

Risque lié à la séquence des rendements : Avez-vous bien préparé votre épargne-retraite?

Auteurs



Joseph C. Flaherty, Jr.
Chef de la gestion
du risque de placement



Natalie I. Shapiro, Ph. D.
Directrice de la recherche quantitative
sur la répartition de l'actif



Derek Beane, CFA
Directeur, spécialiste
des produits de placement

Les marchés mondiaux – des actions comme des titres à revenu fixe – ont récemment été secoués par des contre-courants, dont la hausse de l'inflation, le resserrement des conditions financières, la propagation continue de la COVID-19 (en particulier en Asie) et l'évolution des tensions géopolitiques dans la foulée de l'invasion de l'Ukraine par la Russie. La croissance mondiale fait face à de nombreux obstacles, et les banques centrales ont la tâche difficile de freiner la hausse des prix sans plonger leur économie respective en récession. Les actions de croissance surévaluées et sensibles aux taux d'intérêt ont été particulièrement touchées par la hausse de ces derniers, et la volatilité sur les marchés du crédit a augmenté. Le risque lié à la séquence des rendements, ou le risque lié à la séquence, s'entend du risque associé à des rendements de placement négatifs qui affectent beaucoup la capacité d'un investisseur à atteindre ses objectifs de placement et qui surviennent à un moment inopportun. Le rendement des marchés mondiaux depuis le début de l'année fait ressortir l'importance de comprendre l'impact du risque lié à la séquence et la façon de le gérer.

Ce risque est souvent abordé lors des discussions sur l'épargne-retraite et les fonds à date cible, car des baisses substantielles à l'approche ou au début de la retraite peuvent faire chuter les résultats à la retraite. Pourquoi le risque lié à la séquence est-il le plus élevé au cours des dernières étapes du parcours vers la retraite? Parce qu'à mesure qu'un participant approche de la retraite, le solde de son épargne-retraite se situe généralement à son maximum après des années d'épargne et de rendements de placement positifs. Des rendements négatifs importants à ce moment-là pourraient entraîner d'importantes pertes, avec peu de temps pour s'en remettre. Une fois qu'un participant part à la retraite, le problème s'aggrave en raison de la fin des cotisations – qui complique la reconstitution de l'épargne – et du début des distributions, qui peut réduire les actifs susceptibles de profiter d'un éventuel rebond du marché.

Séquence des rendements et trajectoires d'ajustement progressif

Même si l'on s'entend généralement pour dire que le risque lié à la séquence est à son sommet à l'approche ou au début de la retraite, l'ampleur et la nature du risque ne sont pas les mêmes pour toutes les gammes de fonds à date cible. Les trajectoires d'ajustement progressif peuvent varier considérablement d'un fournisseur de fonds à date cible à l'autre. De nombreux promoteurs de régime se disent préoccupés par le dynamisme de la répartition de l'actif à l'approche de la retraite. L'histoire montre que cette inquiétude est justifiée, car différentes répartitions de l'actif peuvent donner lieu à des baisses dont l'impact est très différent pour les participants. Toutes choses étant égales par ailleurs, un portefeuille composé de 50 % à 60 % d'actions à la retraite (c.-à-d. une trajectoire d'ajustement progressif « pendant la retraite » typique) risque de subir plus de dommages qu'un portefeuille composé de 20 % à 40 % d'actions (c.-à-d. une trajectoire d'ajustement progressif « en route vers la retraite » typique) en cas de repli important du marché boursier.

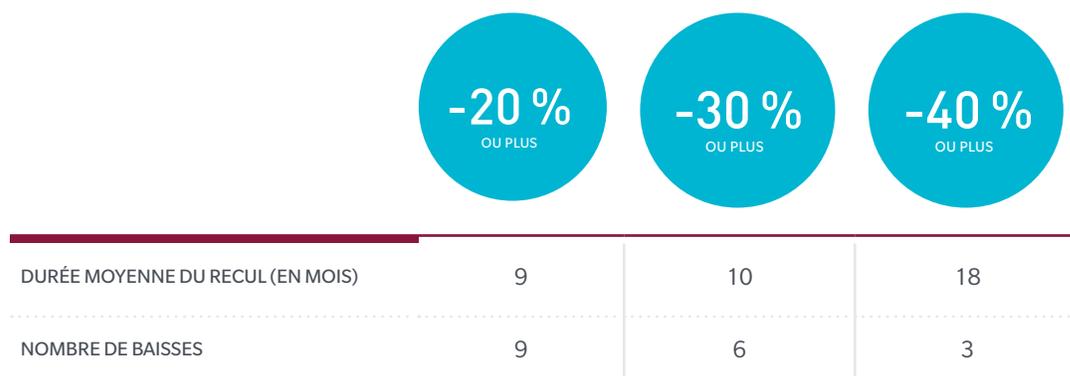
De plus, la pente de la trajectoire d'ajustement progressif suscite parfois des inquiétudes, quoique secondaires et plus subtiles. En effet, une trajectoire d'ajustement progressif plus accentuée réduit le risque à un rythme plus rapide, d'où une diminution de l'exposition aux actions lorsque les marchés boursiers rebondissent. Dans ce cas-là, les données historiques donnent à penser que cette inquiétude est peut-être mal comprise ou injustifiée, car les replis boursiers sont souvent rapides et brusques, et la transition liée à la trajectoire d'ajustement progressif est minime au moment même d'un repli du marché. La modification de la répartition de l'actif qui s'effectue en raison de la grande divergence des rendements entre les catégories d'actif peut avoir un impact plus important. En période de repli des marchés boursiers, la pondération des actions peut devenir nettement inférieure à la répartition prévue. Les promoteurs de régime et les participants seraient peut-être mieux servis s'ils se concentraient sur la philosophie et les pratiques de rééquilibrage des fonds à date cible de leur fournisseur plutôt que sur l'accentuation de la trajectoire d'ajustement progressif. Un rééquilibrage rigoureux contribue à rapprocher la pondération des actions de leur cible lorsque les marchés finissent par rebondir.

Délestage des marchés boursiers

Au cours des 40 dernières années, l'indice de rendement total composé S&P/TSX a connu neuf périodes de ventes massives (définies comme des ventes massives de 20 % ou plus), dont six ont dépassé 30 % et trois, 40 %. La durée moyenne d'un délestage important sur les marchés boursiers peut varier considérablement, allant de périodes rapides et brusques (comme celles d'octobre 1987 et de mars 2020, qui ont duré moins de trois mois) à des périodes prolongées (comme l'éclatement de la bulle technologique en 2000, qui s'est échelonnée sur bien plus d'un an).

Figure 1 : Des ventes massives d'actions se produisent

Reculs de l'indice de rendement total composé S&P/TSX, 1977 à 2021



Source : Bloomberg. Données quotidiennes de Bloomberg, du 3 janvier 1977 au 31 décembre 2021. On définit la durée d'un repli du marché comme la période allant d'un sommet à un creux représentant une baisse d'au moins 20 % de l'indice de rendement total composé S&P/TSX. Les rendements totaux quotidiens sont calculés par Bloomberg en tenant compte de la variation du rendement total cumulatif quotidien (avant déduction des dividendes) de l'indice de rendement total composé S&P/TSX.

Baisses du portefeuille

Comme toutes les trajectoires d'ajustement progressif comportent une certaine exposition aux actions à l'approche et au cours de la retraite, les portefeuilles à date cible ne sont pas à l'abri des délestages sur les marchés boursiers. Toutefois, les différentes pondérations d'actions sur l'ensemble de la gamme de portefeuilles à date cible peuvent donner lieu à des expériences nettement différentes pour chaque participant. De plus, les rendements enregistrés sur les marchés de titres à revenu fixe lors d'un délestage sur les marchés boursiers peuvent accroître la diversité des expériences vécues par les participants. Les titres à revenu fixe ont pour but d'assujettir et de stabiliser le portefeuille en cas de ventes massives sur les marchés boursiers. Cette protection est particulièrement avantageuse lors de délestages boursiers, alors que la ruée vers les titres de qualité se traduit par des rendements positifs sur les marchés des titres à revenu fixe. Cependant, même lorsque les marchés boursiers connaissent un repli attribuable ou parallèle à la hausse des taux d'intérêt et que les marchés des titres à revenu fixe décrochent en même temps, réduisant les avantages liés à la diversification, l'ampleur du décrochage des titres à revenu fixe est souvent inférieure à celle du délestage des marchés boursiers et a ainsi un effet modérateur.

Le tableau ci-dessous présente quatre périodes de ventes massives sur les marchés boursiers. Même si les ventes massives s'entendent de baisses sur le marché boursier canadien, nous tentons de refléter la diversification mondiale qui existe dans la plupart des portefeuilles canadiens à date cible, afin de mieux représenter l'expérience des participants. Les replis du marché boursier d'envergure plutôt mondiale ont été mis en évidence, et le rendement du marché boursier est représenté par une série composée à 75 % des rendements totaux quotidiens en dollars canadiens de l'indice MSCI Monde et à 25 % des rendements totaux quotidiens de l'indice composé S&P/TSX. Le rendement du marché des titres à revenu fixe est représenté par l'indice de référence canadien des obligations gouvernementales à 10 ans de Datastream. Le rendement de trois portefeuilles couvrant la fourchette de répartition de l'actif en actions et en titres à revenu fixe pour un portefeuille à date cible typique (30 %/70 %, 50 %/50 % et 70 %/30 %) à l'approche de la date cible est présenté, de même que l'impact sur un portefeuille de 500 000 \$.

Figure 2 : Baisse du portefeuille et dérive de la répartition de l'actif

Été et automne 1987

Du 13 août au 28 octobre 1987

Rendement des actions mondiales : **-20,73 %**

Rendement des actions en portefeuille : **-23,40 %**

Rendement des actions en dollars canadiens : **-31,00 %**

Rendement des titres à revenu fixe : **3,14 %**

| RÉPARTITION INITIALE | | | RÉPARTITION FINALE | | | 500 000 \$ CA |
|----------------------|-------------|---------------------------|--------------------|-------------|-------------------|---------------|
| ACTIONS | OBLIGATIONS | RENDEMENT DU PORTEFEUILLE | ACTIONS | OBLIGATIONS | IMPACT EN DOLLARS | |
| 30 % | 70 % | -5 % | 24 % | 76 % | | -24 116 \$ |
| 50 % | 50 % | -10 % | 43 % | 57 % | | -50 661 \$ |
| 70 % | 30 % | -15 % | 64 % | 36 % | | -77 205 \$ |

Éclatement de la bulle technologique

Du 1^{er} septembre 2000 au 10 septembre 2002

Rendement des actions mondiales : **-43,35 %**

Rendement des actions en portefeuille : **-44,37 %**

Rendement des actions en dollars canadiens : **-48,32 %**

Rendement des titres à revenu fixe : **18,63 %**

| RÉPARTITION INITIALE | | | RÉPARTITION FINALE | | | 500 000 \$ CA |
|----------------------|-------------|---------------------------|--------------------|-------------|-------------------|---------------|
| ACTIONS | OBLIGATIONS | RENDEMENT DU PORTEFEUILLE | ACTIONS | OBLIGATIONS | IMPACT EN DOLLARS | |
| 30 % | 70 % | 0 % | 17 % | 83 % | | -1 362 \$ |
| 50 % | 50 % | -13 % | 32 % | 68 % | | -64 359 \$ |
| 70 % | 30 % | -25 % | 52 % | 48 % | | -127 356 \$ |

Crise financière mondiale

Du 18 juin 2008 au 9 mars 2009

Rendement des actions mondiales : **-38,35 %**

Rendement des actions en portefeuille : **-40,64 %**

Rendement des actions en dollars canadiens : **-48,49 %**

Rendement des titres à revenu fixe : **11,95 %**

| RÉPARTITION INITIALE | | | RÉPARTITION FINALE | | | 500 000 \$ CA |
|----------------------|-------------|---------------------------|--------------------|-------------|-------------------|---------------|
| ACTIONS | OBLIGATIONS | RENDEMENT DU PORTEFEUILLE | ACTIONS | OBLIGATIONS | IMPACT EN DOLLARS | |
| 30 % | 70 % | -4 % | 19 % | 81 % | | -19 131 \$ |
| 50 % | 50 % | -14 % | 35 % | 65 % | | -71 717 \$ |
| 70 % | 30 % | -25 % | 55 % | 45 % | | -124 303 \$ |

Pandémie de COVID-19

Du 20 février 2020 au 23 mars 2020

Rendement des actions mondiales : **-27,46 %**

Rendement des actions en portefeuille : **-29,95 %**

Rendement des actions en dollars canadiens : **-37,20 %**

Rendement des titres à revenu fixe : **4,50 %**

| RÉPARTITION INITIALE | | | RÉPARTITION FINALE | | | 500 000 \$ CA |
|----------------------|-------------|---------------------------|--------------------|-------------|-------------------|---------------|
| ACTIONS | OBLIGATIONS | RENDEMENT DU PORTEFEUILLE | ACTIONS | OBLIGATIONS | IMPACT EN DOLLARS | |
| 30 % | 70 % | -6 % | 22 % | 78 % | | -29 179 \$ |
| 50 % | 50 % | -13 % | 40 % | 60 % | | -63 624 \$ |
| 70 % | 30 % | -20 % | 61 % | 39 % | | -98 067 \$ |

Sources : Datastream, recherches de MFS.

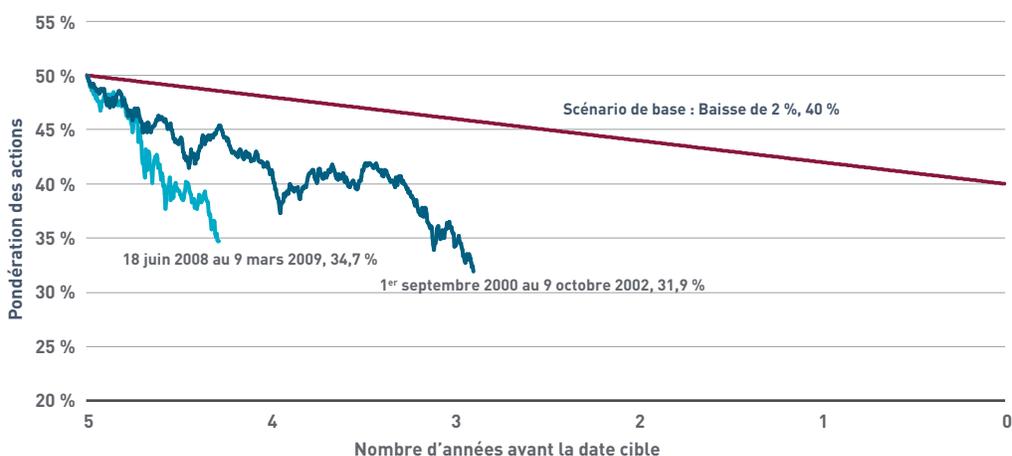
Remarque : Le rendement des actions est représenté par une série composée à 75 % des rendements totaux quotidiens en dollars canadiens de l'indice MSCI Monde et à 25 % des rendements totaux quotidiens de l'indice composé S&P/TSX. Le marché des titres à revenu fixe est représenté par l'indice de référence canadien des obligations gouvernementales à 10 ans de Datastream.

Comme on peut le constater dans le tableau ci-dessus, les portefeuilles dont la répartition des actions est plus dynamique ont enregistré des baisses plus importantes, ce qui est peu surprenant. Lorsque les marchés des titres à revenu fixe décrochent parallèlement aux marchés boursiers, comme ce fut le cas récemment, les avantages de la diversification diminuent, mais les portefeuilles plus prudents peuvent tout de même subir des baisses plus faibles que les portefeuilles plus énergiques si le délestage des marchés des titres à revenu fixe est inférieur à celui des marchés boursiers. Lorsque les marchés des titres à revenu fixe sont stables ou légèrement en hausse, comme à l'été et à l'automne 1987, ainsi que lors de la pandémie de COVID-19, les avantages de la diversification en titres à revenu fixe sont plus importants, les baisses des portefeuilles sont plus faibles que lors des périodes de ventes massives sur les marchés boursiers, et le portefeuille prudent se comporte encore mieux que le portefeuille énergétique. Lorsque les marchés des titres à revenu fixe sont largement positifs, comme lors de l'éclatement de la bulle technologique, la pondération plus importante des titres à revenu fixe dans les portefeuilles prudents devient encore plus avantageuse. La différence entre une baisse de 20 % à 30 % du portefeuille et un portefeuille stable ou qui produit des rendements positifs à l'approche ou au début de la retraite peut avoir un impact important sur les résultats à la retraite. C'est l'essence même du risque lié à la séquence.

Transition et dérive du portefeuille

En plus de l'effet négatif évident sur les soldes que peut avoir un délestage important sur le marché boursier, la dérive de la répartition de l'actif peut poser problème lorsqu'elle n'est pas bien gérée. Un écart considérable entre les rendements des catégories d'actif peut entraîner un changement significatif dans la répartition de l'actif du portefeuille. Si l'on regarde la répartition du portefeuille du milieu (50 %/50 %) à la figure 2, la pondération des actions est passée de 50 % à 43 % à la suite du délestage sur les marchés boursiers de 1987, lorsque l'écart entre les rendements des actions et ceux des titres à revenu fixe était inférieur à celui des trois autres scénarios. Lors de périodes de ventes massives sur les marchés boursiers où l'écart entre les rendements de ces marchés et ceux des marchés de titres à revenu fixe était plus prononcé, la dérive de la répartition de l'actif peut être encore plus extrême. Après l'éclatement de la bulle technologique et la grande crise financière, la pondération des actions est passée de 50 % à moins de 35 % ! Une variation de plus de 15 % de la répartition de l'actif sur une période d'un an à deux ans est de loin supérieure à la transition associée aux trajectoires d'ajustement progressif les plus abruptes. La figure 3 ci-dessous montre l'impact de ces dérives à l'aide des deux événements, et suppose une pondération en actions de 50 % cinq ans avant la date de retraite prévue.

Figure 3 : La dérive est supérieure à la baisse



Source : Datastream.

Les promoteurs de régime et les participants qui s'inquiètent de l'accentuation de la trajectoire d'ajustement progressif et de la capacité de participer à tout rebond subséquent des marchés boursiers pourraient vouloir s'assurer que leur fournisseur de fonds à date cible effectue bel et bien un rééquilibrage rigoureux afin de contrer la dérive de la répartition de l'actif. En période de repli des marchés, lorsque la volatilité et l'incertitude ont tendance à être élevées, un rééquilibrage rigoureux peut contribuer à ce que la répartition de l'actif soit conforme à la trajectoire d'ajustement progressif, de sorte que les portefeuilles participent comme prévu lors des rebonds des marchés qui suivront.

Gestion du risque lié à la séquence

Lorsqu'un portefeuille est largement diversifié, la probabilité qu'un seul marché ou segment de marché ait un impact disproportionné sur le rendement du portefeuille peut diminuer.

Des trajectoires d'ajustement progressif plus dynamiques au début du parcours d'épargne, lorsque l'horizon de placement est plus long, et axées sur la protection vers la fin du parcours contribuent à la gestion du risque lié à la séquence. Cette approche comporte un avantage évident : elle peut réduire l'impact des corrections du marché sur les baisses du portefeuille à la fin du parcours vers la retraite, lorsque l'horizon de placement est court et que la capacité de récupération est réduite. Il est toutefois avantageux d'être plus audacieux au début du parcours, lorsque l'horizon de placement est plus long et que la capacité de récupération est plus grande. Cette approche plus audacieuse peut se traduire par un meilleur équilibre du portefeuille plus tard dans le parcours, ce qui pourrait aider un participant à composer avec une baisse plus importante, toutes choses étant égales par ailleurs.

Enfin, une approche rigoureuse en matière de rééquilibrage, surtout lors d'épisodes de volatilité sur les marchés, peut contribuer à la gestion du risque lié à la séquence en éliminant les émotions de l'équation, en maintenant les profils de risque prévus et en permettant une plus grande participation lors du rebond subséquent des marchés.

Source : Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG^{MD} est une marque de commerce et de service de Bloomberg Finance L.P. et de ses sociétés affiliées (collectivement, « Bloomberg »). Bloomberg ou les concédants de licence de Bloomberg détiennent tous les droits patrimoniaux des indices Bloomberg. Bloomberg n'approuve ni n'endosse ce document, n'offre de garantie quant à l'exactitude ou l'exhaustivité des renseignements qu'il contient ou n'offre de garantie, expresse ou implicite, relativement aux résultats pouvant être obtenus par suite de leur utilisation et, dans toute la mesure où cela est permis par la loi, ne saurait être tenue responsable des préjudices ou dommages pouvant en découler.

Standard & Poor's^{MD} et S&P^{MD} sont des marques déposées de Standard & Poor's Financial Services LLC (« S&P ») et Dow Jones est une marque déposée de Dow Jones Trademark Holdings LLC (« Dow Jones »). Les marques déposées ont été accordées sous licence aux fins d'utilisation par S&P Dow Jones Indices LLC et ont fait l'objet d'une sous-licence à certaines fins en faveur de Massachusetts Financial Services Company (« MFS »). L'indice S&P 500^{MD} est un produit de S&P Dow Jones Indices LLC utilisé sous licence par MFS. S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P et leurs sociétés affiliées respectives ne parrainent pas les produits de MFS, pas plus qu'elles ne les appuient, n'en vendent les parts ou n'en font la promotion. Elles ne font en outre aucune déclaration quant à l'opportunité d'effectuer un placement dans ces produits.

Publié au Canada par MFS Gestion de Placements Canada Limitée. Aucune commission des valeurs mobilières ni aucun organisme de réglementation analogue au Canada n'ont passé en revue le présent document. MFS Institutional Advisors, Inc. offre certains services à titre de sous-conseiller pour tous les portefeuilles de MFS Gestion de Placements Canada Limitée, y compris des services de gestion discrétionnaire de placements pour les portefeuilles ou composantes de portefeuilles autres que canadiens.

Les points de vue exprimés sont ceux de MFS et peuvent changer sans préavis. Ces points de vue ne doivent pas être considérés comme des conseils en placement, des recommandations de titres ou une indication d'intention de négociation à l'égard de tout produit de placement de MFS.

À moins d'indication contraire, les logos, ainsi que les noms de produits et services, sont des marques de commerce de MFS et de ses sociétés affiliées, qui peuvent avoir été déposées dans certains pays.