

ÉVOLUTION DES PLACEMENTS AXÉS SUR LE PASSIF

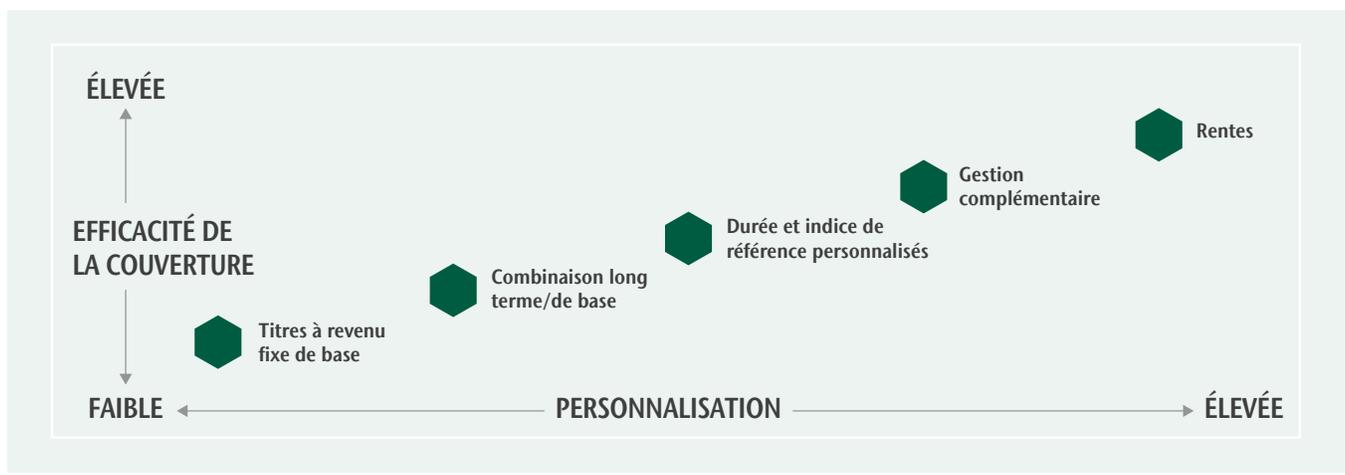
Est-ce une stratégie ou un processus? Bien que les placements axés sur le passif (PAP) soient souvent considérés comme une stratégie, il s’agit en fait d’un processus dans lequel les passifs servent de point de départ pour construire un portefeuille d’actifs qui répond aux besoins particuliers d’une caisse de retraite en matière d’appariement des passifs. L’objectif des PAP est de comprendre les principaux déterminants du risque lié aux passifs – le risque de taux d’intérêt étant généralement le plus important –, puis de décider la mesure dans laquelle couvrir ce risque.

Mesurer le risque

Le concept de « ce qui est mesurable est gérable » est central dans le processus de gestion du risque des PAP. Si l’on ne comprend pas comment le passif peut fluctuer, il est difficile de construire un portefeuille d’actifs qui incorpore ces dynamiques. Par conséquent, les PAP doivent comprendre l’établissement d’un indice de référence du passif propre à la caisse de retraite, afin que les fluctuations de la valeur du passif par rapport à celles de la valeur de l’actif puissent être surveillées et gérées.

Bien que les PAP soient un processus pour gérer le risque, ce processus varie selon le niveau de couverture du risque et de personnalisation requis. La figure 1 montre de façon schématique le spectre de l’évolution de ces caractéristiques des PAP. À une extrémité du spectre, le degré de personnalisation est faible et l’efficacité de la couverture est faible. Plus le degré de personnalisation est élevé, plus l’efficacité de la couverture augmente.

Figure 1 - Évolution des approches en matière de PAP



Augmentation de la durée

Il y a environ 20 ans, les caisses de retraite sans passifs arrivant à maturité et détenant une importante composante d'actions avaient peu d'intérêt à être très précises en ce qui a trait au processus de PAP, et par conséquent au degré d'appariement de la composante de titres à revenu fixe du portefeuille. Étant donné que la plus grande source du risque provenait des placements dans des actions axées sur le rendement, un portefeuille de titres à revenu fixe de base, évalué par rapport à l'indice des obligations universelles FTSE Canada, était couramment employé.

Lorsque des passifs de la caisse de retraite sont arrivés à échéance et que la pondération des titres à revenu fixe a augmenté, l'évolution naturelle a été d'accroître la durée en ajoutant une composante d'obligations à long terme à la composante de titres à revenu fixe de base. Cependant, comme la plupart des caisses de retraite conservaient une pondération des actions assez élevée, elles étaient encore exposées au risque de fluctuations du passif (c.-à-d. que les ratios de couverture étaient assez faibles). Elles voyaient donc peu d'avantages à aller au-delà de l'augmentation de la durée, même si d'autres facteurs de risque, comme les durées de taux clés, devenaient de plus en plus importants dans l'évaluation des expositions au risque des caisses de retraite, à mesure que des passifs arrivaient à maturité.

Personnalisation

Lorsque la pondération des titres à revenu fixe a augmenté et que les caisses de retraite ont pris conscience des limites de la méthode de l'accroissement de la durée, une personnalisation accrue leur a procuré un meilleur appariement par rapport non seulement à la durée, mais aussi à un ensemble plus complet de facteurs de risque liés au passif. À un extrême, la personnalisation pouvait conduire à un portefeuille ayant un appariement très étroit avec les flux de trésorerie liés au passif. L'autre extrême pouvait comprendre l'utilisation de produits dérivés (contrats à terme ou swaps) pour couvrir de façon synthétique les risques liés au passif.

Cependant, le véritable motif pour réduire le risque a été la crainte des promoteurs de régime que la baisse des taux d'intérêt s'inverse. Pour surmonter les problèmes de synchronisation, certaines caisses de retraite ont adopté une approche dynamique de réduction du risque, selon laquelle les décisions sont fondées sur les variations effectives du degré de solvabilité, plutôt que sur les variations attendues des taux d'intérêt ou des rendements attendus.

Cette approche reconnaissait que l'amélioration du degré de solvabilité pouvait être attribuable à une forte croissance des actifs axés sur le rendement ou à une

baisse de la valeur des passifs supérieure à celle de la valeur des actifs. À mesure que le degré de solvabilité s'améliore et que des seuils de déclenchement de réduction du risque sont atteints, des actifs axés sur le rendement sont remplacés par des titres à revenu fixe d'appariement.

Gestion complémentaire

Bien que la réduction dynamique du risque aide à surmonter des difficultés de synchronisation de la répartition de l'actif, elle n'atténue pas la complexité associée à l'exécution de la réduction du risque, qui a aussi limité l'adoption des PAP. La gestion complémentaire permet de surmonter certaines de ces difficultés d'exécution en ayant un seul gestionnaire qui soit responsable des progrès de la caisse de retraite en matière de réduction du risque, en particulier dans le cas des caisses de retraite qui ont plusieurs gestionnaires de placement et une structure de gouvernance qui rend difficile l'évaluation et l'exécution d'occasions de réduction du risque.

En permettant au gestionnaire complémentaire d'ajuster la durée de l'ensemble du portefeuille et d'autres expositions à des facteurs de risque lorsque des seuils de financement sont atteints, cela réduit les perturbations dans le reste du portefeuille.

Transfert de risque au moyen de rentes

À l'extrémité du spectre de l'évolution des PAP se trouve le transfert de risque au moyen de rentes, par lequel des actifs et des passifs sont transférés du bilan du promoteur du régime à une compagnie d'assurance. Bien que le Royaume-Uni soit le pays le plus avancé dans ce domaine, celui-ci a connu une forte expansion au Canada au cours des dernières années.

Les formes les plus courantes de réduction du risque offertes par les compagnies d'assurance sont les rentes avec et sans rachat des engagements. Dans le cas d'une police avec rachat des engagements, les actifs et les passifs sont transférés de la caisse de retraite et du bilan du promoteur du régime à la compagnie d'assurance. Les passifs transférés sont généralement exigibles à des membres retraités ou ayant droit à une rente différée.

Lorsqu'une caisse de retraite a un déficit et que la société achète une rente avec rachat des engagements, elle est tenue de verser un montant en espèces correspondant au déficit, de façon à ce que le niveau de financement des passifs restants ne soit pas réduit en raison de l'achat de la rente avec rachat des engagements. Par conséquent, une rente sans rachat des engagements est généralement envisagée lorsqu'une caisse de retraite a un déficit important, car le versement d'un montant correspondant au déficit n'est pas exigé puisque la

rente demeure un actif du régime. Le promoteur du régime peut décider plus tard qu'une rente sans rachat des engagements soit convertie en rente avec rachat des engagements, lorsque le niveau de financement s'améliore et que le montant à verser est faible ou nul.

Gérer les regrets

Les PAP sont une forme d'assurance et de gestion de regrets. De nombreuses caisses de retraite sont dans une meilleure situation sur le plan de la solvabilité qu'elles ne l'ont été depuis plusieurs années, mais elles ont déjà été dans cette situation. Qu'est-ce qui est différent cette fois-ci et qui pourrait conduire à une décision différente? Peut-être que la valeur monétaire des actifs et des passifs est beaucoup plus élevée, de sorte qu'une diminution du degré de solvabilité aurait une plus grande incidence monétaire.

Les méthodes de réduction du risque des PAP ont évolué, et certaines méthodes accessibles au niveau institutionnel qui n'étaient pas offertes il y a une dizaine d'années peuvent aider à gérer les complexités associées à la surveillance et à l'exécution d'une solution de réduction du risque. Mais, surtout, de l'aide peut être fournie pour guider le promoteur du régime et exécuter efficacement une solution de réduction du risque.

L'initiative du Groupe financier Connor, Clark & Lunn, Échange stratégique a pour but de promouvoir le dialogue, la compréhension et l'élaboration de solutions aux problèmes de placement souvent complexes que rencontrent les investisseurs institutionnels.

Sous la direction de Peter Muldowney, vice-président principal, Stratégie institutionnelle, nous rassemblons investisseurs et consultants dans le cadre de divers forums d'information interactifs. Nous publions aussi des documents de réflexion sur des sujets qui intéressent au plus haut point les responsables de la gestion et de la surveillance d'ensembles d'actifs variés.



Pour en savoir plus, communiquez avec :

Peter Muldowney
Vice-président principal, Stratégie institutionnelle
Groupe financier Connor, Clark & Lunn
pmuldowney@cclgroup.com
416-304-6810



Ce matériel (la « présentation ») est fourni par Groupe financier Connor, Clark & Lunn Ltée (« Groupe financier CC&L ») à titre confidentiel et uniquement à des fins d'information et d'illustration. Cette présentation est réservée à l'usage du destinataire et ne peut être reproduite ou distribuée, en tout ou en partie, à quelque autre personne que ce soit sans le consentement préalable par écrit de Groupe financier CC&L. Certains renseignements contenus dans cette présentation se fondent sur des informations obtenues de sources tierces que Groupe financier CC&L considère comme étant fiables. Toutefois, Groupe financier CC&L ne fournit aucune assurance et décline toute responsabilité quant à l'exactitude, à l'impartialité ou à l'exhaustivité des renseignements contenus dans les présentes. Les renseignements sont à jour à la date indiquée et reflètent seulement l'intention présente. Ces renseignements peuvent changer à n'importe quel moment et Groupe financier CC&L n'est aucunement tenu de vous fournir une mise à jour ou une version modifiée de cette présentation. Cette présentation ne constitue ni une offre d'achat ou de vente ni une sollicitation visant l'achat ou la vente d'un titre quelconque ou d'un autre instrument financier recommandé par Groupe financier CC&L. Cette présentation ne contient pas de renseignements importants au sujet de la stratégie, notamment des informations importantes sur le risque. Les placements dans la stratégie ne conviennent pas à tous les investisseurs et, avant d'investir dans la stratégie, vous devriez consulter votre ou vos conseillers professionnels afin de déterminer si un placement dans la stratégie est approprié dans votre cas, compte tenu de vos objectifs de placement et de votre situation financière. Groupe financier CC&L ne prétend pas fournir des conseils sur les questions juridiques, fiscales, comptables, financières ou réglementaires dans un territoire quelconque, et le destinataire devrait évaluer et juger de manière indépendante les questions évoquées dans cette présentation.

Ce document peut contenir des renseignements obtenus de tiers, notamment : Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated (BofAML), S&P Global Ratings et MSCI.

Sources : Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated (BofAML), utilisé avec permission. BofAML autorise l'utilisation des données liées aux indices BofAML « telles quelles », ne donne aucune garantie à leur sujet, ne garantit aucunement la pertinence, la qualité, l'exactitude, l'actualité ou l'exhaustivité des indices BofAML ou des données qu'ils renferment, qui y sont liées ou qui en sont tirées, n'assume aucune responsabilité en lien avec leur utilisation et ne commande, ne sanctionne ni ne recommande Groupe financier CC&L ni aucun de ses produits.

Les présentes peuvent contenir des renseignements obtenus de tiers, dont des notes d'agences de notation telles que S&P Global Ratings. Il est interdit de reproduire et de distribuer tout contenu provenant de tiers sous quelque forme que ce soit, à moins d'avoir préalablement obtenu le consentement écrit du tiers auquel ce contenu se rapporte. Les tiers fournisseurs de contenu ne garantissent aucunement l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualité ou la disponibilité des renseignements, y compris des notes, et ne peuvent être tenus responsables des erreurs ou des omissions (par négligence ou autrement), quelle qu'en soit la cause, ou des résultats obtenus de l'utilisation d'un tel contenu. LES TIERS FOURNISSEURS DE CONTENU NE DONNENT AUCUNE GARANTIE, EXPLICITE OU IMPLICITE, Y COMPRIS, MAIS SANS S'Y LIMITER, TOUTE GARANTIE DE QUALITÉ MARCHANDE OU D'ADAPTATION À UNE FIN OU À UN USAGE PARTICULIER. LES TIERS FOURNISSEURS DE CONTENU DÉCLINENT TOUTE RESPONSABILITÉ À L'ÉGARD DE DOMMAGES, DE COÛTS, DE CHARGES, DE FRAIS JURIDIQUES OU DE PERTES (Y COMPRIS LA Perte DE REVENUS OU DE PROFITS ET LES COÛTS DE RENONCIATION OU LES PERTES RESULTANT DE LA NÉGLIGENCE) DIRECTS, INDIRECTS, ACCESSOIRES, EXEMPLAIRES, COMPENSATOIRES, PUNITIFS, SPÉCIAUX OU CONSÉCUTIFS EN LIEN AVEC L'USAGE DE LEUR CONTENU, Y COMPRIS LES NOTES. Les notes constituent l'expression d'une opinion et ne sont pas des faits ou des recommandations d'achat, de détention ou de vente de titres. Elles ne portent pas sur la pertinence des titres ou sur la pertinence des titres à des fins de placement, et ne doivent pas être considérées comme des conseils en placement.

Sources : MSCI. Les données de MSCI sont destinées uniquement à l'usage interne. Elles ne peuvent être reproduites ni rediffusées sous quelque forme que ce soit et ne peuvent être utilisées pour créer des instruments, des produits ou des indices financiers. MSCI ne donne aucune garantie et ne fait aucune déclaration, explicite ou implicite, et ne peut être tenue responsable quant aux données présentées ici. MSCI n'a pas approuvé, revu ou produit le présent document.