

Débarrassez-vous de votre boule de cristal – les taux d'intérêt futurs ne sont pas aussi importants que ce que vous pensez



Les prédictions concernant une remontée possible des taux d'intérêt font fréquemment la manchette des médias financiers, mais elles sont la plupart du temps erronées.

Depuis la crise financière de 2008, les banques centrales du monde entier ont mis en œuvre des mesures d'assouplissement quantitatif et d'autres formes de politiques monétaires pour stimuler la croissance et maintenir les taux des obligations d'État à un bas niveau, de sorte qu'il est particulièrement difficile de déterminer quand les taux remonteront et à combien leur hausse se chiffrera. Et c'est sans compter le fait que, même si les banques centrales décidaient de remonter les taux, la seule donnée sur laquelle elles auraient un contrôle direct serait le taux de financement à un jour. Rien ne garantit que les taux à long terme en feraient autant, et ce sont eux qui comptent pour les régimes de retraite.

D'après notre expérience, et malgré le caractère hautement imprédictible des taux d'intérêt, de nombreux promoteurs de régimes à prestations déterminées (PD) canadiens sont convaincus que les taux ne peuvent que remonter. Résultat, ils jouent les attentistes en réduisant au minimum les nouveaux placements dans des titres à revenu fixe et en maintenant la durée de leurs titres à revenu fixe existants en deçà des engagements de leur régime. Beaucoup le font en laissant leur portefeuille de titres à revenu fixe aligné sur l'indice obligataire universel FTSE® TMX Canada.

Au fil des ans, cette stratégie s'est avérée coûteuse pour certains promoteurs puisque les taux d'intérêt ont continué de baisser au lieu de remonter. Il est maintenant de plus en plus fréquent de parler de taux d'intérêt «bas à long terme» ou même négatifs (comme nous l'avons vu dans certains pays d'Europe et au Japon) plutôt que d'envisager une hausse imminente.

Ne serait-il pas formidable de disposer d'une stratégie de placement qui ne forcerait pas les promoteurs de régime à parier sur la variation future des taux d'intérêt?

Nous croyons que c'est exactement ce qu'offre une stratégie d'investissements guidés par le passif (IGP) – un niveau de provisionnement qui demeure stable dans diverses conditions futures de taux d'intérêt, et la possibilité pour les promoteurs de régime d'arrêter d'essayer de prédire l'avenir pour se concentrer sur leurs activités principales.

Notre analyse montrera qu'il faudrait une hausse importante des taux d'intérêt pour justifier une approche attentiste. De plus, nous utiliserons les données passées pour illustrer le fait que, même si la Banque du Canada augmentait le taux de financement à un jour, cela n'entraînerait pas nécessairement une hausse des taux à long terme.

Jetons ensemble un coup d'œil à cette stratégie prudente qui peut aider les promoteurs de régime à gérer les risques associés à leur régime de retraite.

L'avenir de votre régime repose-t-il sur un portefeuille d'IGP?

Pour illustrer les avantages potentiels d'une stratégie d'IGP, prenons l'exemple hypothétique des engagements à l'égard des retraités d'un régime PD, et comparons deux approches possibles.

À propos du régime

- Les engagements à l'égard des retraités ont une durée de dix ans.
- Les prestations ne sont pas indexées.
- La principale préoccupation du régime est le provisionnement de solvabilité.
- Le taux d'actualisation était de **2,69 %** au 30 juin 2016.

Indice obligataire universel FTSE® TMX Canada

Commençons par regarder les caractéristiques sur le plan du rendement si l'actif servant au provisionnement des engagements à l'égard des retraités est placé de façon à reproduire l'indice obligataire universel FTSE® TMX Canada – une stratégie que de nombreux promoteurs de régime ont employée au cours des dernières années. Comme vous pouvez le voir dans le tableau 1 ci-dessous :

- L'actif du régime ne suit pas le rythme du taux d'actualisation.
- La disparité sur le plan du rendement est de **0,92 %** chaque année.

Si cette disparité se maintient, nous prédisons que le ratio de provisionnement du régime diminuera de près de **5 %** au cours des cinq prochaines années, uniquement en raison de ce manque à gagner.

Portefeuille d'investissements guidés par le passif

À titre comparatif, construisons un portefeuille hypothétique qui correspond aux engagements du régime – c'est-à-dire un portefeuille d'IGP. Les titres à revenu fixe détenus dans le cadre d'IGP sont utilisés de façon plus judicieuse :

- Le portefeuille est constitué de façon à se comporter comme les engagements du régime.
- La durée du portefeuille correspond aux durées de taux clés.
- La proportion de titres de créance est accrue pour réduire au minimum le risque de disparité sur les plans du rendement et du crédit.
- La proportion de placements privés illiquides (comme les placements privés à revenu fixe et les placements hypothécaires commerciaux) est accrue pour procurer un rendement supplémentaire et assurer une plus grande diversification du portefeuille.

Comme vous pouvez le voir dans le tableau 1, le rendement portefeuille hypothétique d'IGP dépasse le taux d'actualisation du régime de **0,24 %**.

TABLEAU 1 – COMPARAISON DES CARACTÉRISTIQUES SUR LE PLAN DU RENDEMENT (DONNÉES HYPOTHÉTIQUES COMPRISES)

Caractéristiques sur le plan du rendement ¹	Indice obligataire universel FTSE® TMX Canada	Portefeuille hypothétique d'IGP ²	Différence
Durée (en années)	7,7	10	2,3
Taux sans risque	0,97 %	1,20 %	0,23 %
Écart de taux	0,80 %	1,73 %	0,93 %
Rendement total	1,77 %	2,93 %	1,16 %
Taux d'actualisation	2,69 %	2,69 %	
Disparité sur le plan du rendement	-0,92 %	0,24 %	

¹ Toutes les données au 30 juin 2016.

² Le portefeuille d'IGP contient 10 % d'obligations du Canada, 15 % d'obligations provinciales, 50 % d'obligations de sociétés offertes au public, 20 % de placements privés à revenu fixe et 5 % de placements hypothécaires commerciaux.

Les données ci-dessus sont fictives et ne représentent pas un portefeuille de client réel. N'accordez pas une confiance excessive à ces énoncés prospectifs. Veuillez vous reporter à la mise en garde pour plus de précisions sur les limites et les risques associés à l'utilisation de données fictives.

Même dans le contexte actuel de faibles taux d'intérêt, deux facteurs illustrent à quel point il peut être avantageux de gérer la composante en titres à revenu fixe au moyen d'un portefeuille d'IGP.

1

Le **premier facteur** est la courbe des taux de rendement au Canada, qui demeure ascendante. Cela signifie que les titres à long terme procureront des rendements supérieurs à ceux des titres à court terme. Dans notre exemple, le portefeuille hypothétique d'IGP produit un rendement supplémentaire de **0,23 %** en allongeant la durée des placements pour qu'elle corresponde à la durée des engagements du régime hypothétique.

2

Le **deuxième facteur** est le rendement supplémentaire que procurent les titres de créance. D'après notre expérience, un portefeuille de titres de créance de sociétés de première qualité géré avec soin peut compenser le risque supplémentaire auquel s'expose un régime en s'éloignant de la courbe des taux sans risque. De plus, une grande proportion de titres de créance correspond davantage aux engagements du régime sur le plan de la solvabilité, car ces engagements dépendent beaucoup des créances. L'ajout de placements privés à revenu fixe et de placements hypothécaires commerciaux au portefeuille d'IGP peut également procurer un rendement et une diversification supplémentaires. Dans notre exemple, le portefeuille hypothétique d'IGP produit un rendement supplémentaire de **0,93 %** grâce à l'ajout de titres de créance de sociétés de première qualité et de placements privés, tout en assurant une meilleure correspondance entre son exposition aux créances et ses engagements.

Globalement, le portefeuille hypothétique d'IGP procure un rendement supplémentaire de **1,16 %** par rapport à l'indice obligataire universel FTSE® TMX Canada en raison de ces deux facteurs.

CONCLUSION N° 1 : Investir dans le portefeuille hypothétique d'IGP peut assurer un meilleur rendement attendu et une meilleure gestion du risque qu'investir dans l'indice obligataire universel FTSE® TMX Canada.

Pourquoi les obligations conviennent-elles particulièrement aux engagements des régimes de retraite?

On dit souvent que les obligations sont particulièrement adaptées aux engagements des régimes de retraite, mais pourquoi? Les engagements des régimes de retraite se traduisent par le versement de prestations viagères aux participants – souvent pendant au moins 30 ans – et sont assez prévisibles. Le passif de solvabilité et le passif comptable sont déterminés par l'actualisation de ces obligations au moyen de rendements provenant d'un portefeuille d'obligations de référence.

En plaçant l'actif d'un régime dans un portefeuille d'obligations qui reproduit le portefeuille de référence, on fait en sorte que l'actif du régime se comporte de façon similaire au passif, ce qui assure une plus grande stabilité sur le plan du provisionnement.



L'avenir est incertain – que se passera-t-il si les taux changent?

Nous avons vu qu'un portefeuille d'IGP bien construit pouvait offrir des rendements attendus supérieurs et une meilleure gestion du risque comparativement à l'indice obligataire universel FTSE® TMX Canada. Mais que se passerait-il si les taux d'intérêt repartaient à la hausse? Est-ce que la durée allongée du portefeuille d'IGP entraînerait des pertes accrues, qui annuleraient le rendement supérieur attendu?

Tout cela dépend de l'importance de la hausse des taux. Selon notre modèle, la hausse de taux requise pour que l'indice obligataire universel FTSE® TMX Canada et le portefeuille hypothétique d'IGP produisent le même rendement correspond à une variation parallèle de **2,50 %** sur une période de cinq ans (soit **0,50 %** par an).

- Si les taux d'intérêt augmentent de **plus de 2,50 %** au cours des cinq prochaines années, investir dans un portefeuille aligné sur l'indice obligataire universel FTSE® TMX Canada était la bonne décision.
- Si les taux d'intérêt augmentent de **moins de 2,50 %** au cours des cinq prochaines années, investir dans le portefeuille hypothétique d'IGP était la bonne décision.

Dans le tableau 2, nous indiquons le niveau de provisionnement des deux portefeuilles pour notre régime hypothétique selon diverses conditions futures de taux d'intérêt. Nous sommes partis de l'hypothèse que le régime était entièrement provisionné au 30 juin 2016, et qu'à mesure que les prestations sont payées aux retraités existants, celles-ci sont remplacées par des prestations pour de nouveaux retraités.

Le portefeuille hypothétique d'IGP réduit au minimum la volatilité du niveau de provisionnement sur la période de cinq ans, quelles que soient les conditions de taux d'intérêt. Ce n'est pas le cas de l'indice obligataire universel FTSE® TMX Canada – le niveau de provisionnement obtenu est moins élevé si les taux d'intérêt n'augmentent pas de plus de 2,50 %.

TABEAU 2 – NIVEAUX DE PROVISIONNEMENT SELON DIFFÉRENTS TAUX SANS RISQUE (DONNÉES HYPOTHÉTIQUES COMPRISES)

Niveau de provisionnement au 30 juin 2021		
Fluctuation du taux sans risque entre le 30 juin 2016 et le 30 juin 2021	Indice obligataire universel FTSE® TMX Canada	Portefeuille hypothétique d'IGP
-0,10 % par an	94 %	101 %
0,00 % par an	95 %	101 %
+0,25 % par an	99 %	101 %
+0,50 % par an	101 %	101 %
+0,75 % par an	103 %	101 %

¹ Données au 30 juin 2016.

² Le portefeuille d'IGP est composé d'obligations du gouvernement du Canada pour 10 %, d'obligations de gouvernements provinciaux pour 15 %, d'obligations de sociétés offertes au public pour 50 %, de titres à revenu fixe pour 20 %, et de placements hypothécaires commerciaux pour 5 %.

Les données ci-dessus sont fictives et ne représentent pas un portefeuille de client réel. N'accordez pas une confiance excessive à ces énoncés prospectifs. Veuillez vous reporter à la mise en garde pour plus de précisions sur les limites et les risques associés à l'utilisation de données fictives.

CONCLUSION N° 2 : Le portefeuille hypothétique d'IGP constitue une solution plus efficace que l'indice obligataire universel FTSE® TMX Canada, sauf si les taux d'intérêt augmentent de plus de **2,50 %** au cours des cinq prochaines années.

Quelles leçons pouvons-nous tirer du passé?

Dans ce nouvel environnement mondial de faibles taux d'intérêt, il nous semble risqué de parier sur une augmentation de **2,50 %** sur cinq ans.

À titre indicatif, regardons les hausses futures des taux d'intérêt qu'anticipe le marché obligataire. Au 30 juin 2016, le marché évaluait à **0,71 %** la hausse du taux d'intérêt des obligations du Canada à un an, et à **1,05 %** la hausse du taux d'intérêt des obligations du Canada à dix ans, au cours des cinq prochaines années. Même si, de notre point de vue, les taux à terme ne sont généralement pas de bons indicateurs des rendements réels, ils donnent néanmoins une bonne idée de ce qu'anticipe le marché en fonction des données disponibles.

Il est aussi important de tenir compte du fait qu'en règle générale, seuls les taux à court terme sont concernés par la politique monétaire. En clair, si la Banque du Canada augmente le taux de financement à un jour, cela ne veut pas nécessairement dire que les taux à long terme augmenteront de la même façon, car leur variation dépend de bien d'autres facteurs.



Dans le tableau 3, nous avons résumé ce qui s'est passé les cinq fois où la Banque du Canada a augmenté les taux d'intérêt au cours des vingt dernières années.

TABLEAU 3 – HAUSSES DES TAUX DE LA BANQUE DU CANADA

Période	Hausse totale	Courbe des taux	Variation du taux au comptant à 10 ans	Variation du taux au comptant à 30 ans
8 nov. 1996 – 26 août 1998	2,75 %	aplatissement	-0,83 %	-1,34 %
17 nov. 1999 – 17 mai 2000	1,25 %	aplatissement	0,17 %	-0,67 %
16 avr. 2002 – 15 avr. 2003	1,25 %	aplatissement	-0,52 %	-0,21 %
7 sept. 2004 – 9 juil. 2007	2,50 %	aplatissement	-0,13 %	-0,76 %
28 mai 2010 – 8 sept. 2010	0,75 %	aplatissement	-0,30 %	-0,13 %

Au cours des périodes de hausse de taux indiquées dans le tableau 3, les écarts de taux applicables aux titres à long terme n'ont augmenté que légèrement, c'est-à-dire pas suffisamment pour contrebalancer les baisses du taux sans risque indiquées ci-dessus.

Chaque fois que la Banque du Canada a augmenté les taux d'intérêt, la courbe des taux s'est aplatie et, dans la plupart des cas, les taux à 10 et à 30 ans ont même diminué. Il est également intéressant de noter que la plupart des récentes hausses étaient égales ou inférieures au rendement cumulatif de **2,50 %** requis dans notre analyse. On peut donc conclure que, dans les faits, les hausses de taux de la Banque du Canada ont peu d'incidence sur les fluctuations des taux à long terme.

Un autre facteur qui pourrait maintenir les rendements des obligations à long terme à un bas niveau dans le contexte actuel est l'importante demande en matière de titres de sociétés à long terme venant des régimes de retraite et des compagnies d'assurance. Pour se préparer aux futures hausses des taux d'intérêt, les promoteurs de régime et leurs consultants ont mis en œuvre des stratégies d'ajustement progressif qui s'adaptent en fonction du taux d'intérêt ou du niveau de provisionnement, en faisant graduellement appel à des obligations à durée longue lorsque les taux d'intérêt augmentent. À mesure que les cibles sont atteintes, la forte demande pour des titres à revenu fixe à plus long terme peut entraîner un aplatissement de la courbe des taux ou un resserrement des écarts de taux, même lorsque les taux à court terme sont à la hausse.

CONCLUSION N° 3 : Une hausse des taux d'intérêt à court terme n'entraîne pas nécessairement une hausse des taux d'intérêt à long terme.

Faites le choix d'un avenir radieux

Nous ne savons pas de quoi l'avenir est fait – une hausse notable des taux d'intérêt n'est certainement pas garantie, comme le démontrent les taux d'intérêt négatifs que l'on observe dans certains pays d'Europe et au Japon.

Pour le bien des régimes de retraite ayant une forte exposition aux taux d'intérêt, il faut espérer que les taux augmenteront effectivement avec le temps, mais nous croyons qu'investir à court terme et attendre une hausse des taux est une approche risquée, car cela requiert un alignement parfait des astres :

- La hausse des taux d'intérêt doit être plus importante que ce que le marché prévoit.
- Les taux à long terme doivent augmenter – pas seulement les taux à court terme.
- Les taux à long terme doivent augmenter malgré la perspective d'une demande accrue de la part des régimes de retraite et des compagnies d'assurance pour les titres à long terme.

Au contraire, une approche axée sur les IGP peut constituer une meilleure option pour les promoteurs qui sont préoccupés par les risques et la volatilité associés à leur régime de retraite, mais préféreraient se concentrer sur leurs activités principales.

Cette approche assure une plus grande stabilité sur le plan du provisionnement dans de nombreuses conditions, en utilisant les titres à revenu fixe de façon judicieuse. N'est-ce pas plus intéressant que de jouer aux apprentis médiums?

À propos de Gestion Placements Sun Life

Les sociétés de gestion de placements institutionnels du groupe Gestion Placements Sun Life comprennent le groupe Bentall Kennedy en Amérique du Nord, Prime Advisors, Inc. et Ryan Labs Asset Management Inc. aux États-Unis, et Placements institutionnels Sun Life (Canada) inc. au Canada. L'actif ainsi géré pour le compte de tiers s'élève à 49 milliards de dollars, selon les données établies au 30 juin 2016. Gestion Placements Sun Life est appuyée par le secteur des placements de la Sun Life du Canada, compagnie d'assurance-vie, qui gère un actif de 141 milliards de dollars pour le compte du groupe Financière Sun Life, selon les données établies au 30 juin 2016.

Placements institutionnels Sun Life (Canada) inc. collabore avec l'équipe des Solutions prestations déterminées de la Sun Life du Canada, compagnie d'assurance-vie en vue d'offrir des solutions d'investissements guidés par le passif. Placements institutionnels Sun Life (Canada) inc. gère les placements sous-jacents qui composent les mandats d'IGP et travaille en partenariat avec les Solutions PD à concevoir des stratégies sur mesure, créer de nouvelles occasions d'affaires et fournir du service à la clientèle.

À propos des auteurs

Brent Simmons, FSA, FICA, directeur général principal, solutions prestations déterminées

M. Simmons dirige l'équipe des Solutions prestations déterminées de la Financière Sun Life, qui aide certains des plus importants employeurs du Canada à gérer les risques associés à leurs régimes de retraite à prestations déterminées grâce à des solutions novatrices et personnalisées qui répondent aux besoins spécifiques de chaque promoteur de régime.



Valerio Valenti, CFA, FICA, FSA, directeur général, stratégies d'investissements guidés par le passif, solutions prestations déterminées

M. Valenti dirige l'équipe des stratégies d'IGP de la Financière Sun Life, qui développe des solutions d'investissements guidées par le passif, en fait le suivi et produit des rapports pour les clients des Solutions prestations déterminées.



Visitez le sunlife.ca/solutionsPD

«TMX» est une marque de commerce de TSX Inc., utilisée sous licence. «FTSE®» est une marque de commerce de FTSE International Limited, utilisée sous licence. Les données portant sur des rendements hypothétiques ne représentent pas le rendement de portefeuilles réels de clients. Le coût des opérations et les autres coûts n'ont pas été déduits des données sur le rendement (p. ex. les commissions et les frais de garde des titres). Les rendements hypothétiques peuvent différer de façon importante des rendements réels. En effet, le pourcentage de chaque titre détenu, les dates d'acquisition et de cession des titres, et la disponibilité et/ou le prix d'un titre en particulier pourraient varier avec le temps puisque le portefeuille ne reflète pas les conditions réelles du marché. Les énoncés prospectifs sont de nature spéculative et peuvent faire l'objet de risques, d'incertitudes et d'hypothèses qui pourraient différer de façon importante des énoncés. N'accordez pas une confiance excessive à ces énoncés prospectifs. La distribution ou la reproduction de toute partie de cet article est strictement interdite sans consentement écrit préalable. © Placements institutionnels Sun Life (Canada) inc., 2016. Tous droits réservés. 02/19-nh-jc