

La nouvelle réalité en matière de retraite : Période prolongée de faibles taux d'intérêt et incidences pour les portefeuilles de retraite

Todd Mattina, PhD

Vice-président principal, économiste en chef,
gestionnaire de portefeuille, cochef d'équipe
Équipe des stratégies multi-actifs Mackenzie

Jules Boudreau, MA

Économiste
Équipe des stratégies multi-actifs Mackenzie

Points importants

- Le Grand confinement a entraîné le plus important ralentissement économique depuis la Grande Dépression, ce qui a provoqué une forte baisse des taux d'intérêt à long terme. Nous croyons que les faibles rendements constituent un nouveau paradigme pour les investisseurs à long terme, plutôt qu'un phénomène cyclique. La crise actuelle n'a fait qu'accélérer la transition en cours vers une période prolongée de faibles taux d'intérêt.
 - Le paradigme des taux faibles est particulièrement difficile pour les personnes qui épargnent en vue de la retraite. Ces personnes doivent faire des choix difficiles entre la prise de risques d'investissement suffisants pour atteindre leurs objectifs de revenu de retraite et le risque d'une forte baisse de la valeur de leurs actifs pendant la retraite.
 - Un portefeuille échelonné d'obligations d'État nominales et indexées sur l'inflation constitue un point de référence utile pour la planification du portefeuille de retraite. Ce « portefeuille à risque minimum » (PRM) est un portefeuille théorique qui fournit des flux de trésorerie ajustés en fonction de l'inflation à la retraite, ce qui permet aux investisseurs de veiller au rythme de leurs dépenses pendant le reste de leur vie.
 - Grâce à la conception de portefeuilles par rapport au PRM, les investisseurs n'ont plus à se concentrer uniquement sur le rendement de leurs actifs (soit le rendement par rapport aux indices de référence), mais peuvent plutôt mettre l'accent sur le rendement relatif de la croissance de leurs besoins futurs en matière de revenu de retraite (soit le « risque excédentaire »).
 - Toutefois, le financement du PRM exige des taux d'épargne élevés et ne permet pas de se protéger contre les principaux risques, comme le fait de vivre plus longtemps que son coussin de retraite en raison d'une espérance de vie plus longue et de dépenses imprévues pour satisfaire ses besoins.
 - Le contexte actuel de période prolongée de faibles taux d'intérêt suggère la nécessité de réorienter la planification de retraite. Nous pensons que les investisseurs bénéficieraient d'une répartition d'actifs bien équilibrée en prenant des risques d'investissement appropriés par rapport au PRM. Des stratégies d'investissement axées sur les résultats et assorties d'une protection contre les risques de baisse peuvent aussi jouer un rôle.
-

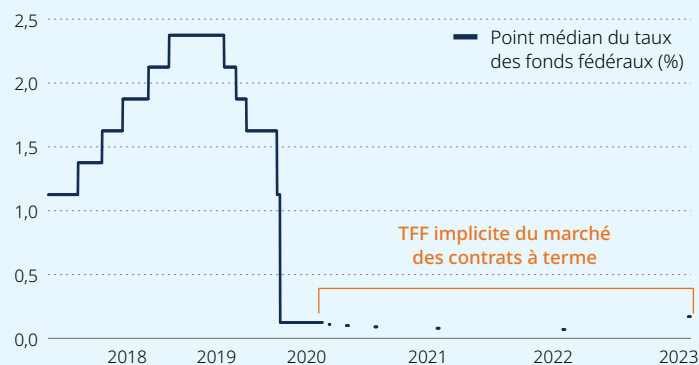
Période prolongée de faibles taux d'intérêt

En 2020, les rendements réels des bons du Trésor américain à 10 ans sont passés sous la barre de zéro pour la première fois depuis que la Réserve fédérale a réduit l'assouplissement quantitatif en 2013.¹ La forte baisse des rendements réels cette année reflète l'impact spectaculaire de la COVID-19 sur l'économie américaine et mondiale, qui a poussé la Fed et d'autres grandes banques centrales à réduire les taux d'intérêt directeur à environ zéro.² La Fed, en s'engageant à maintenir les taux d'intérêt à la limite inférieure de 0-0,25 %, a signalé aux investisseurs qu'elle maintiendrait une politique agressivement expansionniste jusqu'à ce que l'inflation et l'activité économique enregistrent une reprise.³ En fonction des marchés de swaps, les investisseurs s'attendent à ce que le taux d'intérêt directeur de la Fed continue de se rapprocher de zéro jusqu'à bien après 2023 (graphique 1). La combinaison de faibles taux nominaux ancrés par la Fed et de la hausse progressive de l'inflation prévue signifie que les faibles rendements réels pourraient persister jusqu'à ce que l'économie se rétablisse. Même si les faibles taux sans risque soutiennent la reprise économique, la période prolongée de faibles taux d'intérêt sera défavorable pour les épargnants à long terme.

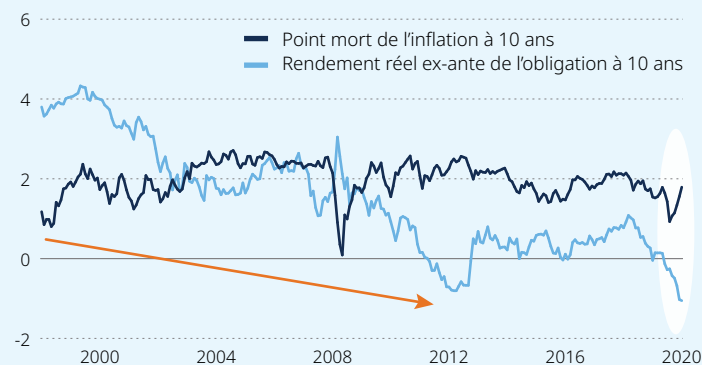
La pandémie pourrait avoir pour conséquence la prolongation de la pression à la baisse sur les taux d'intérêt au cours de ce cycle, par rapport au modèle classique de fin de cycle. Des recherches récentes ont montré que les pandémies ont toujours été suivies d'une baisse prolongée des taux d'intérêt réels pendant de nombreuses années (graphique 2, à gauche). Heureusement, les récessions de la période d'après-guerre ont tendance à être plus courtes que celles des siècles passés, grâce à des politiques budgétaires et monétaires plus actives pour soutenir les reprises économiques. Les interventions politiques en 2020 ont été essentielles pour empêcher une contraction plus importante de l'activité économique avec une hausse du chômage et des faillites d'entreprises. Malgré le soutien apporté par des politiques dynamiques, nous pensons que la pandémie actuelle laissera des cicatrices durables dans ce cycle économique, conformément aux expériences historiques passées.

Graphique 1. | Les rendements réels des obligations devraient rester négatifs à court terme

Les marchés ne s'attendent pas à des changements de taux directeurs...



...même si les attentes en matière d'inflation augmentent.



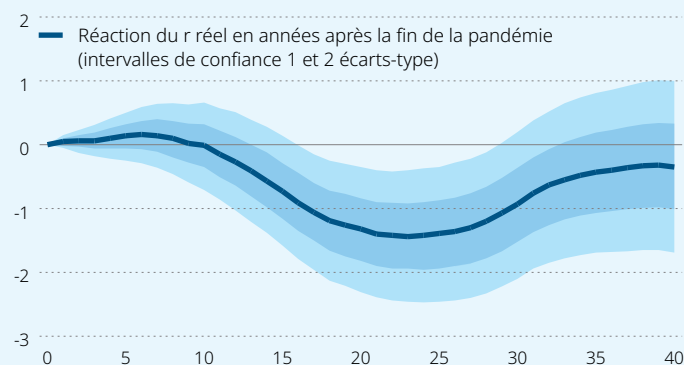
Notes : Les données de marché sont fournies par Bloomberg au 31 août 2020. Le taux des fonds fédéraux (TFF) implicite du marché est dérivé des swaps d'indice au jour le jour. La flèche rouge souligne la tendance à la baisse à long terme du rendement réel « sans risque », tandis que l'ovale à droite indique la baisse récente due à la hausse des attentes en matière d'inflation.

Les taux d'intérêt réels et nominaux devraient rester faibles pendant ce cycle en raison de deux mécanismes : (1) un taux de chômage élevé, et (2) une épargne de précaution élevée. Des taux de chômage de plus de dix pour cent maintiendront les pressions déflationnistes, ce qui aura pour effet de garder une pression à la baisse sur les taux d'intérêt nominaux sans risque. Une reprise prolongée du marché de l'emploi devrait continuer d'exercer une pression à la baisse sur les rendements réels. Les taux d'épargne personnelle élevés ont également joué un rôle important dans le maintien des faibles taux. Une épargne

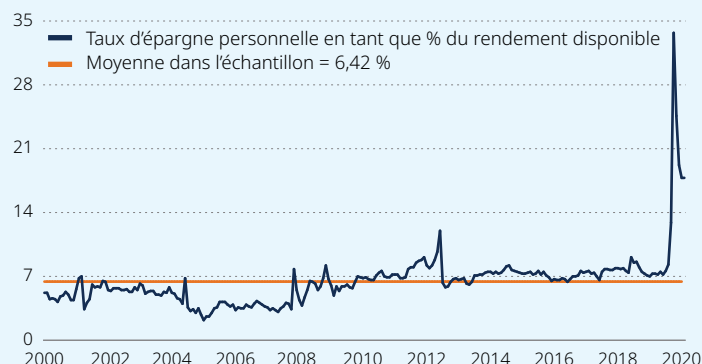
élevée correspond à un ralentissement de la croissance de la demande, ce qui accroît les pressions désinflationnistes. Le taux d'épargne des particuliers a fortement augmenté depuis le début de la pandémie (graphique 2, à droite), en partie en raison de la distanciation physique qui a limité les dépenses pour certains biens et services (par exemple, les restaurants, les voyages, etc.). À mesure que ces restrictions sont levées et que les économies poursuivent leur réouverture, les dépenses de consommation devraient se redresser, et les taux d'épargne élevés devraient diminuer. Toutefois, nous nous attendons à ce que l'épargne de précaution reste supérieure aux niveaux d'avant la crise, comme nous l'avons observé au lendemain de la Grande crise financière de 2008 en raison des perspectives très incertaines.

Graphique 2. | La récession provoquée par la pandémie pourrait entraîner de nouvelles pressions à la baisse des rendements

Par le passé, les faibles taux réels ont généralement suivi les pandémies.



Le taux d'épargne devrait rester élevé au cours des prochaines années



Notes : Les données du graphique de gauche sont tirées de Jorda, Singh & Taylor (2020): <https://www.frbsf.org/economic-research/files/wp2020-09.pdf>. Le taux d'épargne personnelle en pourcentage du revenu disponible est une série mensuelle du BEA par Bloomberg au 13 août 2020. La dernière observation est pour juin 2020.

Les forces économiques à long terme pèsent sur les taux d'intérêt

En plus des forces économiques cycliques, nous nous attendons aussi à ce que les tendances économiques et sociales continuent d'exercer une pression à la baisse sur les rendements des obligations à long terme. Même si le taux directeur de la banque centrale peut influencer les rendements réels au cours du cycle économique, les taux réels à long terme sont principalement déterminés par des facteurs économiques fondamentaux, comme la croissance, la productivité et l'épargne. Comme nous l'expliquons ci-dessous, nous croyons qu'une croissance à long terme plus faible comparativement aux décennies précédentes continuera de peser sur les rendements à l'avenir. Ainsi, la crise actuelle n'a fait qu'accélérer la transition en cours vers une période prolongée de faibles taux d'intérêt.

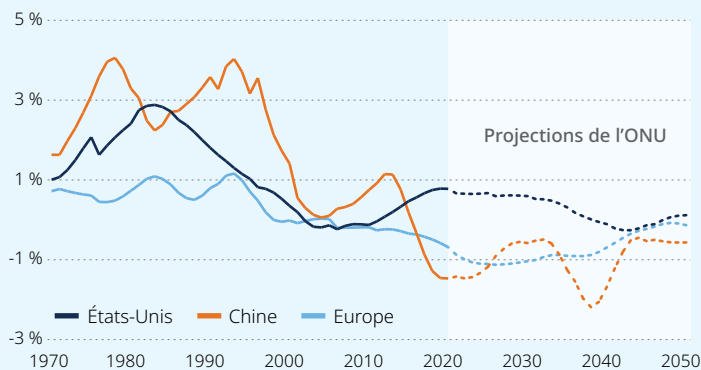
Pourquoi devrions-nous nous attendre à une croissance moyenne à long terme plus faible? Étudions les moteurs fondamentaux de la croissance économique à long terme :

$$\text{Croissance du PIB réel moyenne} = \text{Croissance de la productivité} + \text{Croissance de la main-d'œuvre} + \text{Croissance du capital}$$

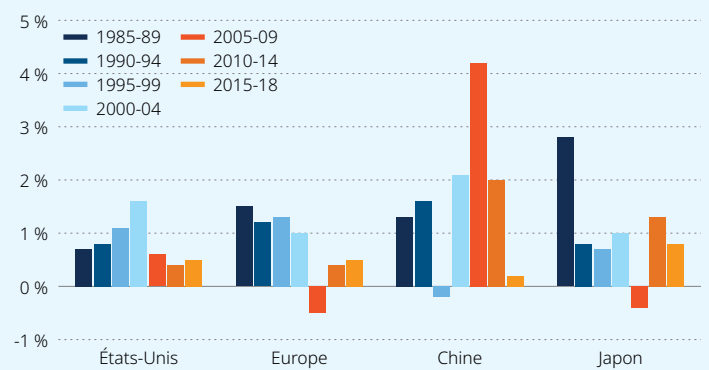
La croissance moyenne de la main-d'œuvre et de la productivité d'un pays constituent les principaux moteurs de la croissance du PIB réel à long terme. Le graphique 3 (à gauche) illustre les prévisions de l'Organisation des Nations Unies relatives à la croissance de la population dans la force de l'âge dans les trois plus grandes économies. Aux États-Unis, le taux de croissance se rapproche de zéro. En Europe et en Chine, la croissance de la population va en fait diminuer! Pour ce qui est de la productivité moyenne aux États-Unis, elle a reculé au cours de chaque décennie de l'après-guerre.⁴ Les innovations dans les domaines de la technologie, de l'énergie et de la génétique pourraient entraîner de bonnes surprises pour ce qui est de la productivité future, tandis que le protectionnisme commercial, la démondialisation, le remaniement des chaînes d'approvisionnement mondiales et l'endettement élevé pourraient continuer de peser sur la productivité moyenne. L'augmentation des inégalités de revenus et de la richesse s'accompagnent aussi de politiques populistes qui peuvent freiner la productivité à long terme. L'inégalité a également tendance à faire augmenter le taux d'épargne national, étant donné le taux d'épargne marginal plus élevé des ménages à revenus élevés.

Graphique 3. | Tendence à la baisse des facteurs de croissance économique à long terme

La population dans la force de l'âge connaîtra une croissance lente ou une baisse dans les principaux marchés financiers.



La croissance future de la productivité est incertaine, mais risque de décevoir.



Notes : Les séries démographiques proviennent de la base de données de la dynamique des populations des Nations Unies. La population dans la force de l'âge est définie comme les femmes et les hommes âgés de 25 à 49 ans. Les estimations ponctuelles affichées pour la croissance future de la population dans la force de l'âge aux États-Unis, en Chine et en Europe correspondent au point médian des projections probabilistes des Nations Unies. Pour la population, l'Europe représente la croissance globale de tous les pays européens. Les données sur la productivité proviennent de l'OCDE. La productivité totale des facteurs (PTF) est définie comme la croissance de la production pour un stock fixe de travail et de capital. Chaque barre représente la croissance de la PTF annuelle moyenne pour la période. La productivité de la Chine n'est pas mesurée pour 2018; la barre la plus à droite représente la croissance de la PTF moyenne de 2015 à 2017.

Une croissance économique plus faible à long terme maintiendrait une pression à la baisse sur les taux d'intérêt réels et les rendements des autres actifs. En raison de l'accélération du vieillissement de la population, les économistes s'attendent à ce que le ralentissement de la croissance de la main-d'œuvre, conjugué à une croissance plus lente de la productivité, réduise les investissements en capital souhaités. De plus, le vieillissement de la population a accéléré l'épargne pour la préretraite et l'accumulation des actifs. Cette combinaison d'une épargne souhaitée plus élevée et d'un investissement souhaité plus faible a réduit le taux d'intérêt réel sans risque, le prix du marché qui équilibre le marché de l'épargne-investissement. La baisse des rendements réels peut aussi s'auto-entretenir. Des rendements attendus plus faibles et une période prolongée de faibles taux incitent les investisseurs à épargner davantage pour atteindre leur objectif de revenu de retraite. Dans ce contexte, nous nous attendons à une pression à la baisse continue des taux d'intérêt à long terme d'équilibre.

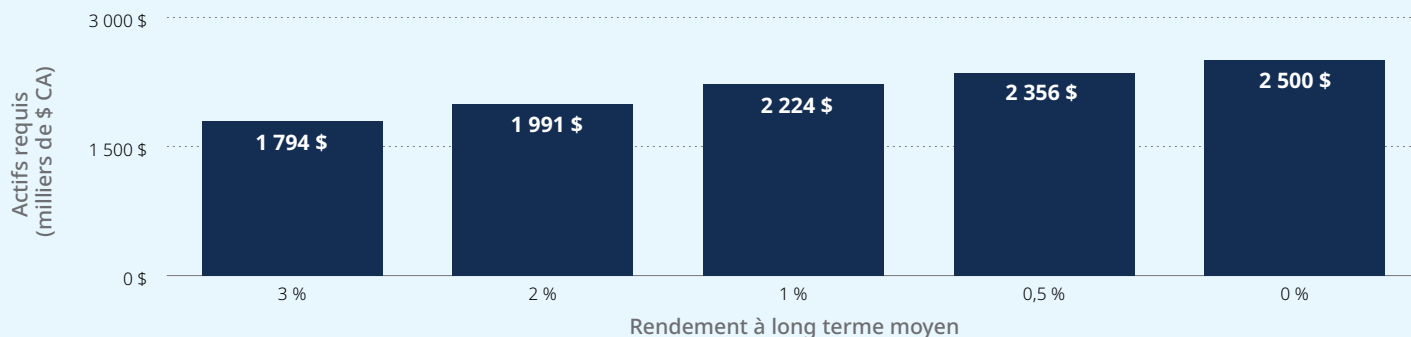
Conséquences d'une période prolongée de faibles rendements pour la répartition des actifs à long terme

Sur le plan macroéconomique, les épargnants à long terme visent à accumuler assez d'actifs pendant leurs années de travail pour être en mesure de consommer à la retraite. En accumulant des actifs pendant leurs années de travail et en réduisant ces actifs pour financer leur revenu de retraite, les épargnants à long terme peuvent éviter un changement brusque de leur niveau de vie après la retraite. Les actifs nécessaires à la retraite dépendent du montant de revenu de préretraite que l'épargnant souhaite remplacer, l'horizon de versement des paiements et la moyenne du rendement à long terme de leurs épargnes pour la retraite.

Le taux d'intérêt sans risque à long terme est un moteur important de l'épargne nécessaire pour maintenir sa consommation à la retraite. Un taux sans risque plus faible signifie que les épargnants à long terme ont besoin de plus d'actifs pour financer un niveau cible de revenu de retraite puisque l'épargne accumulée s'accroît à un taux de croissance plus lent. Le financement sans risque des besoins de revenu à la retraite s'assimile à une rente qui convertit un montant du capital en une série de paiements au fil du temps avec une valeur présente équivalente.⁵ Un taux d'actualisation moins élevé signifie que les versements futurs ont une valeur présente plus élevée, ce qui nécessite un financement initial plus important. Une façon intuitive de voir l'impact des taux à long terme faibles est de comparer le coût de financement de flux de trésorerie annuels fixes pendant la retraite. Le graphique 4 compare le coût de financement à l'âge de 65 ans pour un épargnant qui a besoin de suffisamment d'actifs pour financer des versements annuels de 100 000 \$ pendant 25 ans en fonction de différents taux de rendement moyens à long terme. L'épargnant doit accumuler des actifs d'environ 1,8 million de dollars lorsque le taux à long terme est de 3 %, et d'environ 2,2 millions de dollars lorsque les rendements obligataires à long terme sont de 1 %. Si les taux continuent de baisser jusqu'à zéro, les actifs nécessaires à la retraite augmenteront, pour atteindre 2,5 millions de dollars.

Graphique 4. | Actifs requis pour le financement sans risque d'un flux de revenu de retraite

(coût théorique de 100 000 \$ pendant 25 ans en fonction d'un rendement donné)



Notes : Le calcul des actifs requis est fondé sur 25 ans de retraits de 100 000 \$ au taux d'intérêt à long terme précisé. Le paiement annuel n'est pas ajusté à l'inflation, alors la valeur réelle de 100 000 \$ diminue avec le temps dans cet exemple simplifié. À la fin des 25 ans, les actifs sont de zéro.

L'investissement de type régime de retraite offre des renseignements utiles pour la répartition d'actifs à long terme. Le modèle d'épargne d'un particulier sur le cycle de vie ressemble au cadre de gestion actif-passif qui guide de nombreux fonds de pension institutionnels. Les régimes de retraite accumulent des actifs à partir des cotisations des membres pour financer leurs engagements de retraite futurs. Conformément à la façon de penser de la gestion actif-passif, la répartition des actifs en fonction du passif commence généralement par un portefeuille à risque minimum (PRM) composé d'obligations d'État nominales, d'obligations indexées sur l'inflation et possiblement d'une légère répartition en actions en tant que couverture pour la longévité et d'autres risques à long terme. Le PRM fait concorder les facteurs de risque économique qui déterminent le rendement des investissements du côté de l'actif et les facteurs qui déterminent la croissance du passif. Revenons à notre exemple précédent dans lequel le passif consistait en un flux de versements de 100 000 \$ par année. La chute des taux d'intérêt a eu pour effet de rendre le financement

de ces versements plus coûteux. Si vous aviez détenu un portefeuille d'obligations, la chute des taux d'intérêt aurait eu pour effet d'accroître la valeur de ce portefeuille. Lorsqu'il est bien conçu, le cadre de gestion actif-passif d'un régime de retraite peut le rendre indifférent aux variations des taux d'intérêt, au coût de financer entièrement les futurs passifs aujourd'hui.

De même, dans un portefeuille à risque minimum, le rendement des actifs devrait suivre la croissance du passif, ce qui réduit le « risque excédentaire » des actifs par rapport au passif. Étant donné que l'objectif est d'assurer le plein financement des passifs futurs, maximiser les rendements des investissements est moins important que d'assurer que le rendement absolu maintient un excédent d'actifs par rapport aux passifs futurs.

Pour les épargnants individuels, la répartition des actifs à long terme peut être conçue de façon semblable au PRM en tant que référence sans risque pour évaluer le risque d'investissement par rapport au financement du revenu de retraite. Dans l'optique de la retraite, le portefeuille sans risque procure une série de versements corrigés de l'inflation qui couvrent les besoins de dépenses de retraite. Le PRM pour les particuliers, qui est compatible avec le portefeuille sans risque, consiste d'ordinaire en un portefeuille échelonné d'obligations d'État nominales et d'obligations à rendement réel à long terme qui font correspondre les flux de trésorerie annuels avec les besoins de revenus réels prévus pendant la retraite.⁶

Une période prolongée de faibles rendements obligataires crée un dilemme pour les épargnants à long terme. Comme l'illustre le graphique 4, de faibles rendements impliquent qu'un capital initial plus élevé est nécessaire pour concorder avec la valeur présente des futurs versements de revenu de retraite. Cependant, les actifs nécessaires à la retraite. Cependant, les actifs requis pour la retraite signifient un taux d'épargne prohibitif pour de nombreux travailleurs. Le coût élevé du financement du PRM fait en sorte que beaucoup d'investisseurs se tournent vers des portefeuilles plus risqués afin d'augmenter les rendements attendus à long terme. Même si les rendements attendus plus élevés réduisent l'épargne nécessaire, les portefeuilles à risque plus élevé présentent un risque accru de « ruine » si les évaluations chutent fortement après la retraite. Les retraités pourraient alors se retrouver avec des actifs insuffisants pour financer leurs dépenses. Pour veiller au rythme de ses dépenses durant toute la vie, il est nécessaire de trouver un juste équilibre entre le dynamisme de votre répartition de l'actif à long terme et le risque de recul des valorisation des actifs. En ce sens, le risque d'investissement est équivalent au risque de dépenses futur puisque les répartitions d'actifs comportant plus de risques, comparativement au PRM, ne couvrent pas parfaitement les besoins de dépense futurs.

L'objectif principal de l'épargnant à long terme est d'assurer que le rendement d'investissement total du côté des actifs correspond à la croissance des besoins futurs relatifs au revenu de retraite (soit réduire le risque excédentaire). La question est de savoir quel niveau de risque d'investissement supplémentaire les épargnants individuels devraient prendre par rapport au PRM? Plusieurs facteurs influencent cette décision :

- Les sources externes de revenu et d'actifs de retraite, comme les revenus offerts par l'État, le RPC, les régimes de retraite privés et la vente de sa résidence pour libérer cette valeur nette
- La capacité d'ajuster les dépenses de retraite en cas d'insuffisance des actifs
- La nécessité d'accumuler un coussin pour couvrir les dépenses de retraite imprévues
- Le risque de vivre plus longtemps que vos actifs, en raison des progrès de la médecine et d'un mode de vie plus sain pour prolonger l'espérance de vie.



Réorientation de la façon de penser à l'épargne-retraite

En raison des difficultés créées par la période prolongée de faibles rendements, les investisseurs peuvent devoir réorienter leur façon de penser à leur portefeuille de retraite. Qu'ils comprennent les liens ou pas, les taux d'intérêt faibles font qu'épargner pour la retraite est devenu plus coûteux, et que la planification est d'autant plus compliquée. Voici les principaux points à retenir :

- 1** Épargner suffisamment d'actifs pour mettre en œuvre le PRM est trop coûteux pour la plupart des investisseurs en raison de la période prolongée de faibles taux d'intérêt. De plus, le PRM peut ne pas assumer un risque suffisant pour couvrir une longévité accrue et des dépenses imprévues à la retraite. Beaucoup d'épargnants à long terme devront probablement avoir recours à une exposition prudente aux actions, en plus d'une exposition importante à la durée des titres à revenu fixe.
- 2** Toutefois, les épargnants doivent encore gérer le risque excédentaire, ou la volatilité des rendements des investissements par rapport aux besoins de revenu de retraite, pour éviter la possibilité de « ruine » à la retraite.
- 3** Une construction de portefeuille avisée peut contribuer à réduire le risque excédentaire et le risque extrême des baisses importantes des marchés boursiers. Les stratégies de placements alternatifs avec des objectifs de rendement absolu et une faible corrélation avec les rendements traditionnels des marchés boursiers, ainsi que les stratégies de répartition des actifs axés sur les résultats avec une protection contre les baisses à l'aide d'options pourraient jouer un rôle utile.

¹ Les rendements réels dans ce contexte sont fondés sur le rendement des titres du Trésor américain protégés contre l'inflation.

² Voir notre commentaire du mois d'août « Rendement, liquidités et prix des actifs » pour de plus amples détails.

³ « Nous ne pensons même pas à augmenter les taux », a réitéré Jay Powell, le président de la Fed.

⁴ « Is US economic growth over? Faltering innovations the six headwinds », Robert Gordon, 12 septembre 2012. <https://voxeu.org/article/us-economic-growth-over>

⁵ L'exemple présenté dans le graphique 4 est analogue au calcul du capital initial nécessaire pour acheter une rente. Cependant, l'achat d'une rente comme investissement pourrait ne pas être indiqué pour les épargnants à long terme qui souhaitent conserver le contrôle de leurs actifs ou recherchent un rendement prévu plus élevé en investissant dans des actifs à risque tels les actions et les titres de créance de société.

⁶ Un document de référence utile est « The Only Spending Rule Article You Will Ever Need », B. Waring and L. Siegel, Financial Analysts Journal, Vol. 71, No. 1, 2015 CFA Institute.

Les placements dans les fonds communs peuvent donner lieu à des commissions, des commissions de suivi, des frais de gestion et d'autres frais. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les fonds communs ne sont pas garantis, leur valeur varie fréquemment et leur rendement antérieur peut ne pas se reproduire.

Ce document pourrait renfermer des renseignements prospectifs qui décrivent nos attentes actuelles ou nos prédictions pour l'avenir ou celles de tiers. Les renseignements prospectifs sont, de par leur nature, assujettis, entre autres, à des risques, incertitudes et hypothèses qui peuvent modifier de façon importante les résultats réels qui ont été énoncés aux présentes. Ces risques, incertitudes et hypothèses comprennent, sans s'y limiter, les facteurs économiques, politiques et de marché généraux, les taux d'intérêt et de change, la volatilité des marchés boursiers et financiers, la concurrence commerciale, l'évolution technologique, les changements qui interviennent dans la réglementation de l'État, l'évolution des lois fiscales, les procédures judiciaires ou réglementaires inattendues et les catastrophes. Il est conseillé au lecteur de peser soigneusement ces considérations, ainsi que d'autres facteurs, et de ne pas se fier indûment à des renseignements prospectifs. Tout renseignement prospectif présenté dans le présent document n'est valable qu'en date du 31 août 2020. Le lecteur ne doit pas s'attendre à ce que ces renseignements soient mis à jour, complétés ou révisés en raison de nouveaux renseignements, de nouvelles circonstances, d'événements futurs ou autre.

Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les fonds communs ne sont pas garantis, leur valeur varie fréquemment et leur rendement antérieur peut ne pas se reproduire. Le contenu de ce document (y compris les faits, les perspectives, les opinions, les recommandations, les descriptions de produits ou titres ou les références à des produits ou titres) ne doit pas être pris ni être interprété comme un conseil en matière de placement, ni comme une offre de vente ou une sollicitation d'offre d'achat, ou une promotion, recommandation ou commandite de toute entité ou de tout titre cité.