires de la zone Euro n'ont jamais connu une baisse d'une telle ampleur en un seul semestre.** Il s'agit d'un changement de régime majeur par rapport à ces 10 dernières années, qui se fait dans un temps extrêmement court.

Plusieurs inquiétudes ont entraîné des répercussions majeures sur le comportement des investisseurs.

Le **retour de l'inflation** qui a d'abord été perçue comme transitoire s'est montré en fait comme étant un phénomène plus important et plus durable.



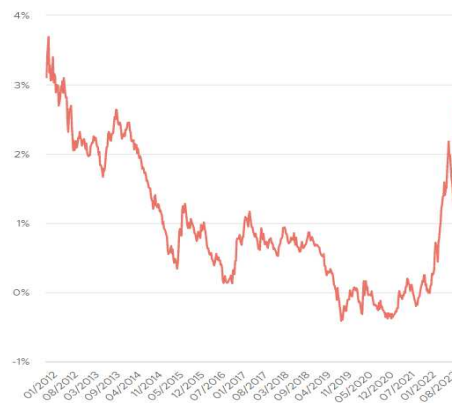
Taux d'inflation France (IPC – source : INSEE)

## Hausse des taux obligataires : Quelles conséquences pour l'épargne d'entreprise ?

La prise de conscience a été renforcée par le déclenchement de la **guerre en Ukraine**. C'est un bouleversement géopolitique majeur avec des répercussions sur le long terme, mais aussi avec un renchérissement du prix des matières premières (alimentation, énergie...).

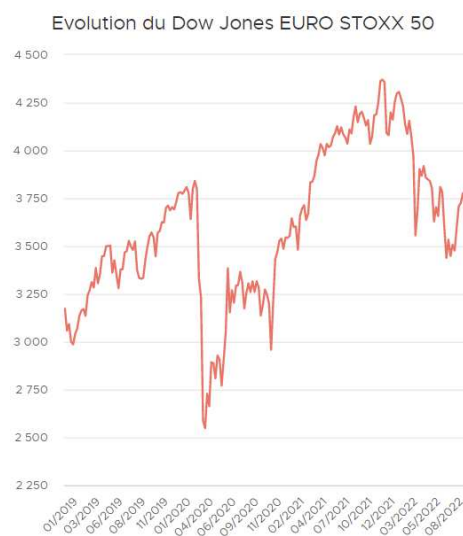
On a également assisté à un **revirement des politiques monétaires des banques centrales** (US et Europe). Elles sont rappelées à leur rôle de maintien de la stabilité des prix. Elles mettent désormais tout en œuvre pour durcir les conditions financières et freiner la demande, au risque de casser la croissance.

**La classe d'actif obligataire a été particulièrement pénalisée**. Les obligations classiques à taux fixe souveraines ou émises par des entreprises ont souffert de la remontée des taux d'intérêts (liée à l'inflation et au changement de politique monétaire des banques centrales).



Taux d'intérêt de l'Etat français à 10 ans (source : Banque de France)

Quelles que soient les zones géographiques, **les actions ont aussi souffert**. Du fait d'une baisse de la demande liée notamment aux craintes de récession et à la baisse du pouvoir d'achat des ménages et également des craintes sur la soutenabilité des marges (hausse des prix des matières premières, capacité à faire passer ces hausses de prix...). De plus, la forte remontée des taux pénalise la valorisation de certaines composantes (valeurs de croissance).



L'indice européen perd 15% sur les 9 premiers mois de 2022

## *Hausse des taux obligataires : Quelles conséquences pour l'épargne d'entreprise ?*

Au final, **seules les matières premières ont tiré leur épingle du jeu**. Cependant, les supports d'épargne entreprise ne peuvent généralement pas être directement investis dans ce type d'actifs. Les matières premières ont toutefois permis à certains secteurs ou thématiques actions de connaître de meilleures fortunes (ex : secteurs des ressources de bases, de l'énergie...)... **entraînant parfois une sous-performances de certains fonds ISR**.

**D'un point de vue « Macro »** nous vivons actuellement un **scenario de Stop and Go entre reflation et stagflation**. La hausse des prix, les tensions géopolitiques en Europe, les goulets d'étranglement en Chine et la normalisation des politiques monétaires pèsent sur les anticipations de croissance à venir.

**Les anticipations d'inflation à long terme sont revenues à niveaux proches de ceux visés par les banques centrales** des deux côtés de l'Atlantique. A court terme les niveaux d'inflation demeurent très élevés (autour de 9.5% en Europe et 8.5% aux US pour un atterrissage fin 2022 au-dessus de 8% et 7% respectivement en zone euro et aux US). La boucle prix-salaires est en marche aux Etats-Unis et commence à s'amorcer en Europe, faisant courir un risque élevé d'inflation de second tour auto-entretenu.

Dans ce contexte, **les politiques monétaires au sein des principaux pays développés sont entrées en mode de normalisation après de nombreuses années de politiques particulièrement accommodantes**. A cet effet, les banques centrales disposent de deux principaux leviers, que sont les hausses des taux d'intérêt et l'arrêt des achats faisant croître leur bilan (maintien du bilan en zone euro et réduction de celui-ci aux US).

**Pendant de nombreuses années, du fait des taux négatifs et de la disparition de la notion de risque du marché obligataire, on a assisté à une course aux rendements effrénée**. Les acteurs financiers et les investisseurs ont accepté des risques qu'ils ne seraient jamais allés chercher auparavant. On a alors perdu la notion de risque et on est allé chercher des niveaux de rendements extrêmement faibles.

On assiste actuellement à un **ajustement du marché obligataire**. La remontée soudaine et durable de l'inflation a obligé les banques centrales à changer leur fusil d'épaule en matière de politique monétaire car l'inflation détruit progressivement la valeur de l'argent et abaisse les pouvoirs d'achat. Les banques centrales ont donc décidé brutalement d'arrêter d'injecter des liquidités et en même temps de remonter leurs taux directeurs (ceux auxquels le système financier prête et emprunte de l'argent à la banque centrale). L'objectif théorique étant d'équilibrer le niveau des taux avec celui de l'inflation (taux réel neutre).

**Quand on investit dans un fonds obligataire, on prête son argent** à des entreprises (obligations du secteur privé) ou à l'état (obligations souveraines) la plupart du temps à un taux fixe. Plus votre emprunteur est risqué, plus ce taux est élevé. Lorsque les taux remontent, le prix des obligations que vous détenez indirectement via votre fonds obligataire va baisser pour s'ajuster aux nouvelles conditions car le même émetteur devra emprunter à un taux supérieur s'il devait émettre la même obligation. **Par conséquent, dans les périodes de hausse des taux, les fonds détenant beaucoup d'obligataire (fonds « prudents ») voient leur valeur baisser**.

Malgré ce contexte défavorable, **des opportunités d'achats sur les marchés obligataires pourraient bientôt se dessiner**. Il est intéressant de noter qu'il faut compter environ deux trimestres pour que les taux décidés par une banque centrale aient un effet en réel sur l'économie.

Cependant, à court terme les banques centrales ne vont pas assouplir leurs politiques monétaires, par conséquent le marché obligataire va rester très volatil.

## *Hausse des taux obligataires : Quelles conséquences pour l'épargne d'entreprise ?*

### Les impacts selon les types de fonds obligataires

Dans l'univers obligataire, on distingue **2 principaux types de fonds**. Les fonds investissant sur les **dettes souveraines** et ceux privilégiant les émissions d'**entreprises privées** (de plus ou moins bonne qualité).

Dans la majorité des cas, la performance de ces fonds dépendra de l'évolution des taux d'intérêt. Lorsque que les taux d'intérêt progressent, la valorisation des obligations à taux fixe diminue, afin d'ajuster le rendement actuariel des obligations existantes par rapport aux nouvelles conditions de marché.

Dans le contexte actuel, la particularité de la période que nous vivons réside dans **la re-corrélation de l'écart de rendement des émissions privées (crédit) avec les niveaux de taux souverains**. Historiquement, dans un contexte de hausse de l'aversion pour le risque, les spreads de crédit évoluent en sens inverses de celui des taux souverains. Ces derniers agissant ainsi comme une assurance de portefeuille. **Aujourd'hui, les taux remontent sous l'effet de la hausse des anticipations d'inflation et de la normalisation des politiques monétaires**. Le repricing des taux entraîne un effet de dépréciation des émissions crédit. En conséquence, **il existe peu d'endroits où se « cacher » au sein de l'univers obligataire**.

Il existe le cas particulier des **emprunts indexés à l'inflation**. **C'est probablement le seul actif financier qui permet de profiter directement de l'inflation réalisée**. Avec ce type d'obligation, on récupère cette indexation à l'inflation réalisée, le cours et le coupon de ces obligations sont indexés à un coefficient qui dépend directement de l'inflation réelle. Si l'on choisit une obligation indexée à l'inflation **de maturité courte**, on réduit le risque de taux en plus d'être présent sur une inflation courte, observée actuellement. Ceux-ci permettent de limiter l'impact de la hausse des taux via une durée faible, tout en profitant de l'indexation à l'inflation courante.

### Comment un gérant obligataire fait-il ses prévisions sur l'évolution des taux ?

Il s'agit d'un exercice difficile qui évolue dans le temps. Ce qui définit historiquement les niveaux de taux est la politique de la banque centrale, la forme de la courbe et la prime de risque.

Ce sont **les actions des banques centrales** qui ont majoritairement influencés le niveau des taux durant ces 10-15 dernières années. Se documenter sur la politique de ces banques centrales permet ainsi de mieux appréhender ce phénomène.

### L'impact sur la gestion pilotée de l'épargne retraite

**La gestion pilotée est un mode de gestion qui laisse à la société de gestion la mission de sécuriser progressivement le capital investi au fur et à mesure que le souscripteur s'avance vers l'âge de la retraite**. Plus le départ à la retraite est lointain, plus la part risquée du portefeuille (investie en actions) est importante. Plus le départ à la retraite est proche, plus la part du portefeuille investie en actifs moins risqués (produits monétaires et obligataires) devient importante.

Cette déformation du portefeuille vers moins d'actifs risqués en fonction de l'âge **n'est pas à remettre en question et reste tout à fait pertinente**. Les grilles d'allocation qui accompagnent cette évolution en désensibilisant le portefeuille aux actifs risqués alors que l'âge de la retraite approche ne sont donc pas à remettre en question.

## *Hausse des taux obligataires : Quelles conséquences pour l'épargne d'entreprise ?*

Néanmoins, une fois ce constat posé, des modifications / adaptations sont nécessaires et il existe aujourd'hui deux cas très concrets :



### 1. Les changements de régime

Lors de changement de régime tel que nous le vivons aujourd'hui c'est-à-dire la fin d'une très longue période de politique monétaire expansionniste avec des taux négatifs et le retour à une inflation beaucoup plus élevée peut s'accompagner de changements plus structurels. **Un « pilotage » plus fin peut s'avérer nécessaire.**

C'est ce qu'a fait une société au sein de ses allocations stratégiques obligataires en donnant une plus large part aux actifs sensibles à la thématique inflation comme les obligations indexées sur l'inflation.

Par ailleurs, une fois le poids actions et obligations définis par la grille d'allocation, le rôle du gérant est également de faire évoluer le portefeuille en fonction de ses marges de manœuvre et en fonction des évolutions micro et macroéconomiques.

A titre d'exemple, cette dernière société a été fortement exposés aux actions industrielles et plus généralement aux actions cycliques en début d'année puis a progressivement désensibilisé le portefeuille à cette thématique avec les signes de ralentissement de la croissance économique.

Autre exemple du côté obligataire, avec un allègement des positions sur les obligations privées les plus risquées en début d'année alors même que la politique monétaire de la Banque Centrale Européenne annonçait l'arrêt de son soutien aux obligations privées, pour retourner vers les obligations d'Etat moins risquées.

### 2. Les nouvelles thématiques stratégiques liées à l'investissement durable et à la décarbonation.

Un autre point, moins lié à la situation économique en soit, mérite d'être souligné. Il s'agit de toutes les nouvelles mesures réglementaires liées à la décarbonation et à l'investissement responsable. Ces nouvelles mesures offrent des opportunités de croissance soutenues par une grande partie des intervenants de marchés (les institutions, les Etats, les objectifs de climats mondiaux...). Nous ne pouvons pas ignorer cette thématique de long terme qui correspond à une demande forte, et une préoccupation croissante de la société. Aussi, nous devons l'intégrer de façon durable au sein de nos allocations.

### Quelles perspectives sur les Fonds en € en épargne retraite assurantielle ?

Après une baisse continue des niveaux de taux de d'intérêt depuis plus de 30 ans (contexte de hausse des taux, alimenté par une inflation importante), cela rebat les cartes des perspectives de rendements des différents fonds Euro.

Les actifs qui permettent aux assureurs de servir les rendements dans ces contrats en Euro sont principalement des obligations (environ 85%), majoritairement des obligations d'Etat. Ces obligations ne sont pas valorisées dans le bilan des assureurs à la valeur de marché mais à un **coût historique**.

Par conséquent, plusieurs facteurs entrent en considération de façon hétérogène selon les types de contrats :

- **La durée des portefeuilles de chaque assureur** (autrement dit l'échéance moyenne des obligations détenues)
- **Le rythme des « flux »** (entrées / sorties des investisseurs) comparativement aux encours

Il existe différents types de contrats sur le marché. On distingue 2 grandes familles :

- **Le cas des fonds Euro mixte Assurance-Vie individuelle & Retraite :**

Généralement « **paquebots** » d'investissement des assureurs français, ils représentent parfois plus de 200 milliards d'actifs. Ils sont utilisés tant pour porter les engagements en Euro des contrats d'assurance-vie et de retraite. La durée de ces contrats est souvent assez courte (5/6 ans), cette contrainte est liée à la liquidité à assurer sur les contrats (= plus de 95% des engagements).

Dans un contexte de baisse des taux, ces fonds Euro souffrent. Leurs homologues dédiés à la retraite du fait d'un taux de rotation plus important contraint à réinvestir sur des niveaux de rendements obligataires plus bas. Dans un contexte de remontée des rendements, le niveau de rotation devient un avantage : il permet de renouveler les échéances sur des niveaux de coupons plus attractifs.

- **Le cas des fonds Euro dédié aux dispositifs de retraite :**

Ces contrats ont une **durée supérieure (12/14 ans)**, ce qui leur a permis de servir des taux supérieurs. Les plus-values latentes sur la poche taux sont importantes. Dans un contexte de hausse des taux, cette inertie devient un handicap du fait d'un taux de rotation des titres obligataires deux fois moins rapide.

Ce propos est à pondérer en raison de la taille souvent plus modeste de ces fonds Euro. Par ailleurs, si l'on considère que ces fonds Euro sont en phase de croissance, ces nouvelles souscriptions permettront de compenser en partie ces taux de rotation plus faibles.

Enfin, n'oublions pas le système de **provision pour participation aux bénéfices**. Il permet aux assureurs de ne pas systématiquement distribuer l'ensemble des bénéfices à chaque fin d'exercice mais de le provisionner afin de le distribuer ultérieurement.

D'après le rapport de l'ACPR 2021, il y a 5.4% de provision pour participation aux bénéfices en moyenne. Ces provisions constituent un matelas qui permettra d'atténuer les effets de marché négatifs cette année à l'heure actuelle.

### **Comment bien communiquer sur ce sujet auprès des salariés ?**

La plupart des salariés n'ont pas pris la mesure du renversement des marchés financiers, la communication sur l'épargne salariale étant le plus souvent quasi-inexistante ou peu suivie. L'enjeu est multiple. Il faut enseigner les bases en termes d'épargne salariale, notamment lors des campagnes Intéressement/Participation. On doit répéter les messages, tout en offrant une communication dépassionnée/clinique.

Il ne faut pas sur-réagir dans un contexte de crise, il est important de garder la tête froide : il s'agit de donner des clefs de lecture aux collaborateurs en temps utiles, sans les accompagner dans leurs décisions. Il faut également insister lourdement sur le fait qu'il s'agit d'épargne, il faut donc considérer des résultats à moyen/long terme, sauf cas particuliers.

Au-delà de la nécessité pour les opérateurs de poursuivre l'optimisation de toute la pédagogie mise en ligne à disposition des épargnants, il faut aussi prendre en compte la nécessité de sortir des schémas classiques avec des communications annuelles (pendant les campagnes I/P, à l'occasion des conseils de surveillance, lors de la transmission d'un BSI) qui ne sont plus suffisantes en 2022. La complexité des dispositifs et l'actualité variable d'un mois sur l'autre nécessite une communication plus régulière, moins dense, ludique qui permet d'acculturer plus facilement et plus rapidement les épargnants en leur donnant le bon niveau d'infos, les bons réflexes, etc.

### **Comment bien former et accompagner les entreprises ?**

Les gérants de portefeuille se doivent de communiquer de façon précise auprès des salariés qui leur confient leur épargne. Et cette communication doit aller au-delà d'un simple compte-rendu de stratégies de portefeuille et de performances lors d'un conseil de surveillance.

Il faut une communication plus régulière et plus ludique. Cette communication est nécessaire à la fois pour les salariés titulaires d'un compte d'épargne salariale, mais également pour leurs représentants désignés dans les instances comme les conseils de surveillance des FCPE. Il est en effet important qu'ils exercent leurs mandats dans les meilleures conditions, qu'ils comprennent le travail du gérant et représentent au mieux les porteurs de part.

Cela peut passer par :

- Des documents clairs sans jargon
- Des points approfondis en dehors des conseils de surveillance sur des thématiques clés
- Une formation sur les outils principaux de la gestion d'actifs et dans ce cadre nous devons penser autrement

A titre d'exemple, une société qui a reçu des demandes de la part des personnes représentant les porteurs de parts et les entreprises de bénéficier de formations. Une idée a germé dans leur esprit et ils ont décidé de lancer « CréaFonds », le premier « hackathon » de l'épargne salariale. Il s'agit d'un dispositif stimulant et interactif permettant aux acteurs de l'épargne salariale de renforcer leur expertise, de développer leur connaissance des fonds afin de mieux exercer leur rôle. Dans cette formation innovante, les participants apprennent (ou revoient) par exemple le fonctionnement des instruments financiers des différentes classes d'actifs et les effets de la diversification, des notions clés qui sont particulièrement utiles pour la lecture des mouvements actuels des marchés financiers !