

LA VIGIE

DÉCEMBRE 2008

Investissement axé sur le **passif**

Dans ce numéro de la Vigie, nous examinons la notion d'investissement axé sur le passif, aussi connue sous le nom d'appariement et traitons du processus et des outils disponibles afin d'appliquer une saine gestion des risques financiers.



« Vigie : du latin *vigilare* qui signifie veiller. La surveillance exercée par un matelot de veille à partir d'un endroit élevé; son poste d'observation. »

- Petit Robert



GESTION DE PORTEFEUILLE
N A T C A N

« L'univers du placement est en mouvance constante. Pour y naviguer, on doit faire preuve de discipline et de rigueur intellectuelle; on doit pouvoir déchiffrer des indicateurs sur des horizons distants tout en évitant les écueils à proximité. Il faut savoir faire preuve d'humilité et maintenir une bonne dose de réalisme et d'humour. Bref, on doit faire preuve d'une vigilance sans faille.

Ces qualités sont réunies au sein de l'équipe de Gestion de portefeuille Natcan inc. Les commentaires qui suivent reflètent la pensée des professionnels de Natcan sur des événements ayant un impact sur les investisseurs canadiens et leurs conseillers. »

– Pascal Duquette, président et chef du placement

>>> NATCAN

Gestion de portefeuille Natcan Inc. est une filiale de la Banque Nationale du Canada. Fondée en 1990, la société gère plus de 22 milliards de dollars et est l'un des importants gestionnaires institutionnels canadiens. Nos équipes de gestion agissent selon leurs convictions avec discipline et rigueur, dégagant ainsi des rendements à long terme supérieurs et conformes aux attentes des investisseurs et de leurs conseillers.

>>> LES AUTEURS : ÉTIENNE DUBÉ, M.Sc., FSA, FICA

Directeur, solutions d'investissement guidées par le passif




Étienne Dubé est directeur, solutions d'investissement guidées par le passif pour Gestion de portefeuille Natcan. Il est responsable de l'élaboration et de l'exécution des stratégies d'investissements guidées par le passif, notamment pour les caisses de retraite, les compagnies d'assurance et les fonds de dotation. Avant de joindre les rangs de Banque Nationale Groupe Financier, Monsieur Dubé a occupé le poste de conseiller en investissement au sein de la pratique de gestion d'actifs chez Groupe-conseil Aon où il collaborait à l'instauration de politiques de placement de caisses de retraite au sein des secteurs privé et public. Son rôle incluait également la direction du groupe canadien de gestion actif/passif dont la tâche principale consiste à développer des stratégies d'allocation d'actifs pour une variété de profils.

GILLES CHOUINARD

Vice-président, Gestionnaire de portefeuilles clients



Gilles Chouinard s'est joint à Gestion de portefeuille Natcan en octobre 2008 à titre de vice-président et gestionnaire de portefeuilles clients. Avant de se joindre à la firme, monsieur Chouinard gérait des portefeuilles pour le compte d'investisseurs institutionnels depuis 1984. Il s'est également occupé de la gestion de la trésorerie et des risques d'appariement des taux d'intérêt et de change pour une importante institution financière dont les actifs excèdent 100 milliards. Il détient un baccalauréat et une maîtrise en administration des affaires de l'Université Laval.



L'investissement axé sur le passif a gagné ses lettres de noblesse sous le nom d'« appariement » au début des années 1980, au moment de la montée fulgurante des taux d'intérêt et de l'inversion de la courbe de rendement. Certains d'entre nous se souviendront que la cause principale de la crise financière du début des années 1990 (*Savings & Loans Crisis*) aux États-Unis résultait d'un important désappariement des sources de liquidité des institutions impliquées.

L'objectif d'une gestion axée sur le passif consiste à structurer l'actif de manière à pouvoir répondre aux exigences du passif. Ce type de gestion varie en fonction de la nature spécifique du passif en jeu. Elle prend une forme particulière et commande une mesure et une gestion différentes, selon la situation.

Pour une institution bancaire, l'objectif central est de limiter la sensibilité du revenu net d'intérêt à un mouvement désordonné des taux d'intérêt. De façon générale, on tente de s'assurer qu'une variation défavorable des taux d'intérêt aura un impact limité sur les résultats en proportion du capital de la banque.

Pour les caisses de retraite, ce cadre de gestion consiste à établir la stratégie de placement adéquate pour maintenir un écart favorable entre la valeur présente de l'actif et celle du passif. On discute ici de capitalisation et de solvabilité du régime.

Pour les compagnies d'assurance, l'objectif est de bien associer les entrées de fonds issues des primes et des revenus de placement aux sorties de fonds découlant des événements et des échéances de produits.

Bien évidemment, nous pouvons ajouter à cette liste tout individu ou institution qui, devant s'acquitter d'obligations financières dans un avenir plus ou moins rapproché, cumule des fonds pour y parvenir.

En fait, l'investissement axé sur le passif est un processus continu de formulation, d'implantation, de suivi et de révision des stratégies de placement d'un actif tenant compte du passif lié dans le but d'atteindre des objectifs financiers sujets à un ensemble de contraintes. Ce processus de gestion est critique pour qu'une institution qui investit

dans les marchés puisse respecter ses engagements de façon efficace.

UNE APPROCHE APPELÉE À REGAGNER L'INTÉRÊT DES RÉPONDANTS DE CAISSES DE RETRAITE

L'investissement axé sur le passif (IAP) n'est pas un concept nouveau pour les caisses de retraite. Des événements tels que la chute des marchés boursiers en 2001 et 2002, la baisse des taux d'intérêt, le spectre des nouvelles normes comptables et un contrôle plus serré de la part des législateurs ont même amplifié l'intérêt de plusieurs envers cette approche.

Jusqu'à tout récemment, peu osaient toutefois s'y aventurer, préférant demeurer sur les lignes de touche. La récente débâcle boursière semble cependant en avoir persuadé plusieurs qu'il était temps de mettre la priorité sur la gestion des risques en appliquant un processus IAP.

Un bon processus IAP devrait au moins comporter les trois étapes suivantes :

1. L'identification des risques
2. La budgétisation du risque
3. L'optimisation

Identification des risques

Cette étape est essentielle à l'efficacité du processus. Les objectifs doivent être définis au chapitre des mesures reliées à la fois à l'actif et au passif. Cotisation, surplus et charge de retraite en sont de bons exemples. Généralement, les objectifs seront contradictoires étant donné la nature des intérêts des différents intervenants au régime. Certains de ces objectifs pourront être atteints en haussant la corrélation entre l'actif et le passif (réduction de la volatilité des cotisations) alors que pour d'autres, il faudra augmenter le rendement attendu du portefeuille (augmentation du surplus moyen).

Budgétisation du risque

La seconde étape consiste à établir le budget de risque en quantifiant celui-ci dans la stratégie d'investissement actuelle et en



établissant des bornes devant être respectées. Pour ce faire, il faut déterminer divers éléments, dont la probabilité d'atteindre les objectifs, les scénarios défavorables et l'ampleur de la perte si l'objectif n'est pas réalisé. Il faut ensuite déterminer le niveau acceptable de volatilité ou la probabilité maximale de ne pas atteindre les objectifs. Plusieurs facteurs devront être considérés, notamment la tolérance au risque, l'échéance du régime, la situation financière du régime, le niveau de confort avec les produits dérivés, etc.

Un processus IAP complet effectué dans un cadre de gestion de risques d'entreprise prendra en compte des facteurs propres à celle-ci, tels la cote de crédit, la nature de ses activités ainsi que sa structure de capital. En fait, dans un cadre IAP, le régime de retraite est considéré comme une unité d'affaires au même titre que les autres activités de la compagnie. Une telle perspective permettra, par exemple, d'éviter une situation où on devrait hausser les cotisations alors que la compagnie traverse une période difficile.

Optimisation

Après avoir établi les objectifs et le budget de risque, l'étape suivante consiste à identifier la stratégie optimale qui maximisera l'objectif de rendement tout en respectant les limites de risque.

C'est à cette étape que nous introduisons le portefeuille à risque minimal (PRM) ainsi que le portefeuille de rendement. La principale fonction du portefeuille à risque minimal est de reproduire les caractéristiques du passif afin de réduire les risques de taux d'intérêt et d'inflation (risques non rémunérés) à un niveau acceptable. Ce portefeuille pourra être constitué de titres physiques (obligations nominales et réelles et coupons détachés) ainsi que de produits financiers synthétiques (contrats à terme sur taux d'intérêt, contrats de contrepartie ou swaps). L'utilisation de produits synthétiques vise à augmenter le ratio de couverture de risque de taux d'intérêt à 75 %, 80 %, voire 90 %, sans pour autant utiliser tout l'actif au comptant disponible. On réussira ainsi à contrer une diminution du rendement attendu et une augmentation des coûts. La nature des produits financiers synthétiques

pouvant être déployés dépendra des objectifs et plus précisément de la définition du passif que nous tentons de couvrir : solvabilité, comptabilité ou valeur marchande.

La proportion du portefeuille à risque minimal investie en produits synthétiques sera fonction de l'objectif et du niveau d'acceptabilité du répondant en matière de dérivés et d'effet de levier. Dans la plupart des cas, et peu important les objectifs du régime, un ratio de couverture minimal d'environ 80 % est recommandé. Une fois la part accordée aux dérivés déterminée, le solde du portefeuille est investi en titres physiques afin de réaliser pleinement tous les objectifs

Le portefeuille de rendement sert quant à lui à augmenter la performance du portefeuille total afin de diminuer les coûts à long terme du régime. Ce portefeuille est composé de catégories d'actif traditionnelles (actions de petite et grande capitalisations, canadiennes et étrangères, etc.) et non traditionnelles (immobilier, matières premières, stratégies à rendement absolu, etc.) combinées afin d'en maximiser le rendement tout en respectant le budget de risque préétabli. L'objectif ultime est d'investir uniquement dans des risques rémunérés (risques pour lesquels l'investisseur est en droit de s'attendre à être indemnisé) et de conserver une faible corrélation entre le portefeuille de rendement et celui à risque minimal.

Finalement, il suffit de combiner les deux portefeuilles et d'implanter progressivement la stratégie.

LES ASSUREURS

Les assureurs sont exposés à des risques inhérents aux actifs qu'ils détiennent, à leurs engagements et aux corrélations entre les deux. La gestion de l'appariement permet d'évaluer et de maîtriser leurs risques systématiquement et efficacement, tout en renforçant leur assise financière en plus d'optimiser leur rentabilité.

La gestion actif-passif (GAP) a été développée afin de maîtriser le risque de taux d'intérêt, une des principales préoccupations des assureurs. Pendant plusieurs décennies, les



assureurs ne se sont point inquiétés de la fluctuation des taux d'intérêt. En effet, de la crise de 1929 au milieu des années 60, le rendement des bons du Trésor américain s'est maintenu entre 2 et 4,5 %. L'avènement des années 70 a toutefois donné lieu à un revirement de la situation avec une spirale inflationniste et par conséquent, l'envolée des taux d'intérêt. L'effet conjugué de la hausse des taux et de leur volatilité a incité les particuliers à rechercher des placements dont le rendement ne serait pas enrayé par l'inflation.

Traditionnellement, les assureurs-vie calculaient leurs primes sur la base d'hypothèses statistiques relatives à l'évolution des taux d'intérêt et au comportement des assurés. Cette méthode de gestion a toutefois atteint ses limites lorsque les hausses de taux ont modifié le comportement des assurés (rachat de polices, emprunts sur police, fonds de marché monétaire, etc.).

Les polices d'assurances-vie offrent aux assurés un certain nombre d'options (modalités de règlement, rachat, surdépôt, renouvellement) qui sont une source de flexibilité appréciée des clients. Les assureurs doivent tenir compte de ces options pour établir la tarification. La valeur de ces options est restée faible tant que les taux d'intérêt sont demeurés stables. Lorsque ces derniers sont devenus volatils au début des années 70, les assurés ont commencé à exercer leurs droits conférés par ces options. Du coup, les assureurs ont modifié sensiblement leur mode de gestion.

MÉTHODOLOGIE GAP

La première initiative en GAP consiste à apparier sur une base systématique les flux financiers entre les actifs et les passifs. Cette première étape bonifie la gestion du risque. Les flux financiers ne sont toutefois pas toujours stables, particulièrement pour les compagnies d'assurances générales. Cette technique de gestion, laissée à elle-même, fait perdre beaucoup de flexibilité aux assureurs, car les portefeuilles qui en résultent sont souvent garnis d'obligations dont le rendement est inférieur à ceux construits en tolérant un léger décalage des flux financiers.

Une autre méthode, moins contraignante, consiste à coordonner la sensibilité aux taux d'intérêt des éléments de l'actif et du passif. Communément désignée par le terme immunisation, cette technique vise, lors de mouvements des taux d'intérêt, à compenser en valeur des actifs ce que la variation des taux a provoqué sur la valeur des engagements.


Plusieurs facteurs entrent en compte. L'appariement de la durée, qui correspond grossièrement au temps qu'il faut en moyenne pour réaliser ces flux, est une méthode souvent utilisée. Apparier la durée des actifs et des passifs donne une bonne approximation du risque. Si la durée des actifs et des passifs est de 10 ans, un glissement des taux de 1 % entraînera une appréciation des actifs et des engagements de 1 %.

Mais un alignement des durées ne suffira pas à capter l'ensemble des risques, car un décalage peut se produire sous l'effet d'une variation des taux. Pour remédier à ce problème, on incorporera des mesures de convexité de l'actif et du passif. La convexité mesure la rapidité avec laquelle la durée change en fonction des taux d'intérêt. En coordonnant la convexité en plus de la durée des éléments d'actif et du passif, l'assureur peut couvrir avec plus de précision le risque de taux d'intérêt.

Toutefois, la coordination de la durée et de la convexité a ses limites. Les flux de trésorerie sont souvent difficiles à prévoir ce qui rend le calcul de durée imprécis. De plus, elle n'aide pas le gestionnaire du portefeuille à prendre des décisions plus pointues, comme lorsque la courbe des taux d'intérêt est inversée ou très pentue.

À tous ces outils de gestion, on verra à ajouter un processus d'analyse de scénarios avec comme objectif de mesurer leur impact sur les réserves et la rentabilité de l'assureur.

L'utilisation d'un modèle simple qui optimise la gestion du portefeuille selon des contraintes de capital, flux financiers, durée, réserves et rentabilité permet de définir plus précisément la nature des risques dans le temps et structurer un portefeuille de placements de façon plus optimale.



Les taux d'intérêt ne sont pas l'unique facteur de risque à influencer sur la valeur des actifs et des passifs. Pour bien cerner le profil de risque corporatif, il faut saisir les corrélations entre tous les facteurs de risque.

L'utilisation d'un modèle simple qui introduit toutes ces techniques de gestion vise à dynamiser le processus de gestion. Elle ne cherche pas à remplacer le jugement des gestionnaires.

CONCLUSION

L'investissement axé sur le passif selon l'approche que nous avons exposée nécessite une analyse et un rééquilibrage disciplinés des actifs et des passifs. Cependant, l'expérience acquise, les outils analytiques et la disponibilité de nouveaux véhicules financiers facilitent considérablement la tâche. L'auteur James Allen a déclaré « Dans toutes les affaires, il y a les efforts et il y a les résultats, et la force de l'effort est la mesure du résultat ». Nous sommes convaincus que les bénéfices qui découlent d'une implantation disciplinée de cette approche compenseront largement les efforts déployés.

Cette publication est destinée à votre usage personnel seulement. Les informations et les opinions qui y sont exprimées le sont uniquement à titre informatif et sont sujettes à changement selon les conditions du marché ou de toute autre conjoncture. Les points de vue exprimés à la présente vous sont offerts à titre informatif seulement et aucune prise de décision pour vos placements ne devrait reposer sur ces derniers. Les rendements passés ne permettent pas nécessairement de prévoir les rendements futurs. Ce document ne doit en aucun cas être considéré ou utilisé aux fins d'offre d'achat de parts dans un fonds ou de toute autre offre de titres, quelle que soit la juridiction. En aucun cas, cette publication ne peut être reproduite en tout ou en partie, ni de quelque manière que ce soit, sans avoir obtenu la permission écrite préalable de Gestion de portefeuille Natcan.