

UN ENVIRONNEMENT EN MÉTA



par Yvan Fontaine

Massillon, déjà, l'avait dit:

« Rien ne demeure, tout change. » N'empêche. Il y a ceux qui parviennent à anticiper. Plutôt rares. Et ceux qui doivent corriger le tir. Plus nombreux. Certains emploient des mots durs, se reprochent de ne pas avoir su aller au-devant, de ne pas être à la hauteur; d'autres parlent de renversement de la vapeur, de revers.

Bref, depuis la fin des années 1990, les caisses de retraite n'ont pas été épargnées: débandade boursière en 2001, appréciation du dollar canadien, contre-performance des marchés boursiers étrangers et baisse des taux d'intérêt, qui ont eu un effet désastreux sur l'actualisation du passif. Ces changements ont eu pour effet de créer un déséquilibre entre les placements, moins performants, et les engagements, de plus en plus lourds à porter. L'équilibre actuariel s'est détérioré jusqu'à créer un déficit dans plusieurs cas.

Comme la première préoccupation des caisses de retraite est de pourvoir au paiement des rentes promises au terme du régime, celles-ci doivent statuer sur la pertinence des investissements en fonction de cet objectif, c'est-à-dire considérer non seulement l'actif, mais

aussi le passif. Ce simple exercice, ainsi que l'abolition de la limite en contenu étranger survenue en 2005 ont provoqué une importante révolution dans le domaine des obligations, car rapidement une solution s'est imposée: faire les choses différemment. Et déjà, des tendances se dessinent.

Utilisation d'indices de référence spécifiques

Par le passé, les mandats accordés aux gestionnaires de portefeuille étaient pour la plupart liés à l'indice phare du marché obligataire canadien, l'indice obligataire universel Scotia Capitaux. Peu à peu, les experts ont réalisé que cette méthode n'était pas parfaite. Par exemple, entre décembre 1995 et 2005, le poids des obligations du gouvernement du Canada dans l'indice obligataire universel Scotia Capitaux a chuté de 19,3 points de pourcentage, à la suite de la réduction de la dette publique fédérale (voir tableau plus loin). Cela a eu pour effet d'accroître l'importance des autres émetteurs, principalement les sociétés. Résultat, une simple gestion passive, reproduisant fidèlement la composition de l'indice de référence

Nouvelles tendances sur le MORPHOSE marché obligataire

a augmenté le risque de crédit, sans que les investisseurs n'aient demandé quoi que ce soit. Ceux-ci souhaitent-ils ce changement? Ce n'est pas certain. Au contraire, certains mandats de gestion en obligations excluent maintenant les obligations corporatives.

Même constat du côté de la durée modifiée (forme modifiée de l'échéance permettant de mesurer la sensibilité du prix d'une obligation aux mouvements des taux d'intérêt) moyenne de l'indice qui a augmenté de 5,1 à 6,5 années au cours de la dernière décennie. Ce changement plaît à de nombreuses caisses de retraite puisqu'il allonge l'échéance moyenne de l'actif et procure ainsi un meilleur appariement avec le passif. Plusieurs caisses choisissent d'ailleurs de reproduire la portion à long terme de l'indice de référence afin d'allonger la durée de l'actif. Cependant, ceux qui, dans un environnement de taux historiquement bas, veulent préserver le capital optent plutôt pour un indice de référence de court terme.

Place des obligations dans la répartition d'actif

En plus de générer des revenus réguliers, facilitant la gestion des sorties de fonds, les placements en obligations représentent l'élément stable, la portion moins volatile d'une structure d'actif. Même si leur rendement est parfois inférieur à celui des autres classes d'actif, leur stabilité en fait une composante fondamentale du portefeuille.

Pourtant, dans les années 1990, fortes de leur surplus actuariels, les caisses de retraite ont délaissé les placements à revenu fixe au profit des autres catégories d'actif, principalement les actions canadiennes et internationales. De 55 % en 1990, le pourcentage des actifs obligataires a chuté à 33 % en 1999 et s'est stabilisé autour de ce niveau par la suite, selon des données obtenues auprès de l'Association canadienne des gestionnaires de fonds de retraite.

Ces dernières années, les caisses de retraite ont toutefois clairement manifesté

leur volonté de diminuer les risques encourus et la volatilité de la charge de retraite, ce qui laisse présager que cette tendance baissière s'inversera probablement. De plus, une remontée des taux de long terme encouragera certainement une plus grande utilisation des obligations.

Recherche de rendement

Depuis une décennie, la gestion obligataire passive est à la mode, mais à la suite de la détérioration de la situation actuarielle, la gestion active gagne des adeptes. En effet, bien que l'appariement des éléments d'actif et de passif pousse à la prudence, les gestionnaires de régimes semblent prêts à donner plus de place à la gestion obligataire active. Des stratégies de valeur ajoutée (alpha) reposant sur une gestion de la durée, de la courbe des rendements, des secteurs ou des écarts de crédit gagnent en popularité. Également, les gestionnaires de portefeuille utilisent davantage les produits dérivés, mais de façon contrôlée, pour créer de la valeur ajoutée.

INDICE OBLIGATAIRE UNIVERSEL SCOTIA CAPITAUX 1995-2005	DÉCEMBRE 1995		DÉCEMBRE 2005	
	Pondération (%)	Durée modifiée (années)	Pondération (%)	Durée modifiée (années)
Canada	63,8	5,0	44,5	5,9
Provinces	24,5	5,2	26,1	8,4
Sociétés	10,3	5,3	28,1	5,7
Indice universel		5,1		6,5
Taux 30 ans Canada (%)		7,59		4,05

Attrait des obligations étrangères

Auparavant ignorées dans l'ensemble par les investisseurs, les obligations internationales sont maintenant en vogue. Cet engouement résulte de la combinaison de plusieurs facteurs. Premièrement, durant les années 1990, l'investissement international se faisait surtout à travers les marchés boursiers, et ce phénomène s'expliquait par les meilleurs rendements de ces marchés en comparaison du marché canadien (voir graphique ci-bas). La performance des marchés d'actions internationales était d'ailleurs bonifiée pendant cette période par la dépréciation chronique du dollar canadien. À l'inverse, le marché obligataire canadien était un marché «à rendement élevé», une conséquence de la détérioration des finances publiques. Alors pourquoi investir dans les obligations étrangères si le marché canadien produit des rendements plus que satisfaisants?

L'assainissement des finances publiques a amené le marché obligataire

canadien à offrir des rendements comparables, voire légèrement plus faibles, à ceux des marchés étrangers. Il n'existe donc plus d'avantages comparatifs systématiques favorisant les obligations canadiennes. Et puis l'abolition en 2005 de la règle limitant le contenu étranger des caisses de retraite a créé de nouvelles opportunités pour ces investisseurs. Résultat, les marchés obligataires internationaux sont maintenant évalués en fonction de leur potentiel de rendement additionnel et de leur effet de diversification de portefeuille. À ce titre, il est reconnu que l'ajout d'obligations des gouvernements étrangers à la portion obligataire canadienne améliore la relation rendement/risque d'un portefeuille, les titres à revenu fixe canadiens ne représentant qu'un maigre 2% de l'encours obligataire mondial.

Le hic, c'est que les obligations étrangères exposent les caisses de retraite au risque de change alors que leur passif est en dollars canadiens. Il est cependant

possible de couvrir presque complètement ce risque, ou encore de laisser une certaine latitude au gestionnaire obligataire de couvrir entièrement le placement ou non. En effet, ce dernier est relativement bien placé pour gérer ces positions puisque l'analyse qu'il fait des politiques monétaires des différents pays l'amène à se pencher de près sur les fluctuations futures des devises.

Autre nouveauté, depuis la modification de la loi sur le contenu étranger, plusieurs sociétés étrangères se sont prévaluées des conditions de financement avantageuses au Canada. Grâce à cette prolifération, les investisseurs peuvent sélectionner de nouveaux émetteurs, dont la qualité de crédit est aussi bonne, voire meilleure, que celle d'émetteurs canadiens comparables, avec des primes de risque intéressantes.

Le nouvel environnement de marché a provoqué une vaste transformation de la répartition de l'actif, des modes de comparaison et des mandats de gestion. Heureusement, les gestionnaires de portefeuille les plus ingénieux ont pavé la voie en proposant des solutions. Au stade actuel, les caisses de retraite n'ont plus qu'à choisir diligemment un gestionnaire et lui donner les moyens de saisir toutes les opportunités. ▲

YVAN FONTAINE est premier vice-président, Placements, chez Addenda Capital à Montréal.



RENDEMENTS HISTORIQUES CATÉGORIES D'ACTIFS

Évolution des marchés boursiers mondiaux et du dollar canadien

