

Nicole Lomax, CFA
Vice-présidente
et directrice,
cheffe de l'équipe
Répartition des actifs
institutionnels, GPTD

Les outils pour s'attaquer au dilemme de la décumulation des régimes à CD

Dans un contexte d'essor des régimes de capitalisation au Canada et de vieillissement de la population, les promoteurs de régimes se penchent de plus sur la question des dépenses pendant la retraite. Aider les participants des régimes à gérer leurs dépenses (décumulation) est sans doute un problème plus difficile à résoudre que concevoir des régimes d'épargne (accumulation) – d'ailleurs, William Sharpe, l'un des théoriciens de la construction de portefeuilles, a qualifié la décumulation de « problème le plus épineux à résoudre en finance ».

Reposant au cœur des arbitrages inhérents aux objectifs de décumulation, ce dilemme de la décumulation est également associé aux risques liés à la séquence des rendements et au nombre limité d'options de placements non traditionnels pour les participants des régimes de capitalisation. Toutefois, les promoteurs peuvent le résoudre en gérant les risques liés à la séquence des rendements et en ajoutant des placements privés non traditionnels à leur offre.

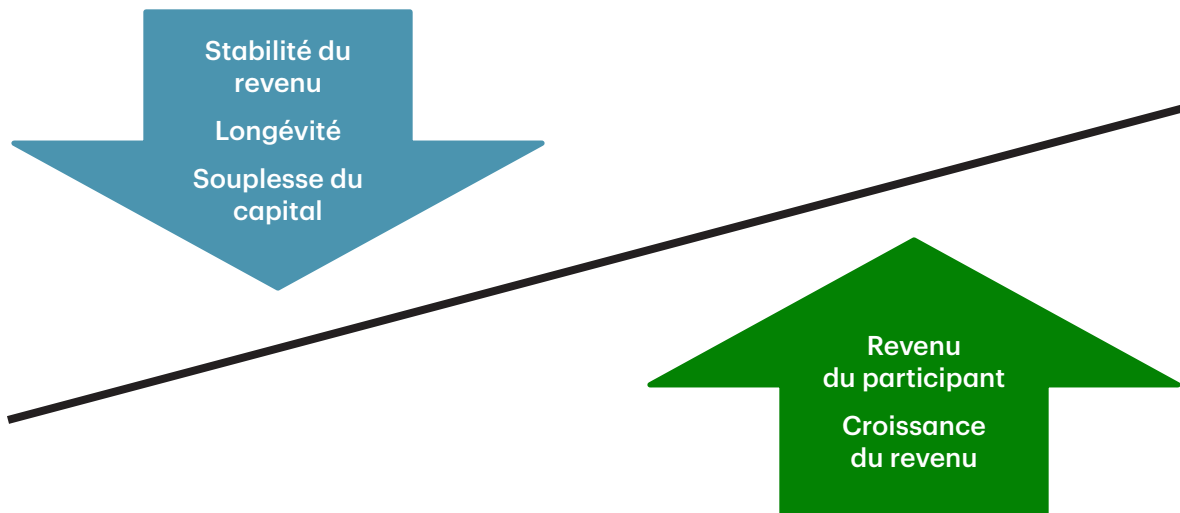
Des objectifs contradictoires en matière de retraite

Alors que les objectifs d'accumulation peuvent souvent être gérés en fonction de l'horizon de retraite, les objectifs de décumulation peuvent quant à eux varier considérablement. En effet, pour leur retraite, les participants doivent jongler entre cinq grands objectifs, avec à la clé des arbitrages parfois contradictoires :

- 1 **Le niveau de revenu** : Le niveau de revenu précis nécessaire à la retraite.
- 2 **La croissance du revenu** : La préservation et la croissance dans le temps du pouvoir d'achat associé au revenu de retraite.
- 3 **La stabilité du revenu** : La tolérance d'un participant aux fluctuations de son revenu de retraite.
- 4 **Le risque de longévité** : Le risque d'épuiser le revenu de retraite trop tôt.
- 5 **La souplesse du capital** : Le contrôle du capital de base dans le cadre de la décumulation et des legs.

La **figure 1** illustre les compromis à faire lorsqu'il s'agit de gérer ses objectifs de retraite. Relever le niveau de son revenu de retraite et pouvoir le faire croître peut se faire au détriment de la stabilité du revenu et de la souplesse du capital, sans compter le risque d'épuiser son revenu avant son décès. Cela s'explique par le risque de marché qui doit être pris pour atteindre des niveaux plus élevés de revenu de retraite et augmenter la croissance du revenu.

Figure 1 : Les compromis en matière de décumulation



Stabilité

Le risque lié à la séquence des rendements

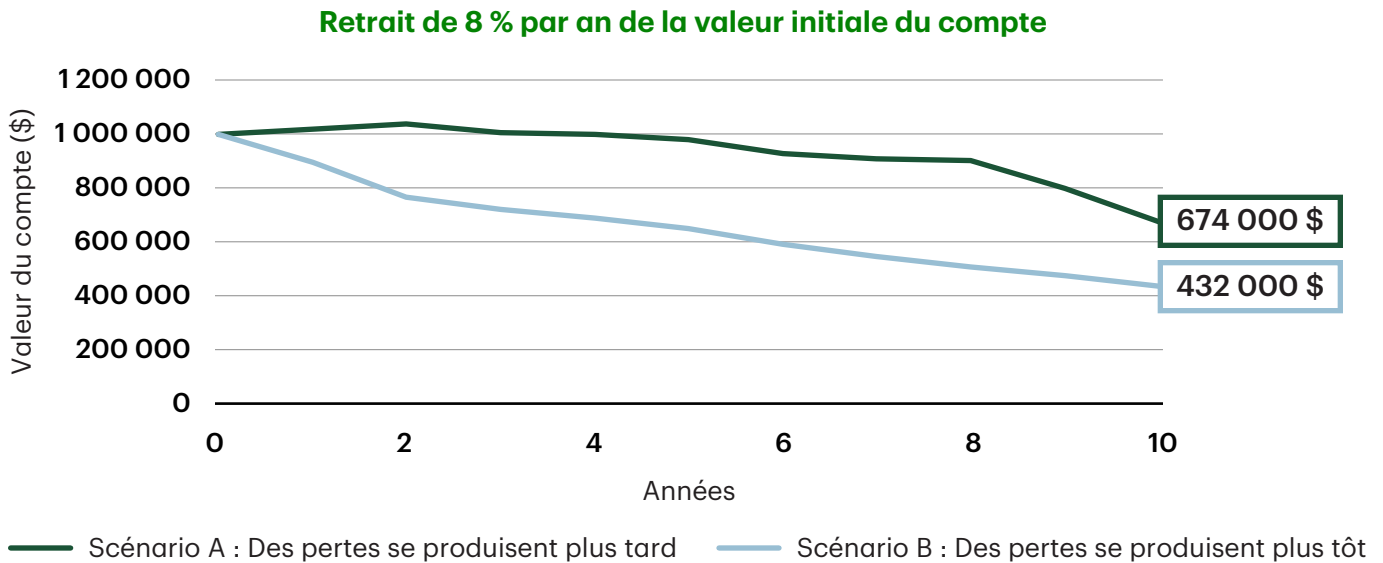
À ces compromis s'ajoute le risque lié à la séquence des rendements auquel les participants sont exposés du fait de la plus forte volatilité du marché. Le risque lié à la séquence des rendements décrit l'impact que la trajectoire des rendements peut avoir sur un portefeuille dont les fonds sont en train d'être retirés. Lorsqu'un portefeuille affiche des flux de trésorerie positifs, par exemple au cours des années d'épargne, les phases de baisse du marché ont moins d'incidence si l'horizon de placement est suffisamment long. Par contre, lors de la phase de retrait des capitaux, la capacité d'un portefeuille à

atteindre ses objectifs est extrêmement sensible à l'ampleur des rendements négatifs et au moment où ils se produisent.

La **figure 2** illustre ce phénomène pour un participant qui retire à la retraite 8 % par an de son capital de base de 1 million de dollars assorti d'un rendement à long terme de 5 %. Les deux scénarios affichent des rendements et un niveau de risque identiques à long terme, mais les pertes se produisent dans un cas dans la neuvième et dixième année, et dans l'autre cas dans les deux premières années.

Figure 2 : Le risque lié à la séquence des rendements

Rendement annualisé de 5 %										
Année (rendements)	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Scénario A : Des pertes se produisent plus tard	11,00 %	10,00 %	5,00 %	8,00 %	7,00 %	3,00 %	7,00 %	9,00 %	-3,00 %	-6,00 %
Scénario B : Des pertes se produisent plus tôt	-3,00 %	-6,00 %	5,00 %	8,00 %	7,00 %	3,00 %	7,00 %	9,00 %	11,00 %	10,00 %



Remarque : À titre indicatif seulement.
Source : GPTD.

Les pertes ne sont pas extrêmes, mais l'effet cumulé des rendements négatifs du portefeuille et des retraits réguliers se traduit par une perte de 25 % du capital de base au cours des deux premières années. L'effet composé après 10 ans signifie que le participant aura 242 000 \$ de moins à sa disposition pour ses années de retraite restantes.

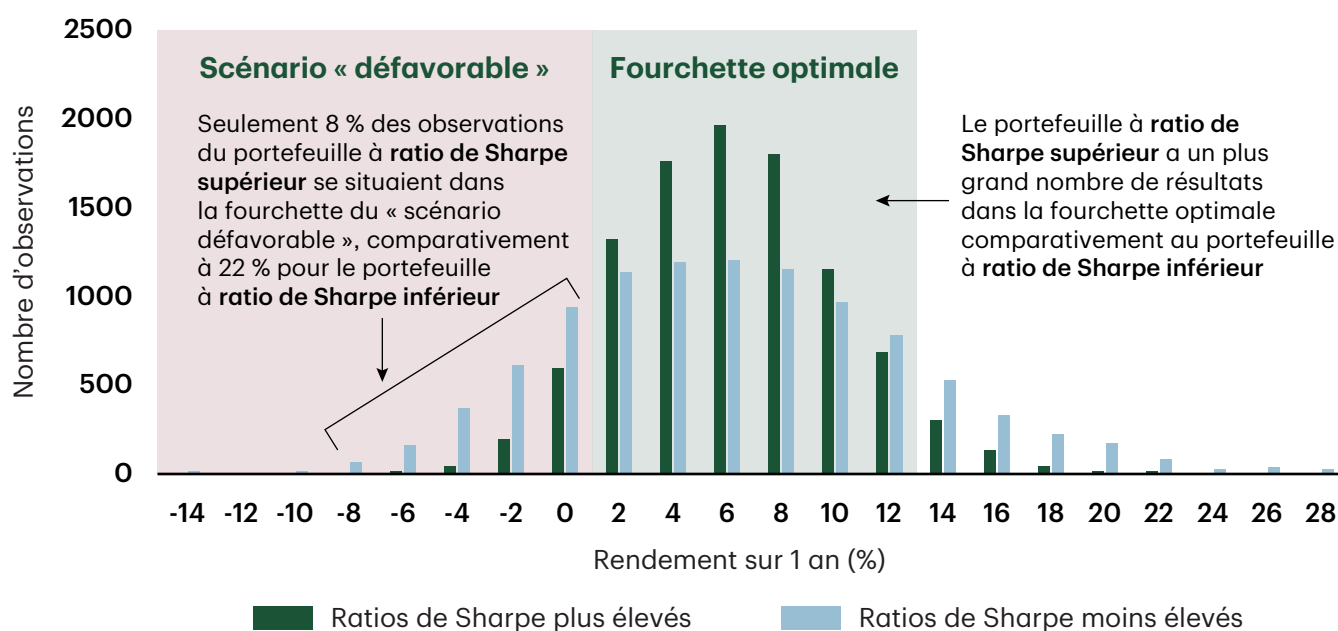
Voilà pourquoi, pour résoudre le dilemme de la décumulation, il faut gérer simultanément les rendements attendus et la volatilité à court terme. Cette optique permet, selon nous, de redéfinir l'approche traditionnelle de la gestion de la décumulation, et de passer d'une simple question de combinaison des actions et des obligations à la véritable incorporation d'une vaste gamme d'outils à même de gérer les rendements ajustés au risque.

Nous mentionnions dans l'introduction l'avis de William Sharpe sur la décumulation. Fort à propos, il se trouve que la principale mesure des rendements ajustés au risque est celle qu'il a établie, appelée ratio de Sharpe. Ce ratio aide à déterminer le niveau de rendement obtenu par un investisseur pour chaque point de volatilité du marché. Entre deux portefeuilles affichant des rendements attendus semblables, celui dont le ratio de Sharpe est le plus élevé subit moins de replis des marchés, et dans une mesure moins sévère, tout en ayant le même niveau de rendement attendu.

La **figure 3** simule deux portefeuilles dont le rendement attendu est de 5 %, mais dont le niveau de volatilité est différent. Le portefeuille dont le ratio de Sharpe est plus élevé offre une plus grande diversification et, par conséquent, expose le portefeuille à un risque moindre que celui dont le ratio de Sharpe est plus faible. Afin de réduire au minimum le risque lié à la séquence des rendements, l'investisseur devrait réduire le risque d'obtenir des rendements nuls ou négatifs pour toute année civile donnée (scénario défavorable). Un profil de rendement plus uniforme produira un plus grand nombre de rendements annuels dans la fourchette optimale et moins de rendements exceptionnels à deux chiffres ou plus.

Figure 3 : Un ratio de Sharpe plus élevé aide à atténuer le risque lié à la séquence des rendements

Distribution des rendements de deux portefeuilles à 5 %



Remarque : À titre indicatif seulement.
Source : GPTD.

D'après ce graphique, on peut constater que le portefeuille dont le ratio de Sharpe est plus faible devrait afficher une année de rendement défavorable dans 22 % des cas, contre 8 % pour le portefeuille dont le ratio de Sharpe est plus élevé. En raison du risque lié à la séquence des rendements, il en résulte une différence importante dans la valeur du compte, même si les deux portefeuilles affichent le même rendement à long terme.

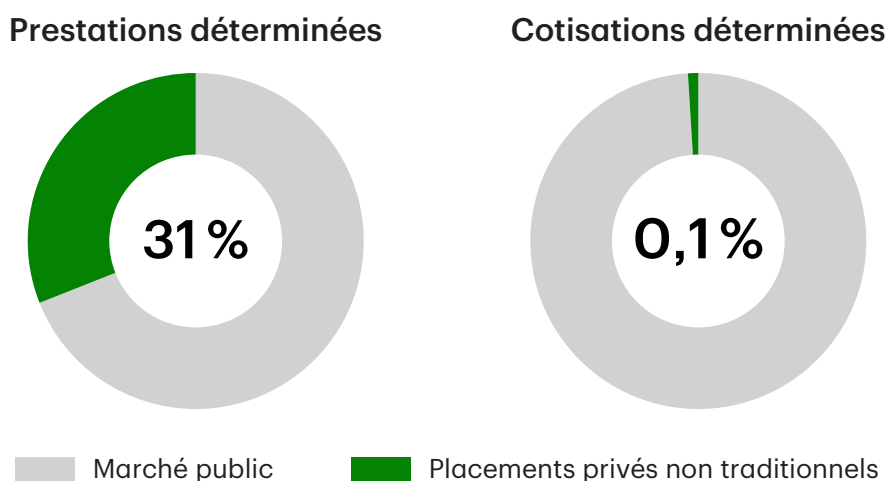
Le besoin de rendements ajustés au risque plus élevés met en lumière le problème de la limitation des options de placement proposées aux participants des régimes de capitalisation, en particulier le manque de placements non traditionnels disponibles.

Résoudre le problème de la décumulation au moyen d'options de placements non traditionnels

Les grands investisseurs institutionnels utilisent principalement l'intégration de placements non traditionnels pour accroître les rendements ajustés au risque. Dans le secteur financier, les actifs privés non traditionnels comme les infrastructures, l'immobilier et les stratégies de crédit privées sont admis comme composantes d'un actif diversifié.

Les données du rapport sur la composition de l'actif de 2023 publié par l'Association canadienne des gestionnaires de caisses de retraite (PIAC) révèlent une disparité d'utilisation des placements non traditionnels entre les régimes de retraite à prestations déterminées (PD) et à cotisations déterminées (CD) (**figure 4**).

Figure 4 : Pondération des placements privés non traditionnels



Remarque : Les régimes PD comprennent la pondération médiane des titres à revenu fixe privés, des placements privés, des infrastructures, de l'immobilier et des terres agricoles/terrains forestiers. Les régimes CD comprennent un pourcentage de la pondération totale des secteurs de l'immobilier et des placements non traditionnels/autres.

Source : Rapport 2023 sur la composition de l'actif de l'Association canadienne des gestionnaires de caisses de retraite.

La bonne nouvelle pour les promoteurs et les participants de régimes, c'est que les placements non traditionnels sont de plus en plus intégrés aux solutions de retraite. Gestion de Placements TD Inc., notamment, travaille depuis plus d'une décennie à intégrer les placements non traditionnels dans les portefeuilles de retraite des Canadiens. Le Fonds à horizon de retraite Plus Greystone TD témoigne, par son historique de 10 ans (au 31 décembre 2024), de l'impact à long terme de l'intégration des placements non traditionnels.

Le Fonds intègre des stratégies de titres immobiliers privés, d'infrastructures et de crédit privé à hauteur de plus de 20 % pour les participants au régime. Le Fonds affiche le ratio de Sharpe le plus élevé parmi les fonds de retraite comparables de l'univers canadien de l'eVestment Alliance pour les Fonds de revenu à date cible (au 31 décembre 2024, le Fonds affichait un rendement sur un an de 11,32 %, un rendement sur trois ans de 4,94 %, un rendement sur cinq ans de 6,79 % et un rendement sur dix ans de 6,92 %).

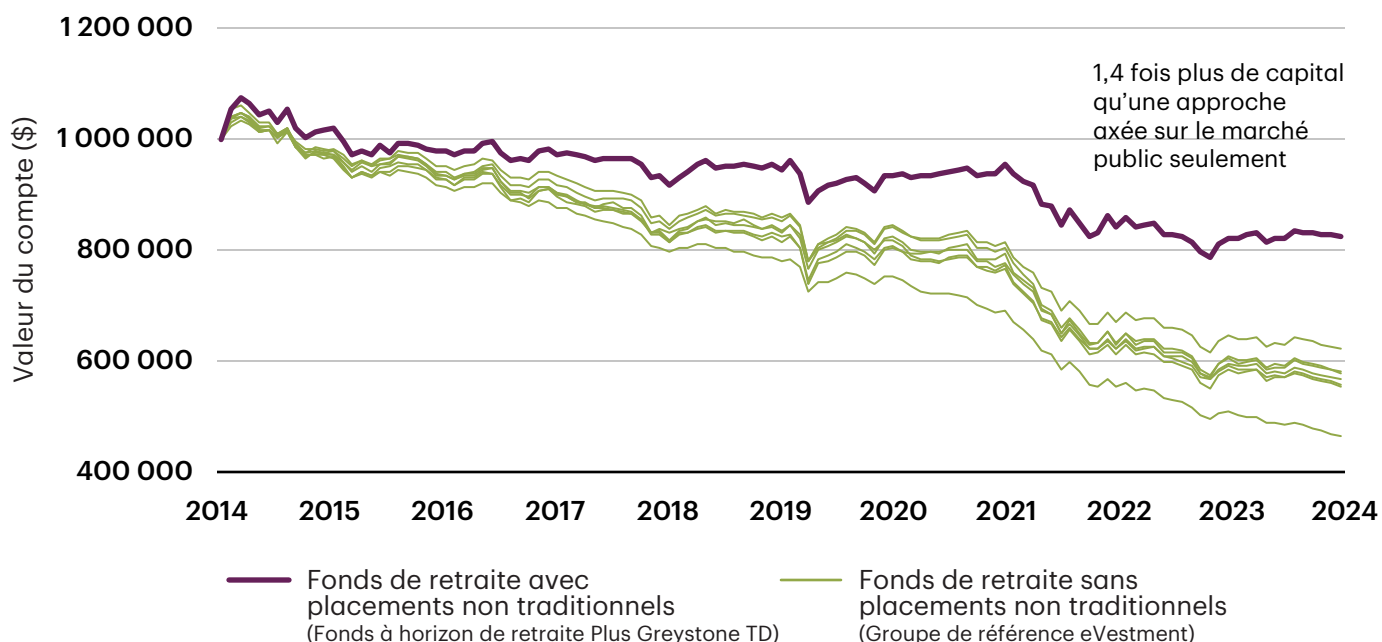


La **figure 5** présente l'impact à long terme de la décumulation du capital pour des participants au Fonds par rapport à un groupe de référence de retraités dont les options de placements non traditionnels sont limitées. Grâce à l'intégration de placements non traditionnels, à la gestion de la volatilité, à l'augmentation du ratio de Sharpe et à l'atténuation du risque lié à la séquence des

rendements, l'historique du Fonds témoigne de la nette amélioration du capital de base global des participants qui décumulent avec cette stratégie. Un participant qui aurait investi dans le Fonds pendant les 10 dernières années et qui retirerait 8 % par an aurait actuellement près de 40 % de capital de plus qu'avec les autres options de retraite.

Figure 5 : Les placements privés non traditionnels peuvent aider à préserver le capital

Solde du compte du participant : retrait statique de 8 %

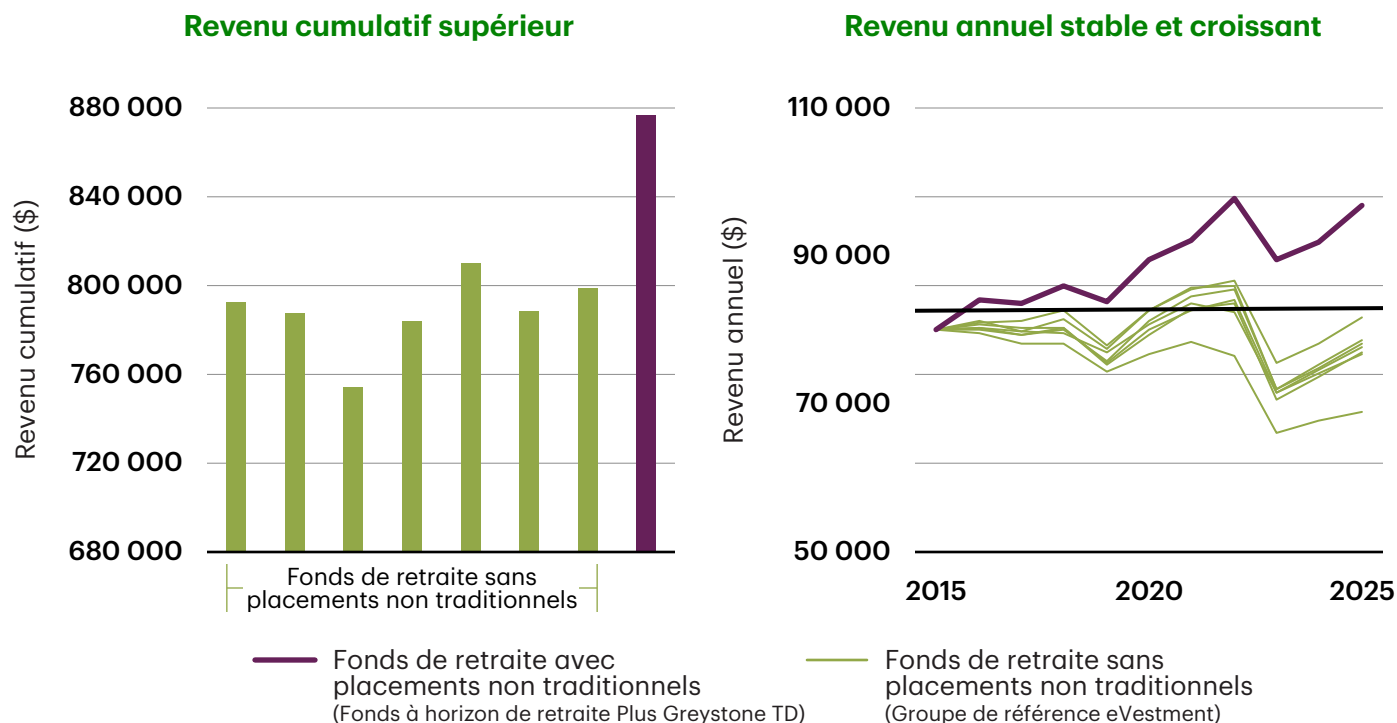


Source : GPTD, eVestment Alliance, LLC. Au 31 décembre 2024.

Traditionnellement, s'assurer un capital de base plus élevé après 10 ans de retraite nécessitait de sacrifier son niveau de revenu. La **figure 6** élargit l'analyse pour montrer le revenu cumulé et les versements annuels dans le cadre d'une stratégie de retrait dynamique, où le montant retiré varie en fonction de la performance des placements de l'année précédente, plutôt qu'une stratégie de retrait

statique, où le montant retiré chaque année est fixe. Les versements totaux sur un capital de base initial de 1 million de dollars au moyen d'un retrait dynamique représenteraient une augmentation de 60 000 \$ du revenu cumulé et une hausse de 10 000 \$ du revenu annuel par rapport au groupe de fonds de retraite comparables.

Figure 6: Les placements privés peuvent aider à augmenter le revenu



Source : GPTD, eVestment Alliance, LLC. Au 31 décembre 2024.

Comparaison entre stratégie de retrait dynamique et statique

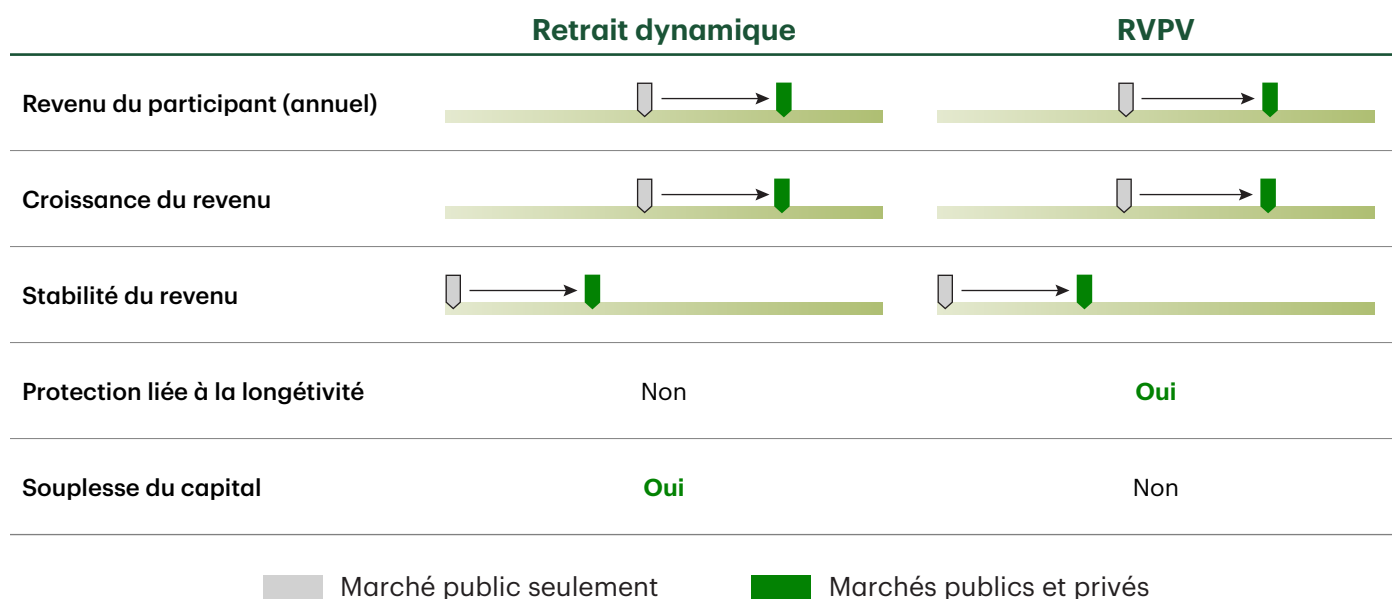
Dans le cadre de la stratégie de retrait dynamique, la pérennité des retraits dépend du rendement du portefeuille et des montants retirés. Il n'y a ni garantie ni mutualisation des risques, et les participants au régime conservent le contrôle de leur épargne accumulée.

Améliorer les objectifs de décumulation de manière simultanée

Nous sommes convaincus que la perception du marché à l'égard du dilemme de la décumulation doit évoluer, et passer de l'optimisation d'une combinaison de titres à revenu fixe et d'actions pour chaque membre à l'élargissement de la gamme de placements disponibles. Et en particulier, à une époque où les titres sont de plus en plus concentrés au sein des indices boursiers, assurer une plus grande diversification et des ratios de Sharpe attendus plus élevés peut permettre aux participants des régimes d'améliorer les résultats pour l'ensemble de leurs objectifs de retraite.

La **figure 7** illustre la capacité d'une stratégie de retrait dynamique à atteindre des objectifs de retraite avec et sans placements non traditionnels. Selon nous, cette analyse devrait inclure les rentes viagères à paiement variable (RVPV), disponibles depuis peu au Canada, qui exposeront probablement le revenu des participants au risque lié à la séquence des rendements et à une volatilité à court terme. Dans le cadre des prestations viagères variables, souvent appelées RVPV, les participants au régime versent un montant forfaitaire à la retraite en échange duquel ils reçoivent à vie un revenu variable selon la performance des placements. Une RVPV offre à la fois sécurité et potentiel de croissance, tout en mutualisant les risques de placement et de mortalité. Par contre, la souplesse du capital est limitée.

Figure 7 : Harmonisation de la stratégie avec les priorités de décumulation



Stratégie

Conclusion

Nous sommes convaincus que pour résoudre le problème de la décumulation, une offre de produit unique ne suffit pas. Il faut plutôt créer un environnement où les participants au régime, peu importe leurs priorités pendant la décumulation, disposent des outils nécessaires pour améliorer leurs résultats pendant la retraite.

Ces outils peuvent être des RVPV et des stratégies de retrait. Ces solutions expriment vraiment tout leur potentiel lorsque nous pouvons accroître le rendement par unité de risque. L'inclusion de placements privés non traditionnels permet de relever le ratio de Sharpe. Ce sont sans doute ces solutions d'avenir qui renforcent l'efficacité de toutes les priorités de décumulation.

Notre secteur dispose des outils nécessaires pour résoudre le casse-tête de la décumulation. Nous encourageons maintenant les promoteurs à travailler avec leurs fournisseurs pour mettre en œuvre ces solutions. ■





Réservé aux professionnels des placements institutionnels au Canada. Ne pas distribuer.

Les renseignements contenus dans le présent document ne servent qu'à des fins d'information. Ils proviennent de sources jugées fiables. Les graphiques et les tableaux sont utilisés uniquement à des fins d'illustration et ne reflètent pas les valeurs ou les rendements futurs des placements. 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.

Ce document ne constitue pas une offre destinée à une personne résidant dans un territoire où une telle offre est illégale ou n'est pas autorisée. Le présent document n'a été examiné par aucune autorité en valeurs mobilières ni aucun autre organisme de réglementation dans les territoires où nous exerçons nos activités et n'est pas enregistré auprès de ceux-ci.

Toute discussion ou opinion générale contenue dans ce document concernant les titres ou les conditions du marché représente notre point de vue ou celui de la source citée. Sauf indication contraire, il s'agit de points de vue exprimés à la date indiquée et ils pourraient changer. Les données sur les placements, la répartition de l'actif ou la diversification du portefeuille sont historiques et peuvent changer.

Concernant les rendements passés : Toutes les données sur le rendement mentionnées se rapportent à des rendements passés et ne sont pas garantes du rendement futur. Rien ne garantit que les objectifs de placement seront atteints.

Aucune stratégie de placement ni aucune technique de gestion des risques ne peut garantir les rendements ni éliminer le risque dans quelque contexte de marché que ce soit. Toutes les caractéristiques, lignes directrices, contraintes ou autres informations fournies dans le présent document sont représentatives de la stratégie de placement et sont fournies à titre indicatif seulement. Elles sont susceptibles de changer en tout temps et peuvent différer d'un compte à l'autre. Chaque compte de client est géré individuellement; les placements réels varient d'un client à l'autre et rien ne garantit que le compte d'un client donné présentera les mêmes caractéristiques que celles décrites aux présentes. Toute information sur les placements, la répartition de l'actif ou la diversification sectorielle est historique et n'est pas garante des rendements futurs ou de la composition future du portefeuille, lesquels sont susceptibles de varier. Les placements du portefeuille sont représentatifs de la stratégie, peuvent changer en tout temps et ne constituent pas une recommandation d'achat ou de vente d'un titre en particulier. Les titres mentionnés et décrits dans le présent document ne sont pas représentatifs de l'ensemble des titres achetés, vendus ou recommandés pour le portefeuille. Par conséquent, on ne peut présumer qu'un placement dans les titres ou les secteurs concernés a été ou sera avantageux.

Tous les produits comportent du risque. La notice d'offre contient des informations importantes sur les fonds en gestion commune, et nous vous encourageons à la lire avant d'investir. Veuillez vous en procurer un exemplaire. Les taux de rendement indiqués sont les rendements composés annuels totaux historiques incluant les changements dans la valeur unitaire et le réinvestissement de toute distribution. Les taux, rendements et valeurs des parts varient pour tous les fonds. Les données fournies se rapportent aux rendements antérieurs et ne sont pas garantes du rendement futur. Les parts des fonds ne constituent pas des dépôts au sens de la Loi sur la Société d'assurance-dépôts du Canada ou toute autre société d'État d'assurance-dépôts et ne sont pas garanties par La Banque Toronto-Dominion. Les stratégies de placement et les titres en portefeuille peuvent varier. Les fonds en gestion commune de la TD sont gérés par Gestion de Placements TD Inc.

Le ratio de Sharpe mesure l'écart de rendement du fonds par rapport au taux de rendement sans risque et au risque global qui y est associé et peut changer de mois en mois. Un ratio élevé et positif indique un rendement supérieur, tandis qu'un ratio faible et négatif indique un rendement défavorable. L'écart-type est une mesure statistique de la fourchette de rendement d'un fonds. Lorsque l'amplitude des rendements est considérable, l'écart-type du fonds est élevé, ce qui indique une volatilité potentielle plus grande que celle d'un fonds dont l'écart-type est faible.

Bloomberg et Bloomberg.com sont des marques de commerce et des marques de service de Bloomberg Finance L.P., une société en commandite simple enregistrée au Delaware, ou de ses filiales. Tous droits réservés.

Ce document peut contenir des énoncés prospectifs. Les énoncés prospectifs reflètent les attentes et les projections actuelles à l'égard d'événements ou de résultats futurs en fonction des données actuellement disponibles. Ces attentes et projections pourraient s'avérer inexactes à l'avenir, car des événements qui n'ont pas été prévus ou pris en compte dans leur formulation pourraient se produire et entraîner des résultats sensiblement différents de ceux exprimés ou implicites. Les énoncés prospectifs ne garantissent pas le rendement futur et il faut éviter de s'y fier.

Solutions de placement mondiales TD représente Gestion de Placements TD Inc. (« GPTD ») et Epoch Investment Partners, Inc. (« TD Epoch »). GPTD et TD Epoch sont des sociétés affiliées et des filiales en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion.