

Les investissements guidés par le passif – pour avoir le beurre et l'argent du beurre



D'après l'indice Mercer sur la santé des régimes de retraite, le provisionnement des régimes de retraite à prestations déterminées (PD) canadiens a typiquement fluctué de plus de 30 % depuis 10 ans et a été inférieur à 100 % dans bien des cas durant la plus grande partie de cette période. Entre autres conséquences négatives, des variations d'une telle ampleur rendent les prestations des participants moins sûres, les exigences de cotisation plus volatiles et les états financiers moins prévisibles.

C'est pourquoi de nombreux promoteurs de régime canadiens s'efforcent de réduire le risque associé au régime pour rendre le provisionnement moins volatil à l'avenir. Cette approche constitue un changement de philosophie dans bien des cas – l'objectif passant de l'obtention de rendements excédentaires à la protection des prestations – et elle est tout à fait sensée puisque le promoteur peut avoir intérêt à axer la prise de risques sur son activité principale, là où elle peut rapporter le plus à toutes les parties prenantes.

Les investissements guidés par le passif (IGP) permettent de réduire le risque en appariant mieux l'actif et le passif des régimes de retraite. Cependant, certains promoteurs peuvent hésiter à mettre en œuvre des solutions d'IGP vu les bas taux d'intérêt.

Il est possible de réduire le risque des régimes de retraite et de faire fructifier davantage leurs placements à revenu fixe à l'aide d'une solution d'IGP sur mesure – technique utilisée depuis plus d'un demi-siècle par de grandes institutions financières comme les assureurs.

Pourquoi opter pour les IGP?

Les IGP consistent à investir l'actif de façon à ce que ses mouvements suivent ceux du passif; ainsi, toutes choses égales d'ailleurs, la situation financière d'un régime reste stable, peu importe les conditions du marché. Un portefeuille d'IGP bien construit peut contribuer à la réalisation de nombreux objectifs :

- o **Réduire la volatilité des cotisations et des états financiers**
- o **Renforcer la sécurité des prestations**
- o **Renforcer la durabilité du régime**
- o **Réduire le temps et l'attention consacrés à la gestion**
- o **Faciliter la souscription future d'une rente viagère**

Il existe bien des genres de solutions d'IGP. Les IGP sur mesure constituent une meilleure pratique au Royaume-Uni, où l'on s'attarde depuis un certain temps à réduire les risques des régimes de retraite. Dans son sondage de 2015, KPMG signale l'existence de plus de 1 000 mandats d'IGP dans ce pays, où le passif des régimes de retraite PD couvert atteint 657 milliards de livres. Comme le souligne KPMG, « les IGP sont sans doute devenus la principale forme d'investissement des régimes de retraite à prestations déterminées du Royaume-Uni ».

Trois ingrédients essentiels à la réussite d'une solution d'IGP

Les promoteurs de régime doivent tenir compte de leurs objectifs et de leurs contraintes propres lorsqu'ils évaluent une solution d'IGP. Habituellement, ils considéreront les facteurs suivants :

1. **Gestion du risque de taux d'intérêt** : La durée totale de l'actif devrait s'aligner sur la durée totale du passif correspondant pour garantir que l'actif et le passif évoluent de pair lorsque les taux d'intérêt changent.
2. **Gestion du risque de non-appariement du crédit** : Les taux d'actualisation servant au calcul du passif comptable et du passif de solvabilité reflètent une forte proportion d'obligations de sociétés et des provinces – jusqu'à 100 % pour le passif comptable et parfois près de 100 % pour le passif de solvabilité. L'actif du régime devrait être exposé en proportion similaire aux obligations des sociétés et des provinces pour garantir que l'actif et le passif évoluent de pair lorsque les écarts de crédit se creusent ou se resserrent.
3. **Gestion du risque de non-appariement du rendement** : Le rendement de l'actif de la solution d'IGP devrait être au moins égal au taux d'actualisation du passif, sans quoi le provisionnement risque de diminuer puisque le rendement de l'actif ne « suivra » pas la croissance du passif.

Toutes les solutions de placements à revenu fixe ne sont pas égales

De nombreux promoteurs de régime canadiens investissent leurs éléments d'actif à revenu fixe dans l'indice obligataire à long terme FTSE^{MD}/TMX, un indice mixte ou d'autres solutions indicielles afin que leur durée corresponde approximativement à celle du passif. D'autres ont toujours leur actif à revenu fixe dans l'indice obligataire universel FTSE^{MD}/TMX en attendant la remontée des taux d'intérêt.

Par contraste, avec les IGP sur mesure, le régime investit dans un portefeuille individualisé surtout constitué d'obligations de sociétés et des provinces dont la durée correspond de près à celle du passif. Un portefeuille d'IGP sur mesure peut aussi détenir des éléments d'actif peu liquides pour un surcroît de rendement et de diversification. Les portefeuilles d'IGP sur mesure s'accompagnent d'un indice de référence et de rapports, tous deux sur mesure, qui aident à quantifier le succès.

Le niveau d'atténuation des risques varie selon la solution de placement à revenu fixe retenue. Nous avons créé des portefeuilles modèles pour un régime de retraite hypothétique entièrement provisionné qui cherche à couvrir son passif comptable d'une durée de 16 ans.

¹ Aux fins du sondage, KPMG définit un mandat d'IGP comme un mandat assorti d'une forme quelconque d'indice de référence fondé sur le passif ou utilisant des produits dérivés pour procurer une exposition aux taux d'intérêt nominaux, aux taux d'intérêt réels ou à la couverture contre l'inflation. Les mandats dans lesquels un indice obligataire général sert de référence ont été exclus.

« TMX » est une marque de commerce de TSX Inc. utilisée sous licence.

« FTSE^{MD} » est une marque de commerce de FTSE International Limited utilisée sous licence.

Voici un aperçu des portefeuilles et de la façon dont ils répondent aux trois grands risques décrits ci-dessus :

Aperçu des portefeuilles ¹				
	Indice obligataire universel FTSE ^{MD} /TMX	Indice obligataire à long terme FTSE ^{MD} /TMX	Indice mixte ²	Portefeuille hypothétique d'IGP sur mesure ³
Proportion d'obligations fédérales	36 %	24 %	22 %	5 %
Proportion d'obligations provinciales	35 %	53 %	58 %	20 %
Proportion d'obligations de sociétés ouvertes	29 %	23 %	20 %	65 %
Proportion de la dette privée	0 %	0 %	0 %	10 %
Note de crédit moyenne	AA	AA	AA	A
Impact approximatif sur le provisionnement				
1. Risque de taux d'intérêt (réduction parallèle de 0,50 % des taux d'intérêt)	-4 %	-1 %	0 %	0 %
2. Risque de non-appariement du crédit (chute de 0,50 % des écarts de crédit, chute de 0,25 % des écarts provinciaux)	-6 %	-5 %	-4 %	-1 %
Risque de non-appariement du rendement				
Rendement du portefeuille	1,96 %	3,13 %	3,15 %	3,71 %
3. Insuffisance de rendement (taux d'actualisation du passif de 3,75 %)	1,79 %	0,62 %	0,60 %	0,04 %

¹ Toutes les données sont au 30 juin 2015.

² 88 % FTSE^{MD}/TMX long terme et 12 % FTSE^{MD}/TMX coupons détachés 20+ pour viser une durée de 16 ans.

³ 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.

Source : Modèles internes de la Financière Sun Life

Comment les solutions se comparent-elles?

- Risque de taux d'intérêt** : L'indice obligataire universel FTSE^{MD}/TMX Canada a une durée d'environ sept ans qui ne correspond pas de près à celle du régime hypothétique, d'où un risque de taux d'intérêt. Toutes les autres solutions procurent une concordance raisonnable de la durée totale.
- Risque de non-appariement du crédit** : Les solutions indicielles comportent habituellement moins de 30 % d'obligations de sociétés. En général, les solutions d'IGP sur mesure accordent une pondération beaucoup plus élevée aux obligations de sociétés de premier ordre et leur profil de crédit concorde de près avec celui du passif. Le non-appariement de l'exposition au crédit peut être aussi risqué que le non-appariement des taux d'intérêt et peut avoir un impact significatif sur le provisionnement du régime. Dans le scénario hypothétique ci-dessus, le portefeuille d'IGP sur mesure protège mieux le provisionnement que les solutions indicielles.
- Risque de non-appariement du rendement** : Les indices procurent un rendement insuffisant par rapport au taux d'actualisation du passif (sur une base de solvabilité, de comptabilité ou de continuité) parce qu'ils ne sont pas suffisamment exposés au crédit pour « suivre » le taux d'actualisation du passif. Habituellement, les IGP sur mesure offrent un bien meilleur appariement du rendement. Dans le scénario hypothétique ci-dessus, le portefeuille d'IGP sur mesure procure un rendement additionnel prévu de 1,75 % par rapport à l'indice obligataire universel FTSE^{MD}/TMX Canada. L'insuffisance de rendement signifie que dans un même contexte de taux, un placement dans l'indice obligataire universel FTSE^{MD}/TMX Canada pourrait éroder le provisionnement du régime hypothétique d'environ 8 % sur cinq ans!

Par rapport aux portefeuilles indiciels, une solution d'IGP sur mesure peut offrir une protection équivalente ou supérieure contre le risque de taux d'intérêt et une protection supérieure contre le risque de non-appariement du crédit et le risque de non-appariement du rendement. De plus, le rendement prévu plus élevé de la solution d'IGP sur mesure peut compenser les pertes que le portefeuille pourrait subir dans bien des contextes de hausse des taux d'intérêt. Un régime de retraite PD qui se fie à des stratégies indicielles s'expose au risque de non-appariement du crédit, et son provisionnement pourrait se détériorer de façon notable sous l'effet du risque de non-appariement du rendement.

Trop beau pour être vrai?

Souvent, les promoteurs de régimes ont l'impression que les IGP sur mesure sont trop beaux pour être vrais. Les avantages de cette stratégie sont certes convaincants, mais il y a des écueils à éviter :

- **Risque de concentration** : Environ la moitié des obligations de sociétés canadiennes sont émises par des institutions financières, un niveau de concentration avec lequel des investisseurs prudents pourraient ne pas être à l'aise. L'inclusion de catégories d'actif peu liquides comme les titres à revenu fixe privés et les hypothèques commerciales ou les obligations de sociétés non canadiennes (couvertes en dollars canadiens) peut diversifier davantage le portefeuille d'éléments d'actif appariés, d'où une diminution du risque global. Vu la très forte exposition au crédit exigée pour correspondre au passif, il est important que le gestionnaire du portefeuille d'IGP soit particulièrement compétent dans les titres de crédit.
- **Rareté des éléments d'actif de longue durée** : L'offre d'éléments d'actif de longue durée est limitée au Canada. Vu l'importance d'inclure de tels éléments dans un portefeuille d'IGP, de nombreux promoteurs de régimes font appel à un gestionnaire de portefeuille expérimenté dans la recherche et la gestion des éléments d'actif de longue durée.
- **Risque de défaut de crédit** : Bien que les solutions sur mesure comportent une plus forte pondération des titres de crédit, le risque de défaut de crédit est atténué par le rendement additionnel obtenu et par la compétence du gestionnaire du portefeuille d'IGP.
- **Contexte défavorable** : Bien des promoteurs de régimes hésitent à augmenter la pondération des titres à revenu fixe lorsque les taux d'intérêt sont bas ou que le régime est sous-provisionné. On peut contourner ce problème en gardant la même pondération de titres à revenu fixe, mais en ayant recours à une solution d'IGP sur mesure pour que ces titres fructifient davantage. Le transfert d'éléments d'actif à revenu fixe des solutions indicielles vers une solution d'IGP sur mesure peut réduire le risque et augmenter le potentiel de rendement. Le transfert d'actifs générateurs de rendement à un portefeuille d'IGP peut se faire progressivement à mesure que des seuils sont atteints, ce qui réduit davantage le risque au fil du temps.

Les IGP sur mesure – pour avoir le beurre et l'argent du beurre

Les IGP sur mesure peuvent protéger les régimes contre la volatilité des marchés et offrir de nombreux avantages par rapport aux solutions axées sur des fonds indiciels :

- Rendement additionnel
- Moindre risque de non-appariement du crédit
- Crédit plus diversifié
- Correspondance plus étroite des taux d'intérêt
- Meilleure gestion des risques et meilleure supervision au moyen d'un indice de référence et de rapports sur mesure

Tous ces avantages peuvent rendre les prestations des participants plus sûres, les exigences de cotisation moins volatiles et les états financiers plus prévisibles.

Les écueils possibles des solutions d'IGP sur mesure ne sont pas insurmontables et les avantages de telles solutions devraient être de loin supérieurs à leur coût, permettant aux promoteurs de régime d'avoir le beurre et l'argent du beurre. Qui dirait non à des rendements plus élevés assortis d'un moindre risque?

À PROPOS DES AUTEURS

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

Brent Simmons dirige l'équipe Solutions prestations déterminées de la Financière Sun Life, qui aide certains des plus grands employeurs canadiens à gérer les risques de leurs régimes de retraite à prestations déterminées au moyen de solutions personnalisées innovatrices qui répondent aux défis particuliers de chaque promoteur. M. Simmons possède plus de 20 ans d'expérience dans le secteur des régimes de retraite et de l'assurance. Son expertise couvre les investissements guidés par le passif, les produits de rente, l'assurance longévité, le financement et la gouvernance des régimes de retraite à prestations déterminées ainsi que la gestion du risque.



Valerio Valenti, CFA, FICA, FSA, directeur général, investissements guidés par le passif, gestion actif-passif

Valerio Valenti dirige l'équipe Gestion actif-passif de la Financière Sun Life, qui développe des solutions guidées par le passif, en fait le suivi et produit des rapports pour les clients des Solutions prestations déterminées. M. Valenti possède plus de 17 ans d'expérience dans ce secteur, il a travaillé notamment pendant quatre ans à la gestion des exigences liées à la gestion actif-passif des produits des fonds généraux de la Sun Life, tels que les rentes, les CPG, l'assurance Invalidité de longue durée et l'assurance-vie.



Pour plus de renseignements sur les solutions de réduction des risques des régimes de retraite à prestations déterminées de la Financière Sun Life, veuillez communiquer avec :

Brent Simmons

Directeur général principal, solutions prestations déterminées
416-408-8935 | brent.simmons@sunlife.com

Yves Allard

Directeur, relations avec la clientèle
514-866-6210 | yves.allard@sunlife.com

Visitez sunlife.ca/solutionsPD

À propos de Gestion Placements Sun Life

Les solutions d'investissements guidés par le passif sont offertes par **Gestion Placements Sun Life inc.**, société inscrite comme gestionnaire de portefeuille, gestionnaire de fonds de placement et courtier sur le marché dispensé au Canada, et comme gestionnaire des opérations sur marchandises en Ontario. Gestion Placements Sun Life offre aussi des fonds mis en commun de catégories d'actifs privés (particulièrement des placements privés à revenu fixe et des créances hypothécaires commerciales) pour les régimes de retraite à prestations déterminées, les compagnies d'assurance et d'autres investisseurs institutionnels au Canada. La société Gestion Placements Sun Life inc. fait partie du groupe Gestion Placements Sun Life.

La performance hypothétique ne représente pas la performance réelle des portefeuilles des clients. Les frais d'opération et autres (p. ex., commissions et frais de garde) n'ont pas été déduits de la performance. Les résultats hypothétiques peuvent s'écarter fortement de la performance réelle, puisque le pourcentage des titres détenus, le moment de l'achat et de la vente de titres et la disponibilité ou le cours d'un titre peuvent varier à la longue parce que 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. « TMX » est une marque de commerce de TSX Inc. utilisée sous licence. « FTSE^{MD} » est une marque de commerce de FTSE International Limited utilisée sous licence. Une version de cet article a paru dans le numéro d'octobre 2015 de Benefits and Pensions Monitor. Il est interdit de distribuer, republier ou reproduire tout ou partie de cet article sans autorisation préalable. © 2015, Financière Sun Life. Tous droits réservés. 03/19-nh-jc-cm