

# Gestion du risque : stratégies pour les caisses de retraite

«Parmi les périls infinis de la vie, se retrouve la sécurité»

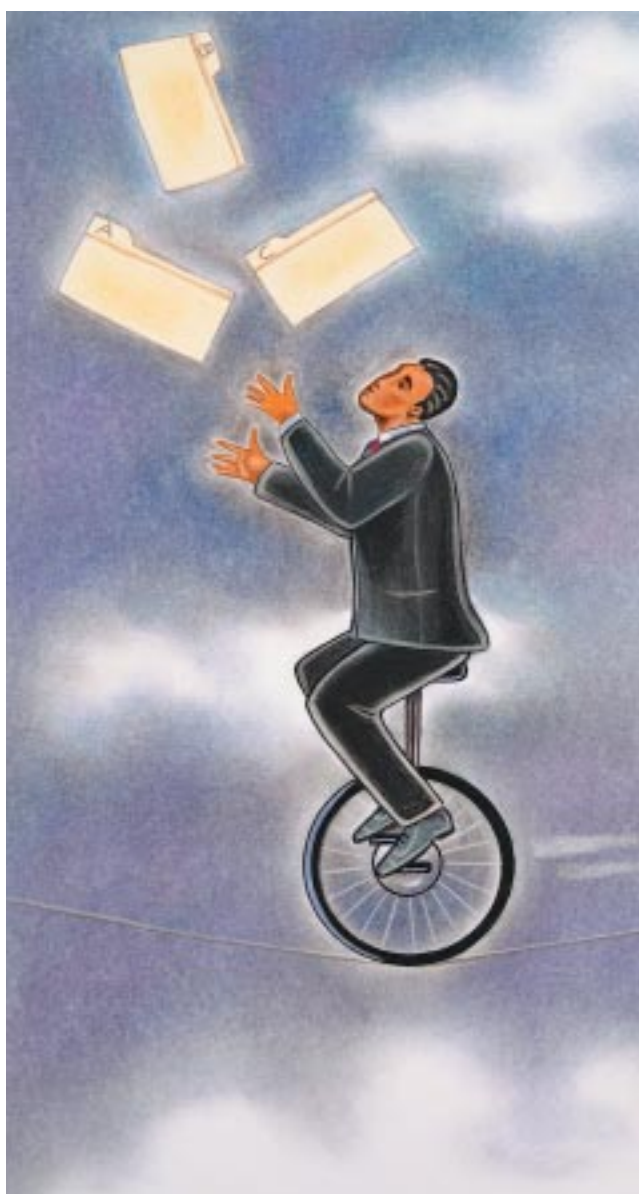
Goethe

par Michel Jalbert

**L**a dégringolade des marchés boursiers des quatre dernières années a créé un gouffre financier mondial pour les régimes de retraite. Au Canada, une récente étude conjointe de trois importants cabinets-conseil<sup>1</sup> estimait le manque à gagner pour l'ensemble des régimes publics et privés à environ 225 milliards \$ CA. De même, selon la *Régie des rentes du Québec*<sup>2</sup>, près de 70 % des régimes québécois se trouvaient en déficit sur une base de solvabilité.

## La tempête est-elle passée?

Selon certains, le récent marché baissier que nous avons connu n'a été qu'un phénomène cyclique. Toutefois, certains in-



Michel Jalbert, CFA, FICA, est vice-président, Service à la clientèle chez TAL Gestion globale d'actifs inc. à Montréal

dices semblent indiquer qu'il pourrait y avoir d'autres secousses à l'horizon :

- ▶ Nous sortons à peine de la plus grande bulle spéculative de l'histoire moderne, et il est difficile d'en mesurer tous les contrecoups;
- ▶ Les taux d'intérêt atteignent des valeurs planchers, jamais vues depuis plus de 45 ans, amenuisant la marge de manœuvre des banques centrales pour stimuler une économie chancelante et limitant d'autant le potentiel de rendement des titres obligataires;
- ▶ Les consommateurs, entreprises et gouvernements américains affichent un bilan financier peu reluisant avec un niveau historique d'endettement extrêmement élevé. Toute hausse des taux d'intérêt pourrait avoir des effets catastrophiques.

Cette vision est corroborée par une enquête récente<sup>3</sup> effectuée auprès d'une trentaine de gestionnaires canadiens qui prévoyaient, pour un portefeuille équilibré, des rendements annuels d'environ 6,5 % sur les 10 prochaines années.

Cette situation a généré une réflexion collective quant à la conception, le financement, l'investissement et la gestion du risque pour les régimes de retraite. Plus particulièrement, voici ce qui préoccupe les responsables de régimes:

Plusieurs politiques de placement prévoient une composante significative en actions. Conséquemment, une autre hécatombe boursière aurait des conséquences très nocives sur la situation financière des régimes de retraite;

Une baisse des taux d'intérêt, dans la portion long terme de la courbe de taux, se traduirait par une augmentation substantielle du passif des régimes sur la base de solvabilité, ayant pour conséquence une augmentation des contributions requises.

## Stratégies d'investissement

Voyons quelques approches, divisées en trois catégories, qui méritent l'attention des responsables de régimes.

### I. STRATÉGIES ALPHA

Ces stratégies permettent d'améliorer le profil risque/rendement d'un portefeuille en adoptant des stratégies de valeur ajoutée

TABLEAU I

### Rendement/risque d'un portefeuille équilibré<sup>4</sup>

Allocation au fonds de couverture	0,0 %	10,0 %	20,0 %
Rendement (\$CAN)	6,4 %	6,9 %	7,4 %
Risque (s)	8,0 %	7,2 %	6,5 %

Période : janvier 1996 – avril 2003

Source : Rendements pour fonds de couverture : EACM 100

tée peu corrélées avec les mouvements de marché et en bénéficiant des habiletés des gestionnaires à exploiter les inefficacités des marchés.

### Fonds de couverture (Hedge Funds) –

L'ajout d'un fonds de couverture accroît la diversification et réduit la volatilité des rendements du portefeuille. Généralement, on vise à générer un rendement absolu en éliminant le risque systémique des marchés et en profitant d'une gestion active des titres. Ces fonds utilisent une gamme de stratégies qui permettent de stabiliser les rendements.

À titre d'illustration, le tableau I démontre que l'ajout d'un fonds de couverture à un portefeuille traditionnel améliore son ratio rendement/risque.

nold<sup>5</sup>, la valeur ajoutée dépend de deux facteurs : la capacité du gestionnaire à faire des prévisions et l'étendue du nombre de décisions. Il est donc possible de profiter d'une source supplémentaire de rendement faiblement corrélée avec les marchés traditionnels.

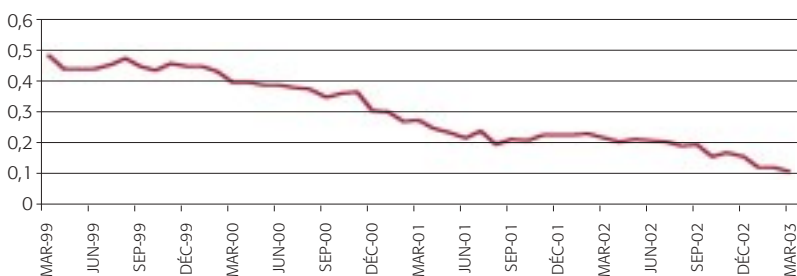
### Gestion des devises par superposition –

L'étude des devises par rapport aux catégories d'actifs traditionnelles en démontre la faible corrélation avec les marchés de capitaux sous-jacents. À titre d'exemple, le graphique I illustre la corrélation mobile sur six ans du rendement relatif des obligations canadiennes et américaines par rapport au mouvement des taux de change. On remarquera que cette corrélation a diminué considérablement, ce qui

GRAPHIQUE I

### Canada vs. É.U.

Corrélation du rendement relatif des titres à revenu fixe vs. Taux de variation des devises sous-jacents<sup>6</sup>



### Répartition de l'actif par superposition –

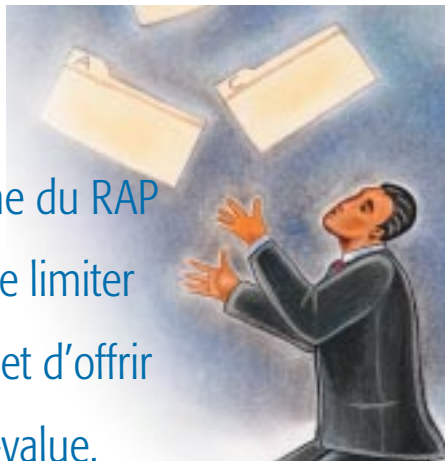
Une stratégie par superposition vise à modifier, à travers l'utilisation de produits dérivés, l'exposition d'un portefeuille à certaines catégories d'actifs, pays ou devises, sans toutefois altérer la répartition des actifs sous-jacents. D'ailleurs, cette stratégie, visant à exploiter les inefficacités des marchés, sera plus efficace lorsque l'univers d'opportunités est élargi. Selon la loi fondamentale de la gestion active de Richard Gri-

tend à confirmer qu'il est possible de réduire le risque total d'un portefeuille en en gérant activement les devises.

### II. STRATÉGIES BETA

La gestion du risque sera ici axée sur le rendement absolu du portefeuille ou l'impact sur la situation financière globale de la caisse de retraite, en tenant compte des engagements du régime. Il en résultera des stratégies qui tendront à modifier l'exposition de la caisse de retraite aux différents marchés.

L'approche du RAP  
permet de limiter  
les coûts et d'offrir  
une plus-value.



**Immunitisation** – Une stratégie d'immunitisation fournit une protection efficace contre les fluctuations des taux d'intérêt, puisque la gestion des actifs tient compte de la nature même des engagements, leurs valeurs respectives évoluant en tandem.

Bien que cette approche semblait plus pertinente lorsque les taux d'intérêt étaient beaucoup plus élevés, elle peut encore s'avérer utile, particulièrement pour les responsables de régimes qui ne peuvent assumer d'autres pertes substantielles.

Il existe plusieurs styles d'immunitisation communément utilisés : l'appariement précis des flux financiers, l'appariement de la durée du portefeuille en fonction des engagements du régime (selon la durée de Macaulay) ou l'appariement d'horizon, qui est en fait une combinaison des deux premières méthodes en faisant l'appariement des flux financiers pour les premières années du mandat, et un appariement de la durée par la suite. Cependant, une nouvelle approche permet de limiter les coûts et d'offrir une plus-value à l'investisseur : c'est l'approche du rapport actif/passif.

**Rapport Actif/Passif (RAP)** – Selon cette méthode, un portefeuille fictif est créé en se basant sur un appariement des flux financiers.

Un portefeuille de référence parfaitement apparié équivaut à un RAP de 1,0 tel que défini par la formule suivante :

$$\text{RAP} = \frac{\text{Valeur présente des actifs}}{\text{Valeur présente des engagements}}$$

Par une gestion active des secteurs (ex : titres provinciaux et corporatifs) et de la durée, selon l'anticipation des torsions que la courbe de rendement pourrait subir, le gestionnaire tentera de hausser le RAP au-dessus du point d'équilibre de 1,0 créant ainsi de la valeur pour l'investisseur.

**Protection de capital** – Il est possible d'intégrer à une gestion traditionnelle du portefeuille des stratégies de protection de capital – complètes ou partielles – en créant des notes participatives au marché boursier, soit une combinaison d'obligations à

coupons détachés et d'options d'achat ou de vente.

Ainsi, l'on peut mettre en place, pour une ou plusieurs catégories d'actifs, une structure de protection du capital, tout en permettant de bénéficier d'une partie des hausses de marché.

Grâce aux produits dérivés, on peut superposer une myriade de stratégies pour se protéger contre des baisses de marché ou des mouvements dans les taux d'intérêt.

Bien que ces stratégies de protection de capital semblent à prime abord attrayantes, il faut bien comprendre que le niveau de protection, le niveau de participation dans les marchés et leur coût d'implantation varient grandement en fonction des conditions de marché.

De plus, les sommes consacrées à cette stratégie seront immobilisées pour une période prédéterminée.

### III. STRATÉGIES DELTA

Il s'agit de stratégies novatrices de placement permettant de satisfaire les besoins spécifiques des régimes.

**Protection contre l'inflation** – Les engagements de plusieurs régimes sont directement influencés par la progression de l'inflation. Les investisseurs institutionnels se sont donc récemment intéressés aux obligations à rendement réel.

De plus, certains gestionnaires offrent des fonds communs de placement plus sophistiqués qui peuvent inclure des obligations à rendement réel de plusieurs émetteurs, mais également des contrats à terme qui reproduisent le rendement des indices sur les différentes matières premières.

**Fiducies de revenus** – Les fonds de fiducie de revenu, qui connaissent une vague de popularité grandissante, constituent une alternative pour les investisseurs qui recherchent un flux de revenus plus constant, une base de capital plus solide et un profil risque-rendement favorable.

### En conclusion

► Il faut bien définir les paramètres de risque acceptables aux yeux du responsable de régime ;

► Chaque régime a ses besoins propres et requiert une approche de placement taillée sur mesure ;

► Il faut bien comprendre que dans la structure législative présente et les pratiques de marché, il n'est pas toujours facile de se démarquer en appliquant des approches novatrices. Il faut donc que les membres des comités de retraite soient bien préparés pour justifier leurs décisions.

Comme le disait le célèbre économiste britannique Keynes, « *Les marchés financiers peuvent demeurer irrationnels plus longtemps que vous ne demeurerez solvable!* ». Il n'est donc jamais trop tard pour agir! ▲

1- W.M. Mercer, Towers Perrin & Watson Wyatt

2- Lecture de la situation financière des régimes à prestations déterminées, Mario Marchand, février 2003

3- Enquête AON, janvier 2003

4- TAL Gestion globale d'actifs inc., juin 2003

5- *The Fundamental Law of Active Management*, Ronald N. Kahn, Barra TAL Gestion globale d'actifs inc., juin 2003

6- TAL Gestion globale d'actifs inc., juin 2003