



## Stratégies d'investissement 2015

# Solutions pratiques pour réduire les risques : la durée des éléments d'actif et le risque de taux d'intérêt

La capitalisation des régimes de retraite s'est grandement améliorée depuis la crise du crédit de 2008; les régimes de retraite doivent maintenant faire face à la possibilité d'une période plus longue de rendements modestes sur leurs placements, de faibles taux d'intérêt et de volatilité accrue sur les marchés de capitaux. Dans un tel contexte, plusieurs promoteurs et fiduciaires de régimes à prestations déterminées (PD) reconnaissent la nécessité de revoir leur politique de placement pour désormais mieux soutenir les objectifs à long terme de leurs régimes de retraite.

Parmi les importants moteurs de rendement et de volatilité du provisionnement des régimes de retraite, on note la durée des éléments d'actif (et sa contrepartie, le risque de taux d'intérêt), la diversification du risque lié aux actions et les structures de portefeuille comme sources de rendement. (Pour un examen plus approfondi de la diversification du risque lié aux actions et des structures de portefeuille d'actions, veuillez vous reporter à notre article intitulé *Solutions pratiques pour réduire les risques : les stratégies d'actions à faible volatilité*.) La réduction des risques, dans une démarche globale d'investissement guidé par le passif (IGP), vise à atténuer plusieurs des facteurs de risque auxquels un régime de retraite est généralement exposé et à préserver les gains au titre de la capitalisation. Elle offre aussi une occasion aux promoteurs et aux fiduciaires des régimes de considérer une gamme beaucoup plus large de stratégies d'investissement accessibles dans les marchés mondiaux.

Le présent article s'attardera à la durée des éléments d'actif et en particulier, à la façon la plus efficace de gérer l'asymétrie des positions de taux d'intérêt entre l'actif et le passif d'un régime. Nous soutenons qu'il est important d'abaisser le risque dans ce cas particulier, quel que soit le contexte de taux d'intérêt, et nous présentons des méthodes pratiques pour mettre en œuvre les décisions stratégiques.

### Contexte

Trois décennies de recul des taux de rendement obligataires ont permis d'affirmer que la pérennité d'un régime de retraite à PD est influencée par les asymétries entre l'actif et le passif du régime. Plus simplement, la baisse des taux d'intérêt fait augmenter la valeur marchande du passif du régime. Comme l'actif du régime n'est pas aussi vulnérable aux fluctuations des taux d'intérêt, sa valeur marchande n'augmentera donc pas avec la même ampleur, entraînant des

déficits de capitalisation. Ces derniers doivent être corrigés en compensant par les rendements d'autres placements ou par des cotisations supplémentaires. Dans les cas extrêmes, les sommes nécessaires à la capitalisation peuvent dépasser le salaire annuel des employés; le régime de retraite devient ainsi le plus gros gouffre financier d'une entreprise, et aussi son plus grand risque.

### Quantifier l'exposition nette d'un régime au risque de taux d'intérêt

L'un des moyens de quantifier le degré de symétrie entre l'exposition au risque de taux d'intérêt de l'actif et celle du passif d'un régime est le ratio de couverture du risque de taux d'intérêt du régime. Le ratio de couverture mesure dans quelle proportion un changement du passif du régime sera couvert par un changement de son actif dû aux fluctuations des taux d'intérêt. Plus le ratio de couverture est élevé, plus la symétrie est grande et moins les fluctuations des taux d'intérêt influenceront la capitalisation du régime.

Par exemple, un ratio de couverture de 100 % (un concept théorique) signifierait qu'un changement de la valeur du passif découlant des fluctuations des taux d'intérêt serait égal au changement correspondant de la valeur de l'actif. Autrement dit, toute variation des taux d'intérêt (prévue ou non) n'aurait aucun effet sur la valeur de l'actif par rapport à celle du passif.

La figure 1 montre le calcul du ratio de couverture d'un régime qui détient 40 % d'obligations à long terme. Dans cet exemple, le ratio de couverture calculé est de 35 %, ce qui signifie que lorsque le passif change de 100 \$ sous l'effet d'une variation des taux d'intérêt, le changement de l'actif ne serait que de 35 \$.

Figure 1 : Calcul du ratio de couverture

(A) Part de titres à revenu fixe	40 %
(B) Durée des titres à revenu fixe	14 ans
(C) Taux de capitalisation	93 %
(D) Durée du passif	15 ans
Ratio de couverture du risque de taux d'intérêt (A×B×C)/D	35 %

### Arguments en faveur de la réduction des risques

Le degré d'exposition net au risque de taux d'intérêt présent dans de nombreux régimes laisse croire que les promoteurs et fiduciaires de ces régimes sont très fermement convaincus du niveau futur des taux d'intérêt<sup>1</sup>.

Si le ratio de couverture d'un régime est de 35 %, par exemple, les promoteurs de ce régime s'attendent manifestement à une hausse des taux d'intérêt. Si leur prédiction s'avère, la capitalisation du régime s'améliorera à coup sûr; par contre, le régime est largement exposé au risque d'une hausse des taux d'intérêt, qu'elle se produise ou non, ou qu'elle survienne beaucoup plus tard<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Puisqu'un gestionnaire actif de titres à revenu fixe participe aux marchés des taux d'intérêt à toute heure chaque jour, notre limite à l'égard de l'asymétrie des taux d'intérêt dans les portefeuilles de nos clients par rapport à leur indice de référence respectif est habituellement d'un an ou deux.

<sup>2</sup> Vous trouverez à l'annexe une analyse plus détaillée des rendements obligataires dans un contexte de taux d'intérêt stables ou en hausse.

Selon notre estimation, vu l'incertitude des prévisions des taux d'intérêt futurs, l'ampleur du risque d'asymétrie observée dans de nombreux régimes n'est pas suffisamment compensée par les rendements supérieurs prévus.

La façon la plus courante d'accroître le ratio de couverture d'un régime consiste à étendre la durée du portefeuille ou d'augmenter la position globale des titres à revenu fixe, ou les deux à la fois. Ces deux mesures relativement simples ont été au nombre de la plupart des décisions stratégiques des promoteurs de régimes, au cours des dernières années. Vu leur mise en œuvre assez peu complexe, pourquoi plusieurs régimes conservent-ils encore des ratios de couverture faibles? Les investisseurs les justifient le plus souvent par leur inquiétude à l'égard d'une hausse des taux d'intérêt qui aurait pour effet de « bloquer » un coût élevé pour la couverture de ce risque.

Cette crainte est compréhensible vu le contexte actuel des taux d'intérêt, mais nous encourageons généralement les promoteurs de régimes à prévoir une politique de durée cible de l'actif et à mettre en œuvre des décisions stratégiques assez rapidement, pour les raisons suivantes :

- **Capacité et volonté d'acceptation du risque** : certains régimes de retraite représentent un coût important pour le promoteur, et ne peuvent donc accepter un degré élevé d'asymétrie entre l'actif et le passif, dans le cas où les prévisions concernant les taux d'intérêt se révèlent incorrectes.
- **Coûts économiques et risque de regrets** : à défaut de relever le ratio de couverture à 100 %, la sensibilité aux fluctuations des taux d'intérêt de la plupart des régimes demeure de courte durée par rapport à leur passif et ils profiteront donc quand même d'une éventuelle hausse des taux, mais dans une moindre mesure. En revanche, si les taux baissent, le risque auquel le régime fait face est moindre. Il est important de considérer le risque possible en fonction du rendement, lorsqu'on définit une exposition appropriée à ce facteur de risque, indépendamment des prévisions de taux d'intérêt.
- **Le compromis risque/rendement est asymétrique** : la convexité des taux force le résultat final à la baisse et cet effet est encore plus prononcé dans un contexte de faibles taux d'intérêt. Cela signifie que la détérioration du provisionnement du régime qui résulte d'un recul des taux de 50 points de base est plus grande que l'amélioration du provisionnement qui découle d'une hausse des taux de 50 points de base.
- **Valeur de renonciation** : si les taux d'intérêt demeurent bas longtemps, une position de durée courte entraînerait une perte accumulée sur des obligations à plus longue durée qui, avec le temps, peut devenir importante. En outre, réduire le risque de taux d'intérêt génère une occasion d'augmenter les parts attribuées à d'autres sources de revenus plus prévisibles et plus faciles à gérer (par exemple, réduire le risque de taux d'intérêt et intégrer un plus grand risque de crédit). On néglige souvent cette possibilité dans l'analyse de la politique de durée d'un régime.

La prochaine section du présent article décrira une méthode de mise en œuvre d'un programme de réduction du risque qui équilibre le positionnement à long terme du régime avec les problèmes de mise en place à court terme, une stratégie que l'on définit comme une trajectoire d'ajustement progressif.

### L'approche selon une trajectoire d'ajustement progressif

D'un point de vue stratégique à long terme, il est difficile de réfuter les mérites de l'élimination du risque de taux d'intérêt. Cependant, le moment choisi pour la mise en œuvre peut poser un problème pour une foule de raisons, principalement à cause de l'inquiétude des promoteurs de régimes quant à la direction des taux d'intérêt. Restructurer immédiatement la répartition de l'actif du régime pour atteindre un ratio cible de couverture à long terme n'est pas idéal, alors qu'une trajectoire d'ajustement progressif du risque demeure une stratégie de mise en œuvre viable.

On peut définir de façon formelle une trajectoire d'ajustement progressif comme une stratégie dynamique de répartition d'actif qui vise à réduire *graduellement* le risque au fil du temps en fonction de déclencheurs préétablis. Dès que les déclencheurs sont activés, l'asymétrie entre l'actif et le passif (le ratio de couverture) diminue. Cette stratégie présente de multiples avantages; elle permet en particulier d'équilibrer le positionnement stratégique grâce à une mise en œuvre tactique. Voici d'autres avantages :

- **Cadre décisionnel objectif** : la réduction des risques devient une décision stratégique formelle en matière d'investissement qui dépend de circonstances préétablies à la fois logiques et tangibles.
- **Réduit le risque à un moment précis** : la réduction du risque se fait progressivement en fonction de déclencheurs préétablis, atténuant efficacement le risque de décision inopportune ou de décision mise en doute.
- **Évite l'inaction** : l'élaboration et la mise en œuvre de la trajectoire d'ajustement progressif constituent une façon de s'engager formellement à réduire le risque, soutenue par un processus systématique qui en assurera la réalisation. Il s'agit d'un contraste marqué avec les affirmations courantes qui traduisent le désir de réduire le risque, mais seulement plus tard, si une situation plus favorable se présente, des circonstances qui sont souvent vaguement définies, puis redéfinies et qui finalement ne surviennent jamais.
- **Gère le risque de regrets** : personne ne veut revenir sur une décision regrettée. Une trajectoire d'ajustement progressif fait abstraction des émotions et nous rappelle constamment les objectifs à long terme de gestion des risques, même quand nous sommes distraits par des bruits à court terme.

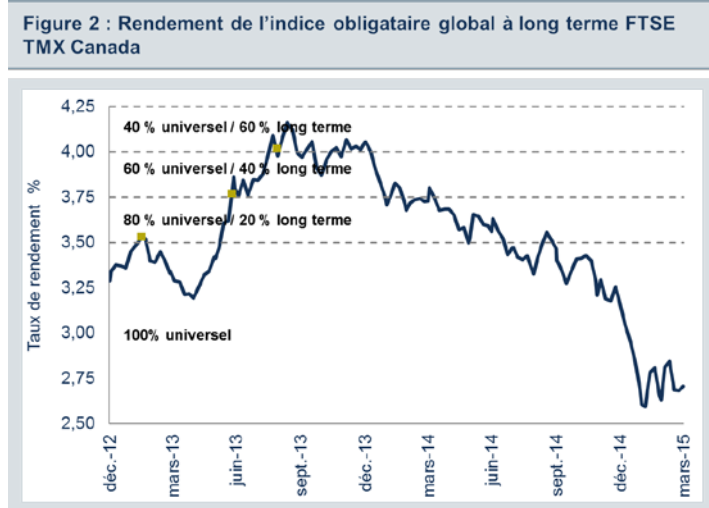
### ***Éléments de conception et de mise en œuvre d'une trajectoire d'ajustement progressif efficace***

Comme dans le cas d'une solide stratégie de placement, une bonne trajectoire d'ajustement progressif sera adaptée à la situation et aux objectifs du promoteur du régime, en tenant compte notamment de l'échéance du régime, de sa situation, de sa capitalisation et de sa tolérance au risque. De plus, la mise en œuvre est aussi essentielle que la personnalisation, puisqu'une exécution inappropriée pourrait annuler tous les avantages d'une trajectoire d'ajustement progressif bien conçue. Voici brièvement les principaux enjeux dont il faut tenir compte au moment d'adopter une telle stratégie :

- ***Déterminer clairement la situation finale du régime*** : la situation à la fin de la trajectoire d'ajustement progressif devrait refléter les objectifs stratégiques du promoteur du régime. Elle prend habituellement la forme d'une viabilité économique à long terme (régimes ouverts) ou d'une fermeture du régime (régimes fermés ou gelés), et sera généralement associée à un profil de risque qui appuie mieux l'objectif à long terme souhaité du régime.
- ***Seuils déclencheurs appropriés*** : les déclencheurs qui dicteront le processus de réduction du risque devraient être cohérents avec les objectifs finaux. Les déclencheurs les plus courants sont les niveaux des taux d'intérêt, les écarts de taux d'intérêt, la capitalisation, l'échéance du régime et le temps. Certains de ces déclencheurs peuvent être plus ou moins appropriés, selon la situation particulière de chaque régime. Par exemple, si on n'utilise que des taux de rendement comme déclencheurs, on n'obtiendra aucune réduction du risque si les taux d'intérêt n'atteignent pas un niveau précis. Si le promoteur est très motivé à réduire le risque, les déclencheurs sous forme de temps pourraient être plus appropriés.
- ***Distance entre les déclencheurs et fréquence de contrôle*** : la distance entre les déclencheurs et la fréquence du suivi sont des considérations pratiques très importantes. Si les échelons entre les déclencheurs sont trop petits, la trajectoire d'ajustement progressif pourrait induire un grand nombre de transactions inutiles, entraînant des coûts de transaction excessifs. À l'opposé, si les échelons sont trop grands, on peut passer à côté d'excellentes occasions de récolter de petits gains.
- ***Cadre de gouvernance formel*** : une politique soigneusement pensée et un plan de réduction du risque ne servent à rien si l'exécution du plan ne tient pas compte des risques pertinents de façon appropriée. Il est primordial de tracer les grandes lignes et de consigner un processus formel qui régit la façon dont sera exécutée la trajectoire d'ajustement progressif, de même que la reddition des comptes à chacune des étapes de l'exécution.

### Illustration d'une trajectoire d'ajustement progressif en action

La figure 2 illustre le comportement d'une trajectoire d'ajustement progressif suivant la baisse des taux d'intérêt au cours des deux dernières années. Ce type particulier de trajectoire d'ajustement progressif pourrait convenir à un régime visant à augmenter son ratio de couverture, mais seulement après que les taux de rendement aient atteint des niveaux avec lesquels le promoteur peut sans crainte accroître la durée.



Le premier semestre de 2013 a été caractérisé par une tendance haussière considérable des taux d'intérêt. Par conséquent, la trajectoire d'ajustement progressif aurait déclenché trois étapes de réduction du risque et le portefeuille de titres à revenu fixe serait passé de 100 % d'obligations de l'indice universel à 40 % de ces obligations et 60 % d'obligations à long terme. Cependant, à compter de septembre 2013, les taux d'intérêt ont connu une baisse assez constante, et donc aucun autre déclencheur n'aurait été activé.

En raison de la baisse des taux d'intérêt amorcée en septembre 2013, une bonne partie des gains engrangés par les régimes de retraite grâce à la baisse de valeur de leur passif a été effacée. C'est précisément dans ce type de situation du marché qu'une trajectoire d'ajustement progressif peut se révéler une stratégie d'investissement très efficace. Si les taux grimpent de façon constante, la trajectoire d'ajustement progressif permettra au régime d'obtenir le portefeuille final souhaité sans trop sacrifier de rendement, parce que la réduction du risque s'est faite graduellement. Par contre, si les taux baissent après une réduction partielle du risque, comme ce fut le cas en 2014, le régime sera en meilleure position pour compenser les effets d'une valeur du passif plus élevée sur la capitalisation, et la trajectoire d'ajustement progressif aura atténué l'incidence néfaste d'une telle baisse. Par conséquent, en l'absence de certitude absolue quant à la direction future des taux d'intérêt, la trajectoire d'ajustement progressif devient un compromis raisonnable entre une perte plus grande et une baisse peu souhaitable.

### Conclusion

La position de capitalisation des régimes de retraite s'est nettement améliorée depuis quelques années grâce à de solides rendements sur les placements et de nouvelles contributions financières. Aborder le risque de taux d'intérêt, dont l'ampleur demeure considérable pour de nombreux régimes, constitue l'un des principaux facteurs stratégiques que doivent considérer les promoteurs et fiduciaires de régime pour favoriser la viabilité à long terme de leur régime de retraite.

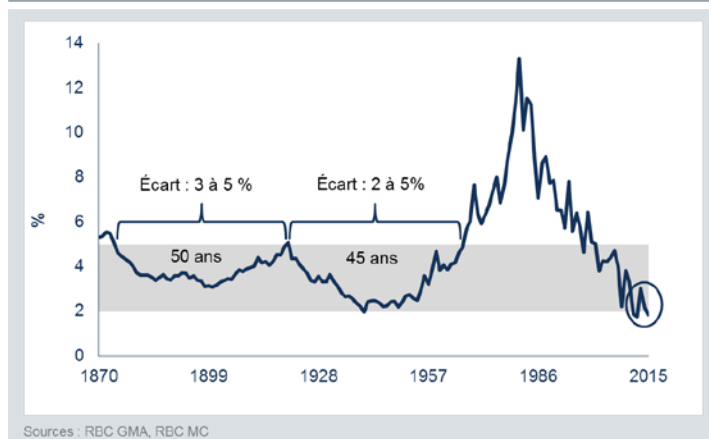
Les taux d'intérêt frôlant des creux historiques, la réticence à accroître la part de titres à revenu fixe et la durée des portefeuilles de titres à revenu fixe est compréhensible. Une trajectoire d'ajustement progressif réduit cependant le risque de taux d'intérêt de façon graduelle, chaque fois que certains déclencheurs sont activés. Ceux-ci sont généralement établis en fonction de la situation finale du régime que l'on souhaite obtenir et ils correspondent à des moments où le risque assumé génère de moins en moins de rendement et où la situation du marché est plus favorable. Pour les régimes de retraite, une trajectoire d'ajustement progressif constitue donc un moyen de s'engager dans une réduction du risque et de gérer en même temps le risque de regrets associé au moment choisi pour la mise en œuvre.

Aujourd'hui, le degré de risque net de taux d'intérêt est encore présent dans plusieurs régimes de retraite, de même que la possibilité qu'entraîne la réduction du risque d'accroître les occasions d'investissement dans le portefeuille du régime; ce sont là des motifs convaincants pour réduire le risque de taux d'intérêt, en dépit de la faiblesse actuelle des taux d'intérêt.

## Annexe : La faiblesse ou la hausse des taux d'intérêt empêche-t-elle de réduire le risque?

La figure 3 montre l'évolution historique du rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans<sup>3</sup>. Le rendement de ces obligations a atteint un sommet en 1981 et connaît un déclin depuis ce moment, faisant radicalement augmenter la valeur marchande du passif des régimes de retraite. Avec des taux qui tournent autour de creux historiques, plusieurs promoteurs de régime craignent un « blocage » des pertes passées et hésitent donc à réduire le risque de taux d'intérêt. Par contre, comme c'est le cas dans toute décision à prendre dans l'incertitude face à l'avenir, on doit toujours considérer un compromis entre le risque et le rendement.

Figure 3 : Rendements historiques des obligations du Trésor à 10 ans



On peut soutenir que le risque lié au moment choisi pour mettre en œuvre un programme de réduction du risque est compensé par la récompense associée à une stabilité accrue du régime et à un profil de risque plus viable, malgré le contexte actuel. Nous appuyons ce point de vue pour deux raisons. D'abord, la politique de réduction du risque d'un régime ne doit pas être dictée par des contraintes de temps qui dépendent de résultats incertains des marchés financiers – certains régimes de retraite représentent un risque bien trop grand pour les activités commerciales d'un promoteur et constituent un enjeu qui doit être abordé indépendamment des taux d'intérêt actuels. Ensuite, il est nécessaire de considérer une prévision de hausse des taux d'intérêt dans un contexte signifiant et à la lumière du *niveau* et du *moment* de cette hausse.

Revenons à la figure 3 pour examiner *jusqu'à quel niveau* les taux d'intérêt peuvent grimper. Sur les 145 années illustrées par le graphique, le rendement des obligations du Trésor à 10 ans a oscillé entre 3 et 5 %, la plupart du temps. Ceci pourrait laisser croire que la progression des taux d'intérêt de 1968 à 1981, en période de stagflation et d'agitation géopolitique, et pendant le recul qui a suivi les sommets atteints, était hors norme par rapport aux 95 années précédentes. En fait, nous ajouterions que le niveau « normal » de rendement des obligations du Trésor à 10 ans (tant américaines et canadiennes) se situe autour de 4 %<sup>4</sup>. Au 31 mars 2015, le rendement des

<sup>3</sup> Les taux d'intérêt américains donnent le ton aux taux d'intérêt canadiens et nous estimons que cette tendance se poursuivra. Nous analysons donc les données sur les taux d'intérêt américains en raison de leur passé plus long.

<sup>4</sup> Le taux estimatif de 4 % est basé sur une analyse de plusieurs facteurs différents, dont le passé, le lien entre les taux d'intérêt et des facteurs économiques comme l'inflation, la démographie et la productivité, de même que le contexte économique actuel. Pour de plus amples renseignements, veuillez consulter la publication *Repères économiques : estimation d'un taux « normal »* (novembre 2013) qui peut être obtenue en version électronique ou papier en écrivant à [institutions@phn.com](mailto:institutions@phn.com)



obligations du gouvernement du Canada à 10 ans était de 1,36 %<sup>5</sup>; une hausse des taux d'intérêt d'environ 2,5 % serait réaliste.

Voyons maintenant *quand* les taux d'intérêt pourraient grimper. Le taux prévisionnel sur cinq ans de l'obligation à 10 ans au 31 mars 2015 était d'environ 2,2 %, soit seulement 0,8 % de plus que le taux de rendement actuel. Ceci suggère que les taux d'intérêt monteront lentement jusqu'à leur niveau d'équilibre de 4 %, sans doute d'ici quelques années. Par conséquent, l'incidence des pertes en capital découlant d'un recul des prix des obligations s'étalerait sur une période plus longue, atténuant les conséquences sur la variation annuelle de la capitalisation d'un régime.

Lorsque nous abordons les questions *jusqu'à quel niveau* et *quand* les taux d'intérêt grimperont probablement, afin de dresser un scénario qui prévoit de façon logique et probable la direction des taux d'intérêt, nous estimons que la décision de ne pas réduire le risque paraît beaucoup moins séduisante.

---

Pour de plus amples détails, veuillez communiquer avec votre gestionnaire de portefeuille institutionnel PH&N GP, ou composez le 1 855-408-6111 ou encore écrivez-nous à [institutions@phn.com](mailto:institutions@phn.com).

---

---

<sup>5</sup> Source : Banque du Canada.

**VANCOUVER**

Waterfront Centre, 20<sup>e</sup> étage  
200, rue Burrard  
Vancouver (Colombie-Britannique)  
V6C 3N5 Canada  
T 604-408-6000

**TORONTO**

22<sup>e</sup> étage  
155, rue Wellington Ouest  
Toronto (Ontario)  
M5K 3K7 Canada  
T 416-974-2710

**MONTRÉAL**

6<sup>e</sup> étage, aile Nord  
1, Place Ville-Marie  
Montréal (Québec)  
H3B 1Z5 Canada  
T 514-876-1256

---

Ce document est fourni par Phillips, Hager & North gestion de placements (PH&N GP) à titre d'information uniquement; il ne peut être reproduit, distribué ou publié sans le consentement écrit de PH&N GP. Il ne constitue pas un avis professionnel et ne doit en aucun cas être considéré comme tel.

PH&N GP prend des mesures raisonnables pour offrir des informations qu'elle considère comme à jour, exactes et fiables, au moment de mettre sous presse. L'information obtenue de tiers est considérée comme digne de foi, mais aucune représentation ou garantie, expresse ou implicite, n'est faite par PH&N GP, ses sociétés affiliées ou toute autre personne quant à leur exactitude, leur intégralité ou leur bien-fondé. Nous déclinons toute responsabilité quant à des erreurs ou des omissions, quelles qu'elles soient. Les points de vue et opinions exprimés dans le présent document sont ceux de PH&NGP et peuvent changer sans préavis. Cette information ne doit pas être considérée comme une offre ou une sollicitation pour la vente ou l'achat de titres ni pour se prévaloir ou s'inscrire à des services.

Ce document peut contenir des déclarations prospectives relatives à des facteurs économiques en général qui ne garantissent pas le rendement futur. Les déclarations prospectives comportent des incertitudes et des risques inhérents, et donc les prédictions, prévisions, projections et autres déclarations prospectives pourraient ne pas se réaliser. Nous vous recommandons de ne pas vous fier indûment à ces déclarations, puisqu'un certain nombre de facteurs importants pourraient faire en sorte que les événements ou les résultats réels diffèrent considérablement de ceux qui sont mentionnés, explicitement ou implicitement, dans une déclaration prospective. Toutes les opinions contenues dans les déclarations prospectives sont sujettes à changement sans préavis et sont fournies de bonne foi, mais sans responsabilité légale.

PH&NGP est une division de RBC Gestion mondiale d'actifs Inc., une filiale indirecte en propriété exclusive de la Banque Royale du Canada.

® / MC Marque(s) de commerce de la Banque Royale du Canada. Utilisées sous licence.

© RBC Gestion mondiale d'actifs Inc., 2015. Date de publication : 28 avril 2015 IC1505297

