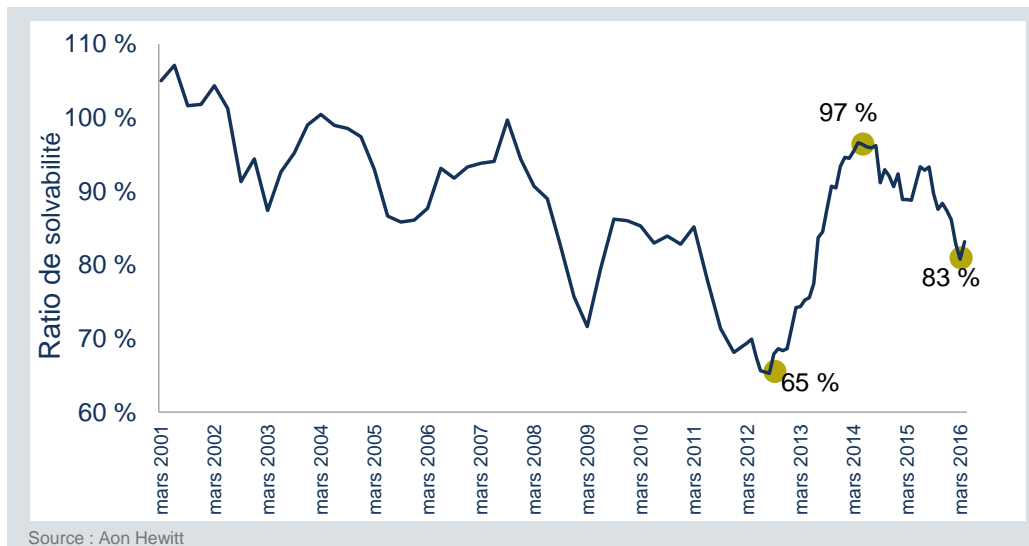


## Stratégies d'investissement 2016

# Solutions pratiques pour réduire les risques : réduire la volatilité de la capitalisation grâce à des stratégies de rendement absolu

L'état de capitalisation des régimes canadiens de retraite à prestations déterminées (PD) s'est amélioré au cours des trois dernières années, après une longue période d'importante volatilité et de déficits croissants. La volatilité persiste cependant, malgré une légère atténuation, et de nombreux régimes à PD en profitent pour réduire le risque de leurs portefeuilles et de grandes fluctuations de leur capitalisation future.

**Figure 1: Ratio de solvabilité médian des régimes de retraite canadiens**



Traditionnellement, la volatilité de la capitalisation des portefeuilles conventionnels est surtout le fait d'une exposition au risque des éléments d'actif axés sur le rendement. Par conséquent, les promoteurs de régimes et les membres de comité de placement soucieux de réduire le risque des portefeuilles sont souvent confrontés au double défi d'abaisser la volatilité en général, et de maintenir le profil de croissance nécessaire pour atteindre leurs objectifs.

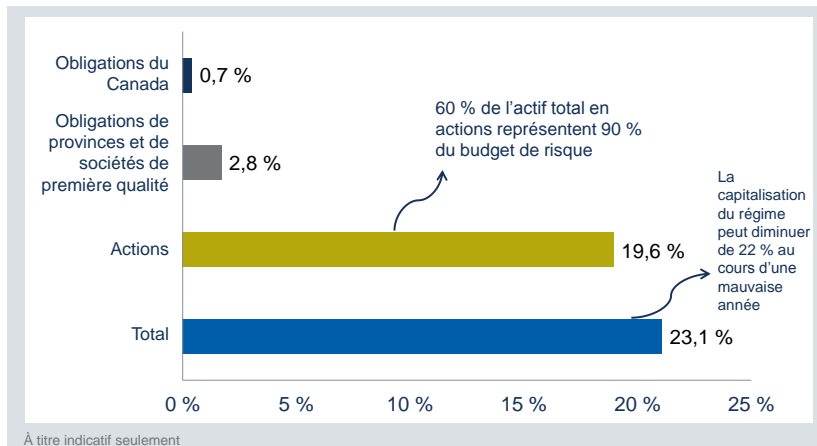
Les articles précédents de cette série sur la réduction du risque ont envisagé plusieurs moyens de relever ce défi, comme le recours à des stratégies de gestion d'actions à faible volatilité et la

réduction du risque de taux d'intérêt non concordants<sup>1</sup>. Nous tentons d'illustrer ici comment l'intégration de stratégies de rendement absolu dans la répartition d'actifs axés sur le rendement, dans le portefeuille d'un régime à PD, peut permettre efficacement de réduire le risque de capitalisation. En réduisant la volatilité du provisionnement du régime, un promoteur peut diminuer le risque de baisses importantes de solvabilité du régime, tout en préservant en grande partie le profil de croissance du portefeuille de l'actif.

## Sources de risque dans les portefeuilles à prestations déterminées

La probabilité que le rendement de l'actif soit inférieur à celui du passif est l'une des façons de mesurer le risque de perte du portefeuille des régimes à PD; une persistance du sous-rendement de l'actif par rapport au passif peut compromettre la capacité du régime à financer le versement futur des prestations. C'est pourquoi les promoteurs et les membres de comité de placement disposent généralement d'un « budget de risque », qui limite les risques que peuvent tolérer les portefeuilles et détermine comment ces risques sont répartis entre les catégories d'actif.

**Figure 2: Budget de risque actif/passif d'un portefeuille traditionnel de régime à prestations déterminées**



La figure 2 montre une répartition des sources de risque de perte dans un portefeuille type de régime à PD. Pour un portefeuille type comme ce modèle, les actions représentent 90 % du budget de risque, alors qu'elles composent seulement 60 % de la valeur marchande du portefeuille. Cette relation n'a rien d'étonnant puisque le rendement des actions tend à

être plus volatil que celui des autres catégories d'actif qui composent cette répartition; en outre, ce rendement est très peu corrélé, à court terme, avec la valeur du passif d'un portefeuille de régime à PD, ce qui crée un décalage. La correction des marchés de 2008 a fourni un exemple douloureux des problèmes que peut créer un tel décalage : dans ce contexte, un régime type, composé d'une importante part d'actions, a vu la valeur de son actif reculer après la liquidation massive d'actions; parallèlement, la valeur économique de son passif a augmenté lorsque les taux d'intérêt ont glissé (étant donné sa sensibilité aux fluctuations des taux d'intérêt). Il n'est pas surprenant que cette convergence entre la valeur en baisse des actifs axés sur le rendement et la valeur accrue des actifs sensibles aux fluctuations des taux d'intérêt correspondants ait provoqué

<sup>1</sup> (Pour un examen plus approfondi de ces méthodes, veuillez-vous reporter à nos articles intitulés *Solutions pratiques pour réduire les risques : les stratégies d'actions à faible volatilité* et *Solutions pratiques pour réduire les risques : la durée des éléments d'actif et le risque de taux d'intérêt*.)

une baisse de presque 30 % en à peine 15 mois des niveaux de provisionnement du passif de nombreux régimes de retraite canadiens<sup>2</sup>.

En dépit de cela, il est impossible, économiquement parlant, d'éliminer complètement le risque des actifs axés sur le rendement des régimes à PD, en général, car les taux de rendement en vigueur sur les titres à revenu fixe ne couvriront probablement pas la croissance potentielle des coûts futurs des régimes. Il est cependant possible de diversifier le risque de la part du portefeuille attribuée aux actifs axés sur le rendement afin d'améliorer le profil de risque de perte de l'actif. La section suivante examine comment les stratégies de rendement absolu peuvent permettre efficacement d'atteindre cet objectif.

## Stratégies de rendement absolu

Les stratégies de rendement absolu visent à générer des rendements positifs même en situation de marchés volatils, peu animés ou en baisse. Elles peuvent aussi être un complément intéressant aux actions, qui jouent davantage un rôle de source de rendement que d'appariement du passif, dans les portefeuilles à PD.

Bien que les objectifs de rendement et les attentes à l'égard du risque varient grandement parmi les stratégies de rendement absolu, nous avons concentré notre analyse sur un sous-ensemble plus prudent de ces stratégies, représenté par l'indice de rendement absolu HFRX; ce dernier est couramment utilisé pour illustrer une répartition diversifiée des stratégies de rendement absolu.

Ces stratégies se distinguent des éléments d'actif de croissance traditionnels par le fait qu'elles utilisent des méthodes d'investissement moins limitées et qu'elles disposent d'une plus grande variété d'outils pour améliorer les rendements. Parmi ces stratégies figurent la vente à découvert et la couverture sur les marchés, qui permettent de réduire la volatilité et éventuellement de bénéficier des périodes de recul des marchés.

Comparées aux stratégies traditionnelles de gestion des actions à positions acheteur seulement, les stratégies de rendement absolu offrent habituellement des prévisions de rendement plus faibles et une volatilité attendue nettement moindre. En outre, elles sont faiblement corrélées avec les catégories d'actif traditionnelles axées sur le rendement — c'est-à-dire qu'elles connaissent des hausses et des baisses légèrement décalées. Globalement, ces caractéristiques peuvent fournir un outil puissant pour atténuer la volatilité en général dans les portefeuilles de régimes à PD et ainsi contribuer à réduire la volatilité de leur provisionnement et à maintenir un potentiel de croissance important.

---

<sup>2</sup> Aon Hewitt, Étude du degré de solvabilité médian, 2015.

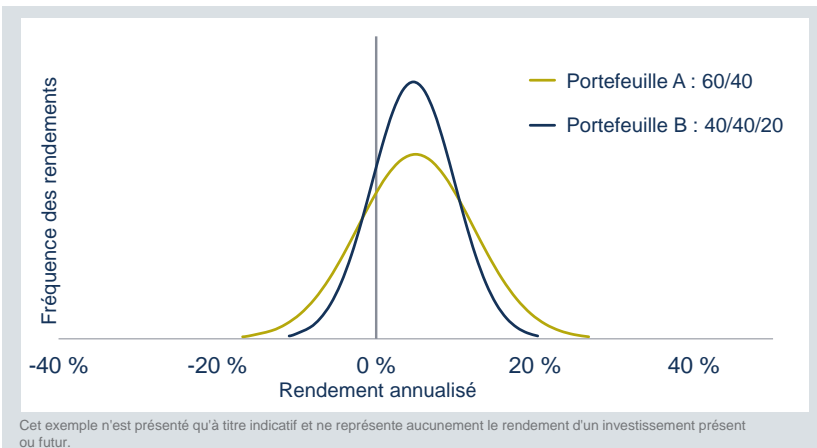
### Incidence sur les rendements dans un contexte où seul l'actif compte

Pour illustrer ce point, nous avons utilisé la distribution des rendements d'un portefeuille axé sur le rendement, avec et sans attribution à des stratégies de rendement absolu, comme le montre la figure 3. Ce graphique illustre la distribution de rendements de deux portefeuilles entre 1998 et 2015 : le portefeuille A, qui comporte une proportion traditionnelle 60/40 d'actions et d'obligations, et le portefeuille B, composé à 40/40/20 d'actions, d'obligations et de stratégies de rendement absolu<sup>3</sup>. Les deux portefeuilles sont étroitement alignés à leur sommet, ce qui suggère que leurs rendements au cours de la période étaient similaires, la plupart du temps; cependant, la fourchette des résultats

générés par le portefeuille A est beaucoup plus large, en particulier en ce qui concerne le potentiel de pertes, ce qui démontre que ce portefeuille présente un profil de nature plus volatile.

La figure 4 résume les qualités de ces portefeuilles relativement à la volatilité et aux pertes. En plus de la différence quant aux pertes, le portefeuille B présente nettement moins de volatilité que le portefeuille A, pour des rendements comparables. Le portefeuille B est donc plus efficace, avantage quantifié par le ratio de Sharpe, une mesure des rendements corrigés en fonction du risque.

**Figure 3: Distributions des rendements, placements traditionnels et stratégies de rendement absolu**



**Figure 4: Portefeuilles modèles, placements traditionnels et stratégies de rendement absolu**

	Portefeuille A : 60/40	Portefeuille B : 40/40/20
Perte maximale	-24,2 %	-17,9 %
Volatilité annualisée	7,3 %	5,2 %
Rendement moyen	5,0 %	4,7 %
Ratio de Sharpe	0,36	0,45

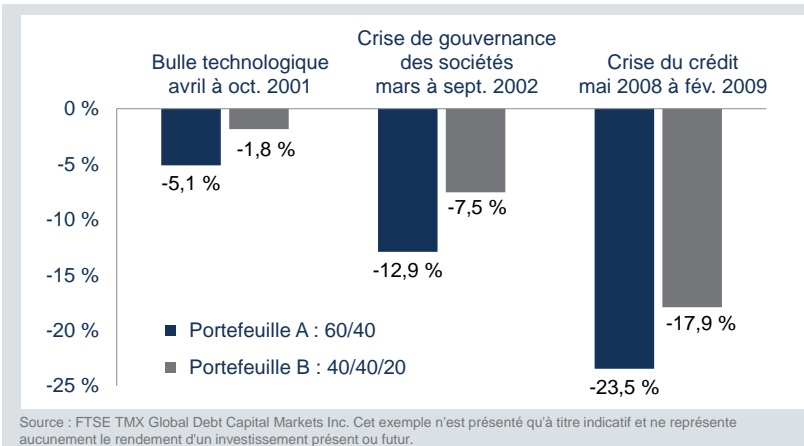
Source : FTSE TMX Global Debt Capital Markets Inc. Cet exemple n'est présenté qu'à titre indicatif et ne représente aucunement le rendement d'un investissement présent ou futur.

<sup>3</sup> La part d'actions est formée de 30 % de l'indice composé S&P/TSX (en \$ CA) et de 70 % de l'indice MSCI Monde (en \$ US); la part de titres à revenu fixe est composée de l'indice obligataire universel FTSE TMX Canada (en \$ CA) et la part de stratégies de rendement absolu est composée de l'indice de rendement absolu HFRX (en \$ US). Ces approximations s'appliquent à tous les exemples des portefeuilles A et B présentés dans cet article.

Il est important de souligner que ce gain d'efficacité résulte d'une volatilité moindre et de pertes réduites, plutôt que de rendements supérieurs par rapport aux actions. La figure 5 utilise les mêmes portefeuilles modèles pour comparer leurs rendements historiques au cours des trois récentes périodes de baisse importante des marchés.

Comme le graphique l'illustre, le portefeuille B a subi des pertes moindres, en général, pendant ces trois périodes.

Figure 5: Rendements du portefeuille lors de marchés baissiers

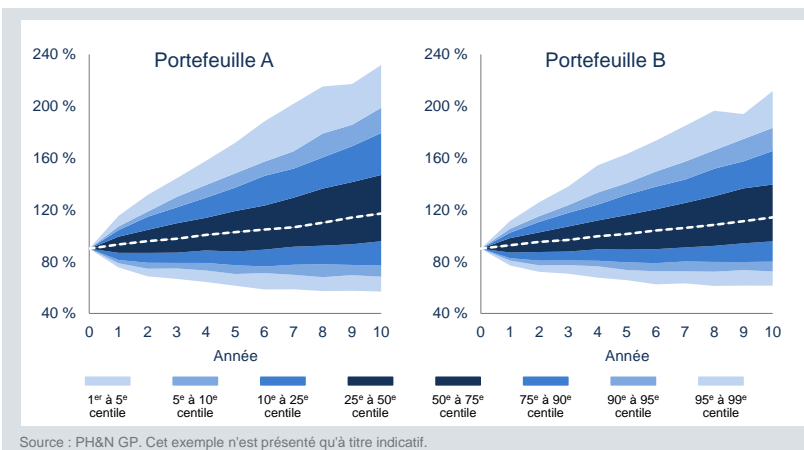


### Incidence sur les rendements à l'égard du passif

La section précédente souligne l'incidence que peuvent avoir les stratégies de rendement absolu sur un portefeuille dans un contexte uniquement axé sur l'actif, mais il n'aborde pas la question des rendements à l'égard du passif.

Pour explorer les effets possibles des stratégies de rendement absolu sur le passif, nous avons mesuré la volatilité de la capitalisation du régime d'un portefeuille de passifs par rapport aux deux portefeuilles d'actifs utilisés précédemment : le portefeuille A, avec sa composition traditionnelle de 60/40, et le portefeuille B, avec une part de 20 % de ses actions réattribuée à des stratégies de rendement absolu. Notre analyse prévisionnelle, qu'on peut observer à la figure 6, illustre les ratios de capitalisation projetés d'un régime investi dans les portefeuilles A et B sur une période de 10 ans. Comparé au portefeuille A, le portefeuille B démontre un écart beaucoup plus étroit entre les ratios de capitalisation, suggérant que ses ratios de capitalisation pourraient connaître une volatilité et un risque de pertes moindres au cours de cette période.

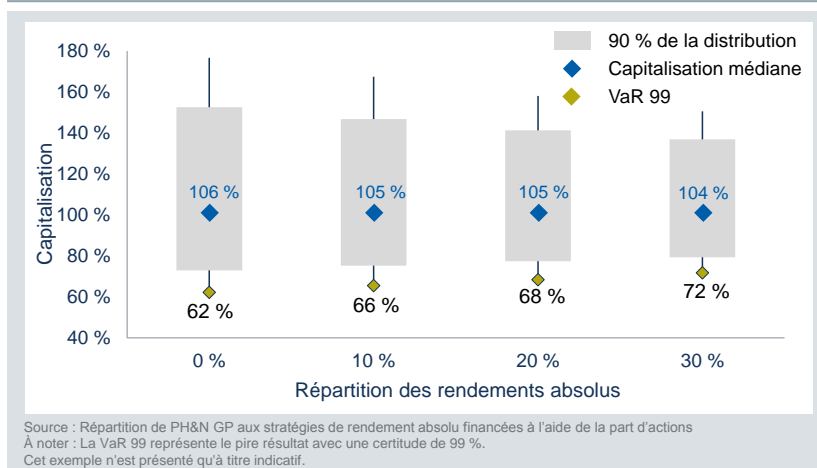
Figure 6: Ratios de capitalisation projetés



## Incidence sur l'état de capitalisation

Bien entendu, les actions sont une source de hausse potentielle, tout comme elles présentent un risque de baisse. Les stratégies de rendement absolu renoncent souvent à un peu de cette possibilité de hausse en échange d'une protection contre les baisses — mais dans quelle mesure? La figure 7 montre la répartition de la capitalisation d'un portefeuille doté d'une exposition variable aux stratégies de rendement absolu, sur une période de 10 ans. Chaque colonne représente 90 % de la répartition possible de la capitalisation de ce portefeuille, la base de chacune correspondant au pire résultat vraisemblable avec une certitude de 95 %, et leur sommet représentant le meilleur résultat possible à 95 % sûr<sup>4</sup>.

Figure 7: Distribution de la capitalisation



Le graphique montre que les stratégies de rendement absolu réduisent la perte de capitalisation en sacrifiant une petite part des possibilités de hausse, et cet effet s'accroît à mesure qu'on augmente la part attribuée aux stratégies de rendement absolu.

Si l'on considère les circonstances dans lesquelles le meilleur et le pire des scénarios pourraient survenir,

on obtient un contexte beaucoup plus large. Le meilleur des scénarios surviendra en période de rendements exceptionnellement forts sur les marchés, profitant ultimement aux régimes de retraite. Dans un tel cas, les cotisations pourraient être réduites en raison de la position solide du régime. À l'opposé, le pire scénario pourrait se produire après une forte perte survenue pendant une période de tensions prolongée sur les marchés. Dans une telle situation, les entreprises pourraient elles aussi obtenir de piètres résultats, et les promoteurs pourraient devoir réinjecter du capital à leurs caisses de retraite pendant une période plus difficile. À notre avis, l'incidence négative de ce dernier scénario est beaucoup plus importante que l'avantage offert par le premier, et par conséquent, cela nous paraît être un argument séduisant en faveur des stratégies de rendement absolu.

<sup>4</sup> Pour en savoir plus sur la méthodologie et les hypothèses de modélisation, veuillez vous reporter à l'annexe.

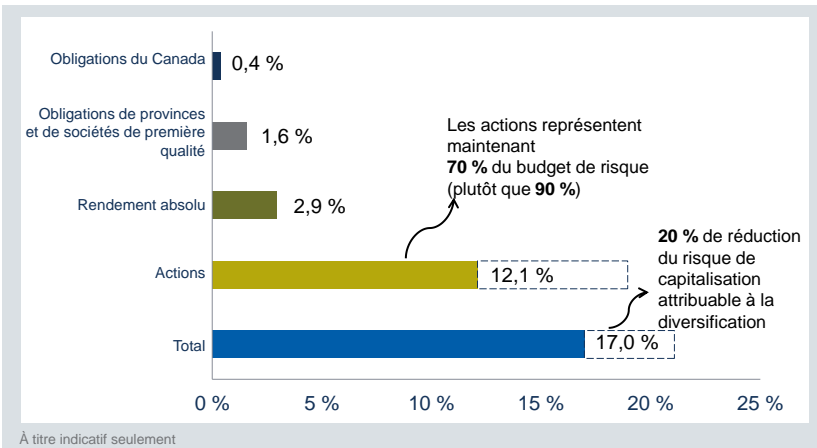
## Incidence sur le budget de risque

À la figure 1, nous avons montré le budget de risque actif/passif d'un régime à PD traditionnel sous forme de scénario de marché baissier, où la part de 60 % attribuée aux actions représente 90 % du budget de risque total. À la figure 8, nous illustrons comment l'ajout de stratégies de rendement absolu à ce portefeuille peut influencer les sources de capitalisation et les attentes quant aux baisses de cette capitalisation.

L'ajout d'une part de 20 % attribuée aux solutions de rendement absolu, financée à même une réduction de la part d'actions, permet d'abaisser le risque de capitalisation total de 20 %, celui-ci passant de 22 à 17 %. Cette importante diminution des pertes potentielles peut avoir une grande influence sur les engagements et le risque d'un promoteur de régime, lors

d'une importante détérioration du marché. Il s'agit d'un résultat précieux pour les investisseurs institutionnels sensibles aux baisses de capitalisation, mais soucieux de conserver un peu de potentiel de croissance, ce que n'offrent pas les obligations de leur portefeuille.

**Figure 8: Budget de risque actif/passif d'un portefeuille spéculatif de régime à prestations déterminées**



## Points à considérer par les investisseurs

Les investisseurs institutionnels doivent tenir compte d'un certain nombre de problèmes, lorsqu'ils envisagent d'intégrer des stratégies de rendement absolu dans un portefeuille. En voici quelques-uns :

- **Options de mise en œuvre.** Cet article s'est concentré sur la possibilité d'ajouter des stratégies de rendement absolu dans un portefeuille en recherche de rendement. Une telle attribution peut également être réalisée à l'aide d'un transfert d'alpha ou d'un programme de superposition, dans une structure guidée par le passif ou un portefeuille axé sur le rendement. Les investisseurs doivent donc considérer l'ensemble de leurs objectifs et leur tolérance au risque pour choisir la méthodologie de mise en œuvre et la structure de portefeuille qui leur conviennent le mieux.
- **Complexité accrue.** Les stratégies de rendement absolu peuvent accroître la complexité des portefeuilles de placement en raison de la nature non conventionnelle des outils qu'elles utilisent couramment (comme les dérivés et la vente à découvert), ainsi que d'un profil de risque-rendement largement différent de celui des placements traditionnels. Il est important de reconnaître et de comprendre la nature plus nuancée de ces stratégies pour pouvoir les intégrer correctement et efficacement dans les portefeuilles.

- **Exigences en matière de gouvernance.** Les politiques et procédures en matière de gouvernance devraient refléter les caractéristiques uniques et les outils de placement des stratégies de rendement absolu et en tenir compte pour s'arrimer parfaitement aux politiques existantes des investisseurs. Il est essentiel de s'attarder à bien informer le conseil d'administration et les comités de placement pour assurer que les objectifs et les attentes soient bien compris et correctement établis.
- **Surveillance.** Étant donné la complexité associée aux stratégies de rendement absolu, il est important de compter sur un processus de surveillance approprié afin d'assurer qu'elles agissent dans les limites de leur mandat et des risques établis. Une surveillance efficace doit prévoir des rapports réguliers, une vérification préalable périodique et des communications transparentes.
- **Coûts.** Les stratégies de rendement absolu peuvent être assorties de frais plus élevés que dans le cas des placements traditionnels, en raison des connaissances et du savoir-faire requis et des possibles contraintes de capacité associées à ces stratégies.

## Conclusion

Bien que de nombreux régimes de retraite canadiens aient vu leur capitalisation s'améliorer grandement, en comparaison des déficits subis au cours de la dernière décennie, la volatilité du provisionnement des régimes demeure une préoccupation majeure. Par conséquent, il est devenu de plus en plus important que les promoteurs de régime s'attardent dorénavant à réduire la volatilité pour soutenir leurs objectifs à long terme. Atteindre ce but n'est pas sans problèmes, cependant, car une importante réduction du risque va souvent de pair avec une baisse des rendements, l'attribution aux actifs à risque étant réduite.

Une part attribuée aux stratégies de rendement absolu peut permettre d'abaisser la volatilité de la capitalisation sans trop influencer le profil de croissance du portefeuille. De plus, ces stratégies ont tendance à améliorer les rendements corrigés du risque d'un portefeuille tout en réduisant les grandes pertes. C'est pourquoi nous estimons que les stratégies de rendement absolu offrent une solution intéressante au défi auquel sont aujourd'hui confrontés de nombreux régimes de retraite.

---

Pour de plus amples détails, veuillez communiquer avec votre gestionnaire de portefeuille institutionnel PH&N GP, ou composez le 1-855-408-6111 ou encore écrivez-nous à [institutions@phn.com](mailto:institutions@phn.com).

---



## Annexe

### Méthodologie et hypothèses de modélisation des figures 6 et 7

Les colonnes affichées dans les figures 6 et 7 représentent 90 % de la répartition de la capitalisation de chacun des portefeuilles; la base de chaque colonne correspond au 5<sup>e</sup> centile de capitalisation (le pire résultat vraisemblable avec une certitude de 95 %) et leur sommet représente le 95<sup>e</sup> centile de capitalisation (le meilleur résultat possible avec une certitude de 95 %).

La méthodologie de modélisation utilisée était la simulation de Monte Carlo, qui fait appel à 1 000 répétitions de rendements annuels sur 10 ans pour les portefeuilles respectifs. Les hypothèses de rendement, d'écart-type et de corrélation pour diverses catégories d'actif apparaissent au bas de la figure 9.

**Figure 9: Hypothèses relatives aux marchés financiers**

	Rendement annualisé	Écart-type	Corrélation			
			Passif	Titres à revenu fixe	Actions	Stratégies de rendement absolu
Passif	2,45 %	8,0 %	1	0,997	0,196	0,128
Titres à revenu fixe	2,75 %	7,5 %	0,997	1	0,225	0,159
Actions	7,00 %	14,0 %	0,196	0,225	1	0,596
Stratégies de rendement absolu	6,00 %	6,0 %	0,128	0,159	0,596	1

Source : PH&N GP

Les rendements attendus proviennent des meilleures prévisions estimatives de RBC GMA. Les écarts-types et les corrélations sont des prévisions provenant de données historiques de la période de janvier 1990 à décembre 2014. Cette analyse est présentée à titre indicatif uniquement et ne garantit aucun rendement ou risque futur.

Cette page est intentionnellement laissée en blanc.

Cette page est intentionnellement laissée en blanc.

**VANCOUVER**

Waterfront Centre, 20<sup>e</sup> étage  
200, rue Burrard  
Vancouver (Colombie-Britannique)  
V6C 3N5 Canada  
T 604-408-6000

**TORONTO**

22<sup>e</sup> étage  
155, rue Wellington Ouest  
Toronto (Ontario)  
M5K 3K7 Canada  
T 416-974-2710

**MONTRÉAL**

6<sup>e</sup> étage, aile Nord  
1, Place Ville-Marie  
Montréal (Québec)  
H3B 1Z5 Canada  
T 514-876-1256

---

Ce document est fourni par Phillips, Hager & North gestion de placements (PH&N GP) à titre d'information uniquement; il ne peut être reproduit, distribué ou publié sans le consentement écrit de PH&N GP. Il ne constitue pas un avis professionnel et ne doit en aucun cas être considéré comme tel.

PH&N GP prend des mesures raisonnables pour offrir des informations qu'elle considère comme à jour, exactes et fiables, au moment de mettre sous presse. L'information obtenue de tiers est considérée comme digne de foi, mais aucune représentation ou garantie, expresse ou implicite, n'est faite par PH&N GP, ses sociétés affiliées ou toute autre personne quant à son exactitude, son intégralité ou son bien-fondé. Nous déclinons toute responsabilité quant à des erreurs ou des omissions, quelles qu'elles soient. Les points de vue et opinions exprimés dans le présent document sont ceux de PH&N GP à la date de publication et peuvent changer sans préavis. Cette information ne doit pas être considérée comme une offre ou une sollicitation pour la vente ou l'achat de titres ni pour se prévaloir ou s'inscrire à des services.

PH&N GP est une division de RBC Gestion mondiale d'actifs Inc., une filiale indirecte en propriété exclusive de la Banque Royale du Canada.

®/MC Marque(s) de commerce de Banque Royale du Canada. Utilisée(s) sous licence.

© RBC Gestion mondiale d'actifs Inc., 2016. Date de publication : le 29 juillet 2016. IC1607416

