

Protéger les gains

Une approche dynamique axée sur le passif dans un marché post-pandémie



Les derniers trimestres ont été extrêmement difficiles pour de nombreux gestionnaires de portefeuille nord-américains. Les rendements des portefeuilles 60/40 (simples) en 2022 n'avaient plus été aussi bas depuis 2008, tant aux États-Unis qu'au Canada. En outre, les hausses de taux d'intérêt se sont largement poursuivies en 2023 et le rendement des actions a été décevant et a récemment commencé à baisser.

Ces vents contraires auront toutefois été nettement moins préoccupants pour les portefeuilles gérés avec pour objectif principal de financer des obligations futures (régimes de retraite, portefeuilles d'assurance, fonds de pension, fondations, etc.). Leurs gestionnaires se soucient davantage du rapport entre l'actif de ces portefeuilles et la valeur des passifs futurs. Toutefois, comme la hausse des taux d'intérêt a considérablement réduit la valeur actuelle de ces obligations futures, la situation financière globale des actionnaires s'est considérablement améliorée.

Appels à l'action en matière de solvabilité

Le rapport Mercer Pension Health Pulse sur la santé financière des régimes de retraite - qui suit le ratio de solvabilité des régimes de retraite dans sa base de données - montre une amélioration considérable, en particulier au cours des dernières années. Autrement dit, les régimes de retraite canadiens sont mieux capitalisés aujourd'hui que ce qu'ils ont pu être par le passé. À la fin du deuxième trimestre de 2023, on estimait que 85 % des régimes dans la base de données de Mercer affichaient un excédent de capitalisation selon l'approche de solvabilité (c.-à-d. que leurs actifs étaient supérieurs à leurs passifs futurs actualisés). En moyenne, les régimes affichaient une capitalisation excédentaire de près de 20 %, autrement dit un renversement massif au cours des trois dernières années.

Auteur



William (Bill) Moriarty Conseiller principal

Outre son rôle de conseiller auprès du RPIA, Bill est actuellement fiduciaire du Healthcare of Ontario Pension Plan (HOOPP) et président du comité actif-passif. Il est également administrateur de Canadian Overseas Investment Ltd., président du conseil de la MSK Charitable Foundation, président du conseil consultatif des fonds Invesco Canada et président du comité d'examen indépendant d'Invesco Canada.

Bill était auparavant président, chef de la direction et co-chef des placements de l'University of Toronto Asset Management Corporation (UTAM). Il a également occupé le poste de vice-président de RBC Marchés des Capitaux.

Sur le plan de la solvabilité, les régimes de retraite canadiens ont une capitalisation excédentaire de 18 % en moyenne

Ratio actif/passif des régimes de retraite



Source : Mercer. Données en date du 30 juin 2023. Index utilisé pour le graphique = Indice sur la santé financière des régimes de retraite. La base de données contient des renseignements sur près de 500 régimes de retraite au Canada, dans tous les secteurs, y compris les secteurs public, privé et sans but lucratif. Les renseignements des différents régimes de retraite dans la base de données sont mis à jour chaque fois que ces régimes font l'objet d'une évaluation actuarielle.

La surcapitalisation des régimes de retraite présente un intérêt limité, mais leur sous-capitalisation a des conséquences négatives évidentes. Une situation de surcapitalisation, l'incertitude macroéconomique actuelle et les taux de rendement des obligations d'État à 10 ans les plus élevés depuis 2007 forment une combinaison qui doit inciter les gestionnaires de régimes à peaufiner leur stratégie de placement axée sur le passif pour protéger leurs gains.

Segmentation du portefeuille des régimes de retraite

Les stratégies de placement traditionnelles visent uniquement à générer un taux de rendement précis au moyen d'une composition d'actifs diversifiée axée sur le rendement. En comparaison, une approche tenant compte du passif (ou axée sur le passif) se concentre aussi explicitement sur l'amélioration de la relation entre la valeur des actifs du portefeuille et la valeur actuelle des passifs actuels et futurs. Une telle approche repose habituellement sur deux catégories d'actifs : l'une axée sur le rendement et l'autre sur la couverture du passif.

L'objectif de la première catégorie consiste à offrir un rendement à long terme supérieur au taux d'actualisation du passif. La seconde peut également procurer un certain rendement, mais son rôle principal est de maintenir des caractéristiques de risque semblables à celles des passifs du régime. L'objectif est de minimiser les risques susceptibles d'affecter de manière significative la différence entre la valeur de l'actif et celle du passif, en particulier les risques liés aux fluctuations des taux d'intérêt et à la volatilité du marché. En d'autres termes, le rôle de la couverture est de minimiser la volatilité de la surcapitalisation du régime.

La panacée n'existe pas

Pour investir en fonction du passif, il n'existe pas de « bonne » manière de faire, et les régimes doivent être particulièrement attentifs aux différents besoins de leurs adhérents, en plus d'une foule d'autres considérations. Un processus de gestion de placements adéquat ne peut faire l'impasse sur l'analyse périodique (surtout lorsque les taux d'intérêt évoluent). L'élaboration minutieuse d'une stratégie de placement axée sur le passif peut être divisée en trois étapes clés :

Comprendre les besoins des adhérents

Les besoins individuels des adhérents varient en fonction de l'évaluation à la valeur de marché des passifs à couvrir, de l'état du régime, de l'appétence au risque, de l'inflation, du coût des services courants, des taux de cotisation, etc. Bien qu'il soit impossible de reproduire fidèlement l'évolution d'un flux de passif actualisé à un coût raisonnable, l'examen de ces considérations aidera à déterminer les proportions désirables de répartition aux actifs recherchant le rendement et aux actifs de couverture du passif.

Définir les objectifs et la composition du portefeuille

La capitalisation devrait être le principal facteur déterminant l'intention et la composition d'un portefeuille de couverture du passif. Pour les régimes à faible capitalisation, la taille relative de cette composante peut être modérée, avec davantage d'accent sur une couverture efficace du risque global de taux d'intérêt des passifs. Les régimes bien capitalisés peuvent quant à eux chercher à synchroniser étroitement leur durée et celle du taux clé des passifs.

Toutefois, au-delà du niveau de capitalisation, des considérations similaires à celles indiquées ci-dessus aideront également à déterminer les catégories d'actifs à utiliser pour couvrir le passif. Par exemple, un régime à forte aversion au risque peut couvrir le passif exclusivement avec des obligations d'État et provinciales, tandis qu'un régime à faible aversion au risque peut recourir à des obligations de sociétés et à certaines stratégies de crédit privé. Ces facteurs seront également pris en compte pour décider de la manière de mettre en œuvre ces placements (par exemple, directement ou au moyen de superpositions de dérivés de taux d'intérêt).

La couverture dynamique de la sensibilité aux taux d'intérêt : à ne pas laisser sans surveillance

Compte tenu des taux d'intérêt actuels, il est intéressant de commencer par comparer la sensibilité estimative du régime à de légères variations des taux d'intérêt (passif DV01¹) avec une estimation de la sensibilité aux taux d'intérêt des actifs détenus à des fins de couverture du passif (couverture DV01). Cela permet aux gestionnaires de réévaluer le ratio de couverture cible souhaité (le ratio des deux DV01) et d'évaluer ensuite la stratégie de placement globale par rapport à ce ratio.

¹DV01 est une mesure de la variation du prix, en dollars, d'une variation d'un point de base des taux d'intérêt.

Le rôle des stratégies de crédit actives

Jusqu'à récemment, le ratio de couverture cible de la plupart des régimes était inférieur à 100 %, ce qui signifie qu'il était impossible de couvrir de façon significative la sensibilité aux taux des passifs. Toutefois, compte tenu des taux d'intérêt actuels, nous pensons qu'il est logique d'augmenter le ratio de couverture cible en ajoutant une exposition aux titres à revenu fixe au portefeuille.

De plus, nous recommandons aux promoteurs de régimes d'accroître leur exposition aux titres à revenu fixe en investissant dans des stratégies à gestion active axées sur les obligations de sociétés. Les stratégies de ce type peuvent répondre aux besoins de couverture du passif, tout en offrant un rendement supérieur à celui des stratégies à gestion passive ou des stratégies axées uniquement sur les obligations d'État et les obligations provinciales. Elles permettent d'« atténuer le choc » lorsque les promoteurs de régimes réduisent leur répartition aux stratégies axées sur le rendement. La prime de risque de crédit et la gestion active offrent un potentiel de rendement supplémentaire et d'alpha. Dans la catégorie des stratégies d'obligations de sociétés gérées activement, les promoteurs de régimes ont à leur disposition tout un éventail d'approche pour répondre aux besoins spécifiques de leur régime.

Le bon moment pour optimiser une approche axée sur le passif

Les périodes d'adversité sont généralement créatrices d'occasions, et le contexte actuel ne fait pas exception. L'évolution des taux d'intérêt est difficile à prévoir, surtout en période de forte incertitude politique. Les régimes canadiens sont mieux capitalisés aujourd'hui que ce qu'ils ont pu être par le passé. De plus, nous constatons que les actifs à revenu fixe de grande qualité affichent leur meilleur potentiel de rendement en près de quinze ans, et offrent une diversification et des avantages en matière de couverture du passif qui bénéficieront aux investisseurs en cas de récession. Dans un tel contexte, il nous semble qu'un repositionnement stratégique des portefeuilles en prévision d'un monde à taux d'intérêt élevés est des plus opportuns.

N'hésitez pas à contacter un membre de l'équipe clients institutionnels de RPIA si vous souhaitez en savoir plus sur le rôle que peuvent jouer les stratégies Crédit actif dans le cadre d'une approche axée sur le passif.

Renseignements importants

RP Investment Advisors LP (« RPIA ») fournit les renseignements figurant dans les présentes à titre informatif seulement. Ils ne tiennent pas lieu de conseils financiers, juridiques, comptables ou fiscaux, de conseils de placement ou autres, et personne ne devrait utiliser ce contenu ou s'y fier à cet égard sans obtenir les conseils professionnels appropriés. Ils proviennent de sources jugées fiables, bien que leur exactitude ou leur exhaustivité ne soit pas une garantie; RPIA n'assume aucune responsabilité ou obligation de quelque nature que ce soit en les fournissant. Des modifications peuvent être apportées aux renseignements fournis et RPIA n'est aucunement tenue de communiquer les révisions ou les mises à jour des renseignements présentés. Sauf indication contraire, tous les renseignements proviennent de RPIA. Les renseignements présentés ne constituent pas le fondement d'une offre ou d'une sollicitation d'achat ou de vente de titres. Les produits et services de RPIA ne sont offerts que dans les territoires où ils peuvent être légalement offerts et aux investisseurs qui y sont admissibles en vertu des règlements applicables. Les « énoncés prospectifs » reposent sur des hypothèses formulées par RPIA à l'égard de ses opinions et stratégies de placement dans certaines conditions de marché et sont assujettis à un certain nombre de facteurs atténuants. La conjoncture économique et les conditions du marché sont susceptibles de changer, ce qui peut avoir une incidence importante sur les événements futurs réels et, par conséquent, sur les points de vue de RPIA, sur le succès des stratégies prévues par RPIA ainsi que sur sa ligne de conduite réelle.



RPIA

39 Hazelton Avenue
Toronto (Ontario)
M5R 2E3

www.rpia.ca

Requêtes générales : +1-647-776-1777

Services aux investisseurs : 1-647-776-2566