



Le juste risque ou comment aider les régimes de retraite à établir leurs objectifs de couverture

Michael Augustine, Directeur général, Gestion de portefeuille, Gestion de Placements TD Inc.

Liam Hartigan, vice-président, Gestion de portefeuille, Gestion de Placements TD Inc.

Pawel Piesowicz, vice-président, Gestion de portefeuille, Gestion de Placements TD Inc.

Aperçu

- Le juste équilibre en matière de risque peut vous aider à atteindre les objectifs de financement de votre régime en toute confiance.
- Bien que chaque régime soit unique, tous les promoteurs partagent l'objectif commun qui est d'obtenir le meilleur rapport risque-rendement. En conséquence, le fait d'établir des objectifs de couverture est une étape cruciale du processus de répartition stratégique de l'actif.
- Les régimes, qui doivent souvent composer avec plusieurs objectifs, doivent s'assurer de tirer parti d'une gamme complète d'occasions qui comprennent des instruments des marchés publics, privés ou des deux.

Trouver le juste équilibre

L'approche visant à réduire les risques attire beaucoup l'attention. Toutefois, nous croyons que la majorité des promoteurs de régime cherchent en réalité à obtenir de meilleurs rapports risque-rendement afin d'améliorer leurs chances de s'acquitter des obligations de leur régime. Cet exercice de budgétisation des risques peut être influencé par de nombreux facteurs propres au régime, et le cadre de placement doit donc tenir compte du fait que tous les régimes sont différents. La priorité est de trouver les stratégies et les solutions les plus adaptées à votre budget de risque unique et de structurer votre stratégie de placement

de façon appropriée, un processus qui consiste en l'établissement du « juste risque ».

Une approche pragmatique axée sur la gestion des risques donne aux promoteurs de régimes de retraite plus de confiance quant à leur capacité à atteindre leurs objectifs de financement tout en exerçant un meilleur contrôle sur leur régime, quelles que soient les conditions du marché. Afin d'assurer l'abordabilité d'un régime, nous encourageons les promoteurs à élargir leur univers de placement et à tirer parti du large éventail de placements maintenant offerts sur les marchés publics, privés et produits dérivés.

Nous comprenons parfaitement qu'il faut prendre des risques pour obtenir des rendements intéressants. Toutefois, nous croyons que le contrôle du régime découle de la prévisibilité de la capitalisation. C'est pourquoi il est essentiel de bien comprendre la situation de capitalisation du régime, sa volatilité et les risques de baisse associés à toute stratégie de

répartition de l'actif envisagée. L'approche du juste risque nécessite de bien comprendre les risques auxquels votre régime est exposé. Il est ensuite possible de prendre des décisions éclairées quant au degré de risque acceptable et à la façon de couvrir le risque.

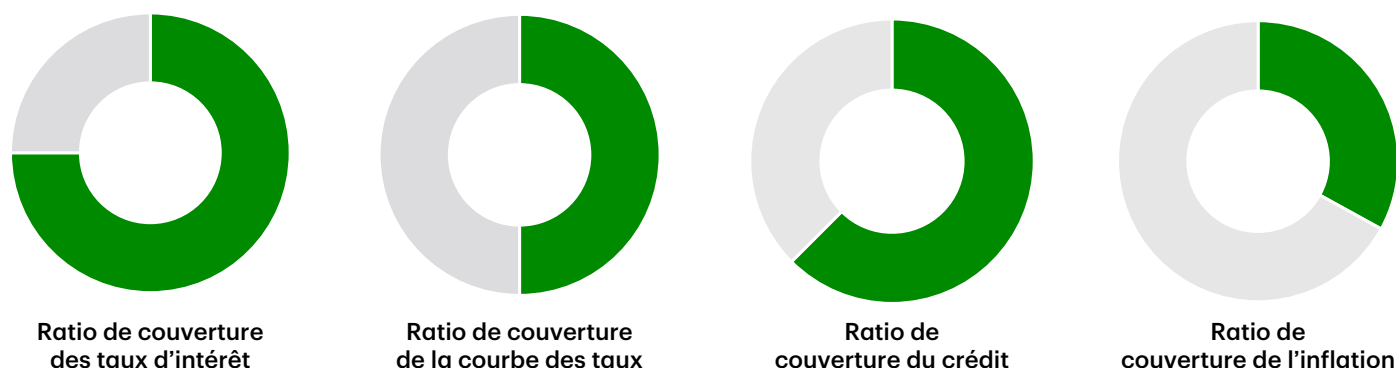
Structurer le portefeuille de couverture

Le processus de couverture consiste généralement à répartir les actifs d'un régime de façon à obtenir une exposition au risque de marché semblable à celle des passifs sous-jacents. L'objectif est que ces actifs démontrent la même sensibilité aux fluctuations du marché qu'une partie du passif du régime. Cette stratégie aide à réduire la volatilité de la capitalisation.

Tableau de bord du risque de couverture

Les principales fluctuations du marché qui influent sur la volatilité du passif et peuvent contribuer à la volatilité du ratio de financement sont les variations des taux d'intérêt, la forme de la courbe des taux, les écarts de taux et l'inflation.

Figure 1 : Tableau de bord du ratio de couverture



Source : Gestion de Placements TD Inc.

Le **ratio de couverture des intérêts** mesure le niveau de protection de la capitalisation d'un régime en cas de mouvement parallèle de la courbe des taux nominaux. Le risque lié aux taux d'intérêt est habituellement la principale source de risque pour un régime de retraite à prestations déterminées. En conséquence, il est souvent utilisé comme la principale mesure pour déterminer le niveau de risque d'un régime.

Le **ratio de couverture de la courbe des taux** mesure le niveau de protection de la capitalisation d'un régime en cas de mouvement non parallèle de la courbe des taux nominaux. Dans un contexte où les banques centrales sont actives, la protection contre les variations de la forme de la courbe des taux peut s'avérer primordiale. Autrement, la couverture contre les variations de la courbe des taux est généralement considérée comme secondaire.

Le **ratio de couverture du crédit** mesure le niveau de protection de la capitalisation d'un régime en cas de variations des écarts de taux. L'importance de ce

ratio dépend de la mesure du passif. Par exemple, la méthode comptable utilisée pour calculer le niveau de capitalisation est habituellement plus sensible aux écarts de taux que la méthode de solvabilité.

Le **ratio de couverture de l'inflation** mesure le niveau de protection de la capitalisation d'un régime en cas de variation des attentes d'inflation, c'est-à-dire un mouvement parallèle de la courbe des taux réels, en supposant que les taux d'intérêt nominaux demeurent fixes. Ce ratio est très important pour les régimes dont les prestations sont indexées à la hausse du coût de la vie.

Lorsque la répartition stratégique de l'actif est effectuée en tenant compte du passif, les promoteurs peuvent mieux comprendre les coûts réels du régime et le risque pris pour les réduire. La décision de prendre des risques doit être fondée sur la récompense offerte par le risque, qu'il s'agisse de rendements prévus plus élevés ou d'avantages de diversification du point de vue de l'ensemble du portefeuille, y compris le passif.

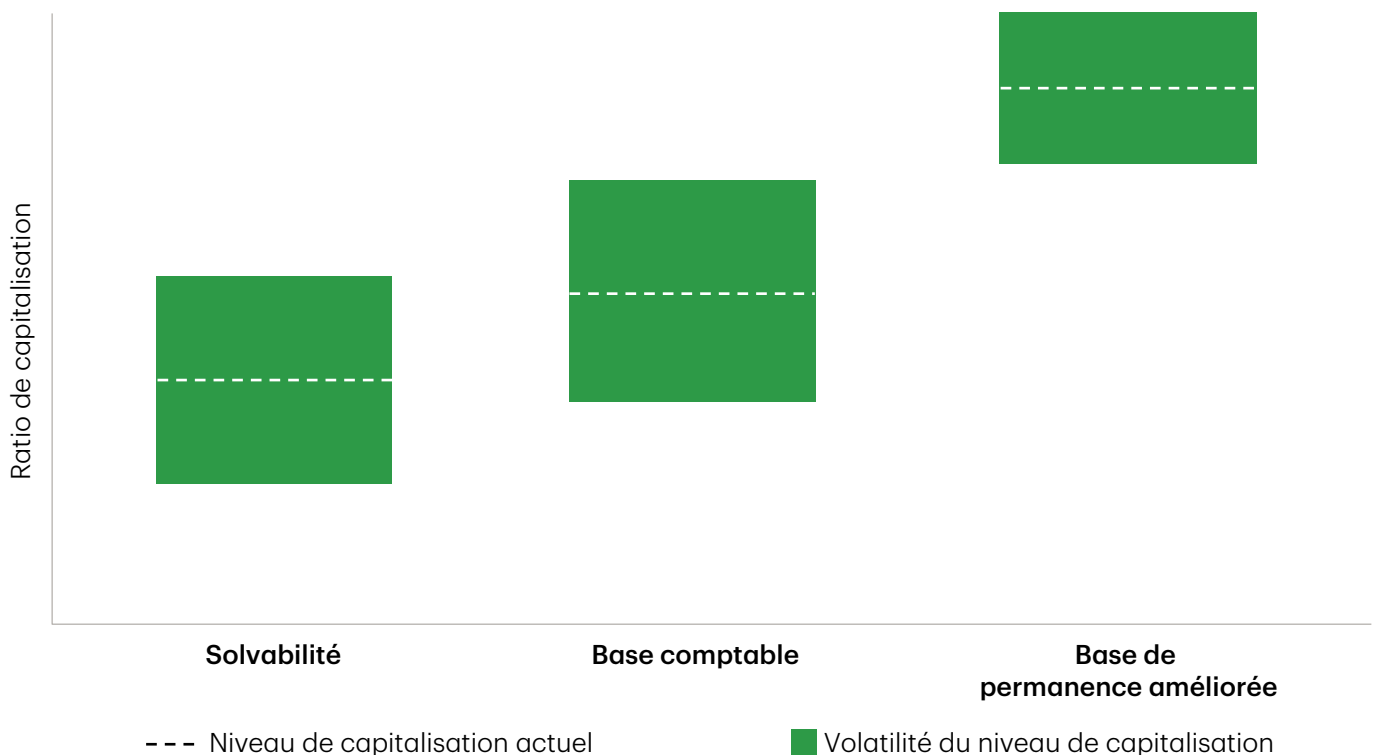
Quel passif doit être couvert?

Bien qu'il n'existe généralement qu'une seule façon de voir les actifs d'un régime, ce qui complique les choses c'est qu'il existe plusieurs moyens de mesurer ou d'évaluer le passif d'un régime.

- **Évaluation sur une base de permanence** : cette méthode évalue le passif en se fondant sur l'hypothèse que le régime durera indéfiniment.
- **Évaluation d'une liquidation hypothétique** : cette méthode détermine le passif comme le coût de règlement immédiat des prestations du régime.
- **Évaluation de la solvabilité** : cette méthode détermine le passif comme le coût du règlement des prestations du régime avec certaines modifications prescrites par les règlements provinciaux sur le financement.
- **Évaluation comptable** : cette méthode détermine le passif pour les états financiers.

Il y a peu de temps, plusieurs provinces canadiennes ont adopté des méthodes améliorées d'évaluation sur une base de permanence qui prévoient un passif additionnel fondé sur le risque ou une provision pour écarts défavorables.

Figure 2 : La majorité des régimes ont généralement plusieurs objectifs de couverture



Source : Gestion de Placements TD Inc.

De nombreux régimes mettront l'accent sur l'évaluation sur une base de permanence améliorée ou sur la solvabilité, en raison des répercussions potentielles de la non-couverture des cotisations. D'autres régimes peuvent être davantage axés sur la méthode de comptabilité en raison de la sensibilité à la volatilité des états financiers ou des répercussions négatives possibles d'une éventuelle liquidation.

Le fait est que la plupart des régimes peuvent avoir plusieurs objectifs de couverture. L'approche de placement devrait donc être solide. Elle nécessite une compréhension approfondie de l'interaction entre l'actif et le passif du régime, en s'appuyant sur toutes les définitions pertinentes du passif pour éviter les mauvaises surprises.

Établissement de l'objectif de couverture principal

Tout régime axé sur le juste risque doit tenir compte d'une nuance avant de décider quelle l'approche de couverture adopter. Pour ce faire, nous devons répondre à la question : l'accent est-il mis sur le ratio de financement ou le niveau de financement du régime? L'exemple qui suit illustre la différence.

Figure 3 : Couverture du ratio de financement (%) et couverture du niveau de financement (\$)

Couverture du ratio de financement (%)		Couverture de la situation de financement (\$)	
Actif :	80	Actif :	80
Passif :	100	Passif :	100
Ratio de capitalisation : actif/passif	80%	Ratio de capitalisation : actif/passif	80%
Situation de capitalisation : actif – passif	-20	Situation de capitalisation : actif – passif	-20
Ratio de couverture des taux d'intérêt	80%	Ratio de couverture des taux d'intérêt	100%
En cas de hausse de 1 % des taux d'intérêt		En cas de hausse de 1 % des taux d'intérêt	
Actif :	70	Actif :	68
Passif :	88	Passif :	88
Ratio de capitalisation : actif/passif	80%	Ratio de capitalisation : actif/passif	77%
Situation de capitalisation : actif – passif	-18	Situation de capitalisation : actif – passif	-20

Remarque : Durée hypothétique du passif de 12 ans. Source : Gestion de Placements TD Inc.

Si l'intention du régime est de bloquer son ratio de financement (c.-à-d. le rapport entre l'actif et le passif), il devrait utiliser un ratio de couverture du taux intérêt cible égal à son ratio de financement. Le tableau de gauche de la figure 3 montre que si le promoteur du régime cible un ratio de couverture des taux d'intérêt de 80 % conforme à son ratio de financement, lorsque les taux d'intérêt changent, le niveau de capitalisation (dans ce cas-ci un déficit) en dollars diminue, mais le ratio de capitalisation demeure inchangé.

D'après nos observations, la majorité des promoteurs de régime privilégient le ratio de financement (%). Cette mesure est également importante pour les régimes qui souhaitent une protection contre le dépassement de niveaux clés, comme le niveau de solvabilité de 85 %, qui pourrait entraîner des exigences de financement supplémentaires. Les couvertures du ratio de financement tendent également à bien fonctionner pour les régimes à ajustement progressif, car un grand nombre d'entre eux sont structurés afin que leurs ratios de couverture des taux d'intérêt cible correspondent à leurs ratios de financement.

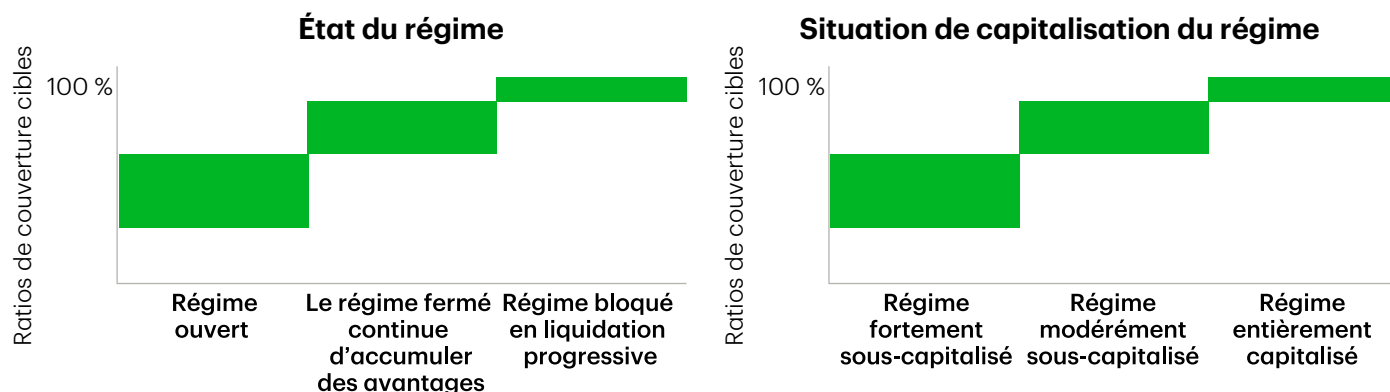
Certains régimes sont toutefois axés sur leur situation de financement en dollars. Cela pourrait être le cas d'un régime proche de la liquidation qui veut être certain de son surplus ou déficit en dollars afin de minimiser le risque d'une surprise dans les cotisations requises pour régler la totalité des prestations. Dans ce cas, un régime qui cherche à bloquer sa situation de financement ou son surplus ou déficit en dollars devrait utiliser un ratio de couverture des taux intérêts cible de 100 % de son passif. Le tableau de droite de la figure 3, montre qu'un ratio de couverture des intérêts de 100 % protège le montant en dollars du déficit du régime, mais laisse le ratio de financement du régime quelque peu exposé aux fluctuations du marché.

Par extension, un régime qui cherche à améliorer son ratio de financement en tirant parti des fluctuations des taux d'intérêt devra cibler un ratio de couverture des taux d'intérêt inférieur ou supérieur à son ratio de financement en prévision, respectivement, d'une hausse ou d'une baisse des taux.

Établissement du niveau de couverture cible

Le niveau de couverture cible choisi est souvent personnalisé en fonction des objectifs précis du régime, lesquels peuvent varier en fonction de nombreux facteurs, y compris l'état du régime et la situation de financement actuelle.

Figure 4 : Facteurs influant sur les ratios de couverture des taux d'intérêt cibles



Source : Gestion de Placements TD Inc.

État du régime

Les régimes ouverts continuent d'accepter de nouveaux participants et les prestations continuent de s'accumuler. En règle générale, ces régimes ont des horizons de placement plus longs en raison du nombre élevé de participants actifs. Comme ils ont moins besoin de générer des flux de trésorerie à court terme, ils peuvent investir davantage dans des actifs de croissance. Comme les ratios de couverture cibles sont plus bas, la plupart des promoteurs de régimes ouverts sont prêts à accepter une plus grande volatilité de la capitalisation à court terme, tout en demeurant attentifs au passif et en cherchant à éviter les mauvaises surprises liées au risque de baisse. De plus, les actifs de croissance peuvent offrir une certaine couverture des taux d'intérêt à long terme.

Les régimes fermés sont soit des régimes n'acceptant plus de nouveaux participants, mais qui continuent d'accumuler les prestations ou des régimes où l'accumulation de prestations est partiellement bloquée. Ces régimes ont généralement un horizon de placement plus court. Comme aucun nouveau participant ne peut adhérer au régime, seule la part des participants à la retraite augmente au fil du temps. Ces régimes peuvent suivre une approche d'ajustement progressif et viser une hausse des taux d'intérêt afin d'améliorer le niveau de capitalisation au fil du temps.

Un régime bloqué en vue d'une liquidation aura habituellement l'horizon de placement le plus court. Dans de nombreux cas, ces régimes peuvent viser à bloquer une position de financement en établissant un ratio de couverture des taux d'intérêt cible égal à 100 % et en maintenant une durée correspondant à celle des taux directeurs. La fourchette de cette cible se resserrera généralement à mesure de l'amélioration du niveau de financement du régime, étant donné la

réticence à voir le niveau de capitalisation baisser et le besoin réduit d'accroître les actifs

Capitalisation du régime

Les régimes qui cherchent à combler leurs déficits de capitalisation disposent généralement de trois moyens : augmenter les cotisations, réduire les prestations ou augmenter le rendement des placements. L'option la plus intéressante pour les promoteurs de régime qui peuvent accepter un certain risque est de prendre le risque d'améliorer les rendements des placements prévus. Les régimes sous-capitalisés utiliseront généralement des ratios de couverture cibles plus faibles et chercheront à combler leur déficit en profitant des fluctuations favorables des marchés, y compris de la hausse des taux d'intérêt. Cependant, les promoteurs de régime qui ne peuvent pas accepter le risque devraient utiliser des ratios de couverture plus élevés.

En revanche, les régimes bien capitalisés ou légèrement surcapitalisés utiliseront généralement des ratios de couverture des taux d'intérêt cibles plus élevés. Des surplus supérieurs à un certain niveau sont souvent jugés inutiles, mais la tolérance à une baisse importante du niveau de capitalisation est généralement faible, surtout dans le cas des régimes bloqués.

Une autre technique de mise en œuvre courante consiste à augmenter le ratio de couverture cible à mesure que la situation de financement du régime s'améliore. Lorsque les variations de la répartition de l'actif et du ratio de couverture cible sont prédéterminées en fonction des éléments déclencheurs de l'ajustement progressif, le gestionnaire de la couverture peut travailler de façon rigoureuse pour s'assurer que certaines occasions ne sont pas ratées et que le régime n'est pas exposé à un risque involontaire lié au rapport actif-passif.

Profiter d'un éventail complet d'occasions

Comme mentionné auparavant, l'horizon de placement est un élément clé à prendre en considération lorsqu'on réfléchit au niveau du risque qu'un régime devrait couvrir. La réduction du risque à court terme nécessite généralement une plus grande pondération des titres à revenu fixe productifs de flux de revenu. Toutefois, l'abordabilité à long terme du régime exige une exposition aux actifs de croissance. En supposant une bonne diversification, la répartition de l'actif de croissance est généralement récompensée par un taux de rendement attendu plus élevé.

Lorsque l'ensemble des occasions est limité aux instruments physiques, le profil risque-rendement peut exiger des choix difficiles. Heureusement,

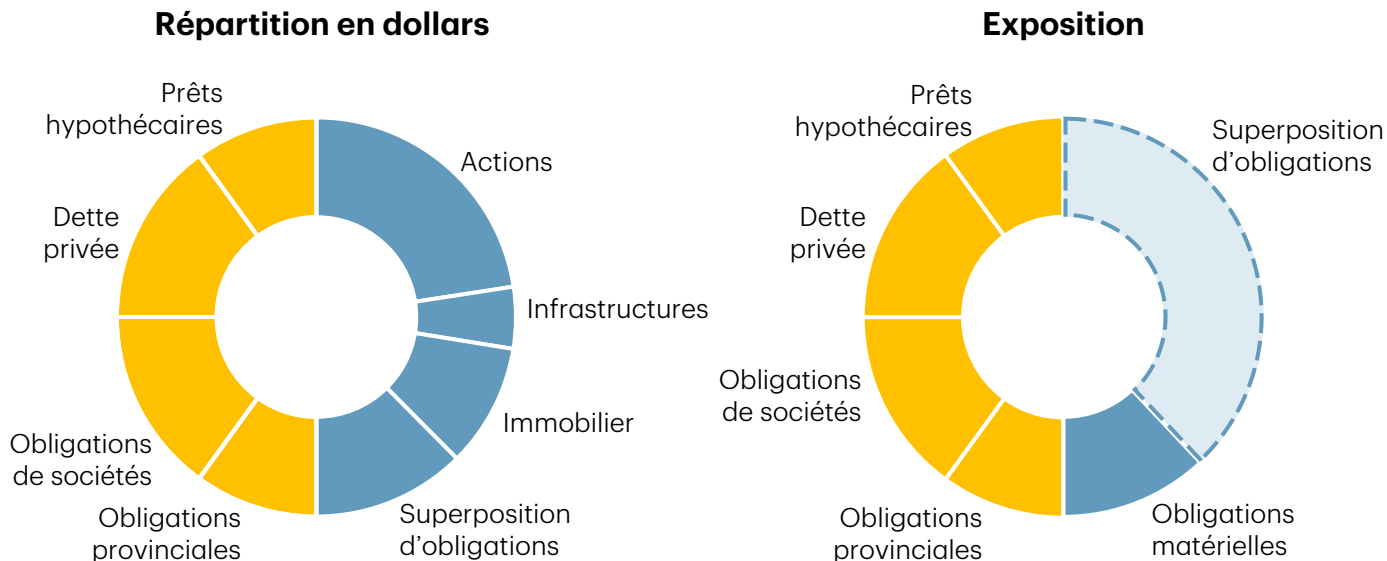
l'élargissement des possibilités et l'utilisation de l'effet de levier comme outil de réduction du risque permettent au promoteur de régime de couvrir les risques liés au passif tout en cherchant à atteindre ses objectifs de croissance.

La superposition d'obligations comme outil de réduction du risque

Une stratégie de superposition utilise des instruments dérivés ou l'effet de levier pour donner au portefeuille une exposition plus élevée que celle offerte par le portefeuille de placements physiques sous-jacent. De cette façon, le capital peut être réinvesti dans des actifs de croissance, comme des actions ou des actifs réels.

Figure 5 :

Établir le ratio de couverture cible en gardant à l'esprit la production de flux de trésorerie et une croissance sensible au passif



Source : Gestion de Placements TD Inc.

La partie de gauche de la figure 5 montre une répartition de l'actif aussi bien dans des titres à revenu fixe que dans des titres de croissance. En revanche, à droite, lorsque l'on examine les pondérations, la composante de superposition d'obligations est utilisée pour fournir une exposition aux titres à revenu fixe afin de couvrir l'ensemble du portefeuille. En conséquence, la superposition d'obligations procure au promoteur la souplesse nécessaire pour atteindre un certain degré de couverture du passif qui n'est pas limité par la pondération en dollars des titres à revenu fixe. Utilisée de cette façon, une superposition d'obligations peut rendre les actifs de croissance plus sensibles au passif.

Risque-Rendement



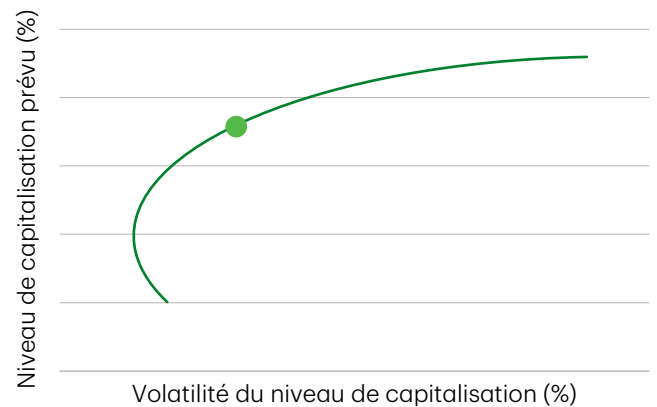
Caractéristique de juste risque des actions et actifs alternatifs

Lorsque les investisseurs cherchent à accroître leurs rendements uniquement en augmentant la pondération des actions, ils peuvent ne pas être en mesure de le faire sans augmenter leur budget de risque. Cependant, grâce à l'application de styles de gestion complémentaires des actions et à l'inclusion d'actifs alternatifs, le rendement attendu d'un portefeuille peut être accru, tout en réduisant son profil de risque global. Cela s'explique par la faible corrélation entre les styles de gestion complémentaires des actions et ceux des actifs alternatifs.

De plus, les actifs axés sur le rendement possèdent souvent des propriétés de couverture du passif. Par exemple, les actions présentent une corrélation positive avec les marchés du crédit et offrent donc une certaine couverture du crédit lié au passif. De même, l'immobilier et les infrastructures offrent un certain niveau de protection contre l'inflation à long terme et peuvent donc soutenir la couverture de l'inflation du passif. C'est pourquoi nous préférons désigner ces actifs comme des actifs de croissance sensibles au passif. Et c'est pourquoi leur inclusion peut réduire le risque par rapport au passif sous-jacent du régime.

Pour cette raison, la couverture de crédit peut ne pas être de 100 % si le régime comprend également une composante d'actions. De même, la couverture de l'inflation peut ne pas être à 100 % si le régime investit dans des biens immobiliers ou des infrastructures. La réalité est que de nombreux actifs de croissance auront un certain degré de couverture du passif ou de corrélation au passif, alors il est avantageux de comprendre ces propriétés de couverture du passif lorsque l'on établit les ratios de couverture cibles.

Figure 6 : L'établissement de ratios de couverture cibles permet d'obtenir de meilleurs rapports risque-rendement



Source : Gestion de Placements TD Inc.

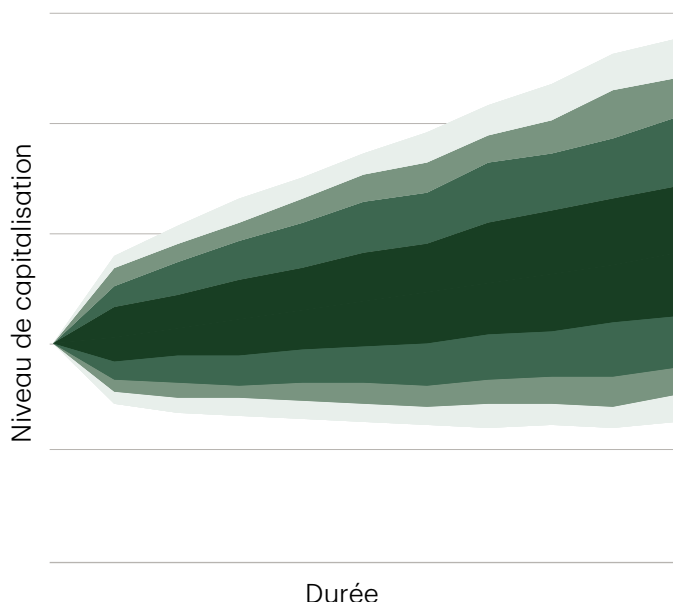
Lorsqu'on envisage d'établir la répartition des actifs de croissance la plus appropriée, il est important de se rappeler que l'exercice d'optimisation n'est qu'un outil permettant de mieux comprendre les rapports risque-rendement en fonction d'un ensemble d'hypothèses. L'essentiel est que l'analyse soit accompagnée d'une compréhension approfondie des [caractéristiques démographiques](#) du régime, des besoins de liquidité, du degré d'appariement des flux de trésorerie, de l'horizon de placement, des bases du passif et de l'ajustement progressif. Lorsque cette approche entièrement intégrée est adoptée, les objectifs de couverture cibles peuvent être correctement harmonisés avec la décision de répartition stratégique de l'actif.

Résumé

Il est essentiel de tester la stratégie de couverture proposée. Les promoteurs de régime devront être plus à l'aise non seulement avec les résultats attendus à long terme, mais aussi avec les risques de baisse à court terme. Pour ce faire, il faut tenir compte du risque lié à la séquence de la méthode, car les rendements obtenus pendant certaines périodes seront plus importants que d'autres.

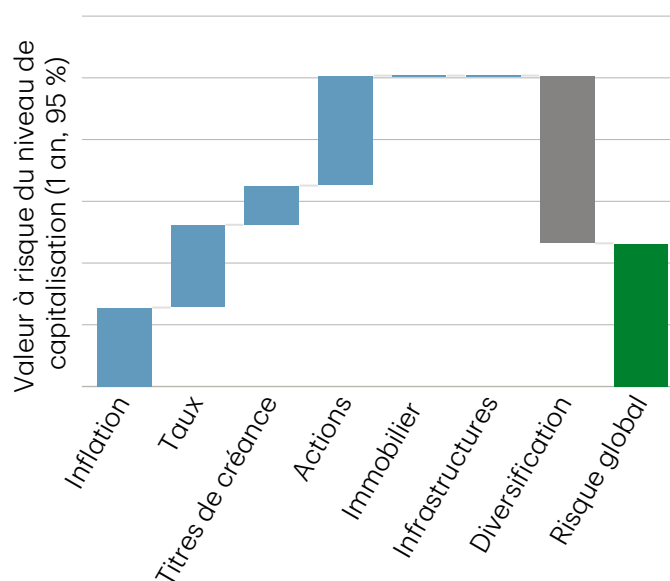
La section en vert foncé du graphique en tulipe de la figure 7 illustre les scénarios de capitalisation à long terme les plus probables qui pourraient découler d'une stratégie de couverture particulière. Cependant, les sections vertes de plus en plus claires des résultats de la projection sont également importantes, car elles indiquent la dispersion des résultats attendus et les risques extrêmes.

Figure 7 :
Volatilité du niveau de capitalisation prévu



Source : Gestion de Placements TD Inc.

Figure 8 :
Valeur à risque (VaR) du niveau de capitalisation (1 an, 95 %)



Source : Gestion de Placements TD Inc.

La décomposition des risques de baisse extrême peut également fournir de précieux renseignements précieux sur les facteurs de risque associés aux différents niveaux de couverture. Dans la figure 8, la valeur à risque de la capitalisation du régime est représentée par la barre verte. Il s'agit du montant minimal de baisse prévue en fonction du niveau de capitalisation du régime en cas d'événement défavorable survenant dans un horizon de 1 à 20 ans. Les barres bleues indiquent les différents facteurs contribuant à ce risque. La barre grise montre la réduction globale du risque en raison des effets de la diversification et des caractéristiques de corrélation au passif des divers actifs sélectionnés dans l'ensemble des occasions.

La vérification du ratio de couverture cible et la sélection du niveau de risque approprié à couvrir doivent être fondées sur une analyse globale et réaliste des scénarios et cette analyse qui doit être cohérente et réaliste à l'interne. Grâce à une vision aussi claire des principaux facteurs de risque, les promoteurs de régime peuvent avoir davantage l'assurance que toute stratégie de couverture proposée devrait répondre à leurs attentes.

Résultat : un meilleur contrôle du régime. ■

Confiance

Juste Risque

Suivez Gestion de Placements TD



Les renseignements aux présentes ont été fournis par Gestion de Placements TD Inc. à des fins d'information seulement. Ils proviennent de sources jugées fiables. Les graphiques et les tableaux sont utilisés à des fins d'illustration et ne reflètent pas des valeurs ou des rendements futurs. Ces renseignements n'ont pas pour but de fournir des conseils financiers, juridiques, fiscaux ou de placement. Les stratégies fiscales, de placement ou de négociation devraient être étudiées en fonction des objectifs et de la tolérance au risque de chacun. Le présent document peut contenir des déclarations prospectives qui sont de nature prévisionnelle et pouvant comprendre des termes comme « prévoir », « s'attendre à », « compter », « croire », « estimer » ainsi que les formes négatives de ces termes. Les déclarations prospectives sont fondées sur des prévisions et des projections à propos de facteurs généraux futurs concernant l'économie, la politique et les marchés, comme les taux d'intérêt, les taux de change, les marchés boursiers et financiers, et le contexte économique général; on suppose que les lois et règlements applicables en matière de fiscalité ou autres ne feront l'objet d'aucune modification et qu'aucune catastrophe ne surviendra. Les prévisions et les projections à l'égard d'événements futurs sont, de par leur nature, assujetties à des risques et à des incertitudes que nul ne peut prévoir. Les prévisions et les projections pourraient s'avérer inexactes dans l'avenir. Les déclarations prospectives ne garantissent pas les résultats futurs. Les événements réels peuvent différer grandement de ceux qui sont exprimés ou sous-entendus dans les déclarations prospectives. De nombreux facteurs importants, y compris ceux énumérés plus haut, peuvent contribuer à ces écarts. Vous ne devriez pas vous fier aux déclarations prospectives. Gestion de Placements TD Inc. est une filiale en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion. ^{MD} Le logo TD et les autres marques de commerce sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion ou de ses filiales.