



# Portefeuille de rentes à assembler soi-même 2.0

## L'univers des régimes de retraite a changé, tout comme vos options

### Aperçu

- Les solutions rentables mettant l'accent sur la génération de flux monétaires gagnent en importance, car elles permettent maintenant de réaliser des économies de 15% à 30% par rapport aux rentes sans rachat des engagements (“buy-in”).
- Les obstacles à l'accès aux titres à revenu fixe privés ont diminué, ce qui permet aux promoteurs de régimes d'assembler eux-mêmes des portefeuilles de rentes attrayants.
- Les prêts hypothécaires commerciaux constituent un ajout intéressant à la nouvelle génération de portefeuilles de rentes à assembler soi-même de Gestion de Placements TD (GPTD).

Le profil démographique des régimes de retraite à prestations déterminées évolue. Les retraités représentent désormais une plus grande partie de nombreux régimes, et le nombre de participants actifs cotisant aux régimes est en baisse. Par conséquent, le risque de graves problèmes de gestion de trésorerie n'a jamais été aussi grand<sup>1</sup>. Le paiement des prestations au moyen de ventes d'actifs peut entraîner des coûts de transaction importants et n'est possible que lorsque les actifs sont suffisamment liquides. En période de tension sur les marchés, le coût de transaction d'actifs « liquides » peut augmenter considérablement, et certains fonds peuvent même restreindre les transactions. De plus, la planification de la vente d'actifs pour générer des liquidités en temps opportun peut constituer un fardeau de gouvernance pour les promoteurs.

La stabilité des flux de trésorerie que de nombreux régimes recherchent dans les solutions de titres à revenu fixe traditionnelles peut être coûteuse. Les banques centrales se sont engagées à maintenir les taux des obligations publiques à des niveaux historiquement bas, et des hausses de taux importantes sont peu probables à court terme. De même, la stabilité attrayante des revenus d'une rente sans rachat des engagements exige un remplacement important et coûteux des actifs du régime. Par exemple, dans le cas des régimes indexés, la tarification indicative des rentes exige actuellement que les promoteurs de régime fixent un taux crédité négatif.

Heureusement, grâce à la diversité des instruments de placement désormais offerte et à la capacité des professionnels d'investissement guidé par le passif (IGP) de les combiner intelligemment, il est possible d'innover dans un contexte qui s'avère autrement difficile. Cet article explore la construction de portefeuilles axés sur les retraités et qui remet en question les idées reçues quant aux avantages et coûts liés au transfert des risques par rapport à leur rétention et gestion par le promoteur.

## Quels sont les coûts de conversion en rentes?

Pour de nombreux promoteurs, les coûts associés au rachat complet du régime représentent un obstacle de taille. Par contre, l'évaluation des coûts de conversion en rentes est relative. Pour certains, les coûts dépendent du niveau de financement du régime. Ce calcul est relativement facile à faire.

Pour d'autres, les coûts représentent un coût économique ou d'opportunité. Dans le cas des rentes sans rachat des engagements, les coûts peuvent

aussi être une question de traitement équitable des participants au régime et de sécurité des prestations pour les participants qui ne sont pas inclus dans l'achat de rentes. Dans l'un ou l'autre de ces cas, le coût de l'achat de rentes est évalué en fonction dont un promoteur pourrait investir les actifs du régime autrement tout en cherchant à réduire les risques conservés dans le régime. Ce calcul est un peu plus complexe.

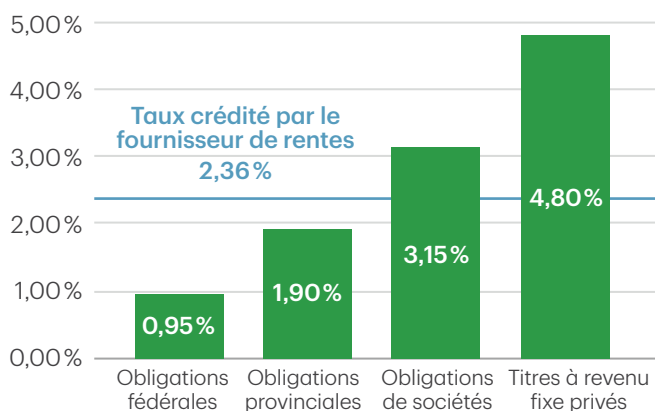
## Utilisation de la détermination des prix à des fins de transparence

En raison du manque de transparence du prix des rentes, les promoteurs de régimes ou leurs consultants doivent périodiquement déterminer les prix en s'adressant directement aux fournisseurs. Il est également possible d'utiliser les données recueillies et publiées chaque trimestre par l'Institut canadien des actuaires (ICA). On y trouve notamment des données actuelles et estimées d'achats de rentes. Tous ces renseignements influencent les taux de référence des rentes recommandés par l'ICA.

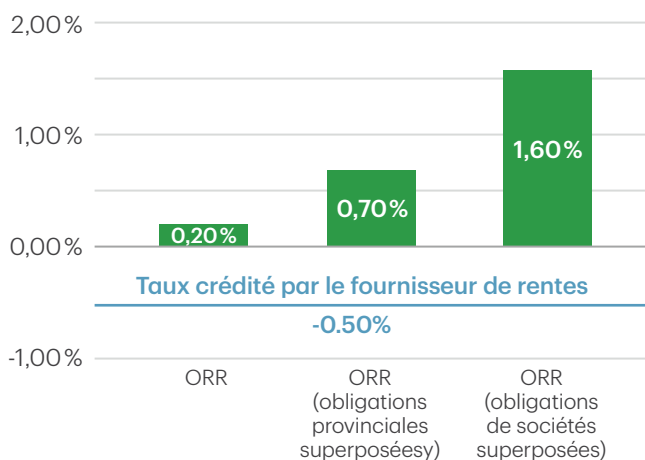
Au 30 avril 2020, les trois fournisseurs de rentes les plus concurrentiels indiquaient, à titre d'exemple, un taux crédité moyen de 2,36 % pour une rente collective non

indexée de durée moyenne (11,4 an)<sup>2</sup>. Cette donnée permet une comparaison avec d'autres instruments ou options de placement (**figure 1**). Pour un promoteur de régime de retraite envisageant l'achat d'une rente collective d'une durée comparable, le taux de 2,36 % correspond au taux de rendement qu'il pourrait s'attendre à obtenir en investissant dans un portefeuille d'appariement du passif conservateur constitué de 65 % d'obligations provinciales et de 35 % d'obligations de sociétés. Soulignons toutefois la hausse importante de 244 pdb du taux de rendement lorsque l'investisseur a accès au marché privé des titres à revenu fixe.

**Figure 1 : Taux des options de placement (nominaux)**



**Figure 2 : Taux des options de placement (indexés sur l'IPC)**



Source : Gestion de Placements TD. En date du 30 avril 2020. À titre indicatif seulement.

Dans le cas d'une rente collective indexée sur l'IPC, il est intéressant de constater que le taux crédité moyen est de négatif 50 pdb tel qu'indiqué à la **figure 2**. Pour mettre ce taux en contexte, un investisseur pourrait s'attendre à gagner 70 pdb de plus sur un portefeuille d'obligations à rendement réel du gouvernement du Canada que ce qu'un fournisseur traditionnel de rentes pourrait offrir. C'est peut-être la raison pour laquelle le marché a enregistré si peu de ventes de rentes indexées sur l'IPC et que l'intérêt du marché pour de telles rentes est beaucoup plus faible<sup>3</sup>.

Cela pourrait aussi expliquer le gain de popularité des stratégies de superposition d'obligations à rendement réel (ORR). Les rendements de 120 pdb et 210 pdb additionnels offerts par les stratégies de type ORR Plus (ORR avec superposition des écarts de taux d'obligations provinciales et d'obligations de sociétés, respectivement) pourraient inciter un promoteur de régime à conserver ses actifs à revenu fixe plutôt que de les liquider pour financer l'achat d'une rente relativement importante ou de les transférer en espèce à un fournisseur de rentes.

# Opportunités

## Explication du taux offert

Pour mieux comprendre les taux que les fournisseurs de rentes sont prêts à offrir à un promoteur de régime, il est important de comprendre leur modèle de gestion des risques. Les compagnies d'assurance-vie privilégient l'atténuation de la volatilité des bénéficiaires à court terme. Elles doivent effectuer des simulations périodiques pour s'assurer que les flux de trésorerie attendus de leurs portefeuilles de placement sont suffisants pour couvrir les passifs exigibles prévus. Si les flux de trésorerie de ces compagnies ne sont pas parfaitement appariés au passif, celles-ci s'exposent à des risques de réinvestissement ou de désinvestissement qui pourraient leur coûter cher.

En outre, les organismes de réglementation exigent que les compagnies d'assurance possèdent un surplus de capital<sup>4</sup> (actifs excédentaires) pour assurer leur solvabilité dans des contextes potentiellement volatils. Bien qu'il ne soit généralement pas utilisé, le capital

réglementaire comporte un coût non-négligeable. Pour atténuer les risques, les compagnies d'assurance-vie adoptent généralement des stratégies rigoureuses d'appariement des flux de trésorerie (ou d'appariement de la durée par taux clés, ce qui est légèrement moins coûteux) reposant uniquement sur des titres à revenu fixe ou des actifs servant à couvrir le passif. Parce que les actifs axés sur le rendement, comme les actions, n'ont pas de propriétés d'appariement des flux de trésorerie et sont coûteux en matière de capital requis, ils sont généralement exclus de la composition de l'actif des portefeuilles des compagnies d'assurance-vie.

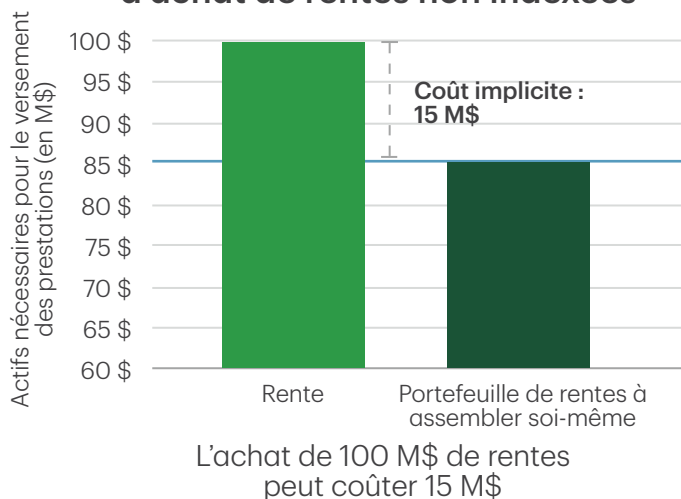
En outre, puisque le budget de risque des compagnies d'assurance est limité, leurs portefeuilles sont constitués selon une approche prudente. Cette faible tolérance à la volatilité et le coût du capital sont reflétés dans le prix de leurs produits.

## Coût d'opportunité – un exemple

Revenons au promoteur de régime de retraite envisageant d'acheter pour 100 M\$ en rente collective de durée moyenne. Là encore, selon l'information présentée à la **figure 1**, si le fournisseur de rentes investissait dans une combinaison de titres à revenu fixe publics et privés, il pourrait obtenir un taux d'environ 3,76%. Du point de vue de la compagnie d'assurance, l'écart de 140 pdb entre ce qu'elle

obtient et ce qu'elle verse au promoteur du régime est nécessaire pour couvrir les dépenses, le risque de défaillance des obligations, les marges bénéficiaires et les coûts en capital. Du point de vue du promoteur qui est à l'aise avec le maintien de certains risques, mais qui envisagerait également l'achat ou l'échange de 100 M\$ d'actifs du régime pour ces rentes, le coût d'opportunité est d'environ 15 M\$<sup>5</sup> (**figure 3**).

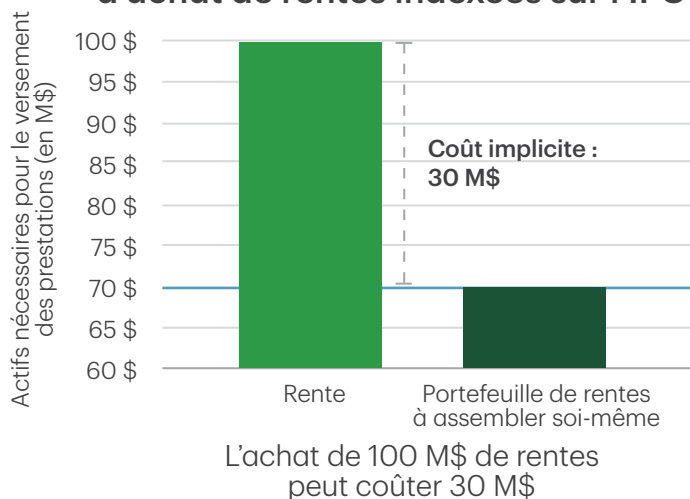
**Figure 3 : Comparaison des coûts d'achat de rentes non indexées**



Source : Gestion de Placements TD. En date du 30 avril 2020. À titre indicatif seulement.

Dans le cas des rentes indexées sur l'indice des prix à la consommation (IPC), la **figure 4** montre que, pour chaque tranche de 100 M\$ de rentes, le coût d'opportunité pourrait atteindre 30 M\$<sup>6</sup>.

**Figure 4 : Comparaison des coûts d'achat de rentes indexées sur l'IPC**



Dans ce contexte, la question que le promoteur doit se poser est la suivante : « Puis-je investir directement dans les mêmes actifs que les fournisseurs de rentes? » En d'autres mots : « Comment puis-je le faire moi-même? »

## Un portefeuille de rentes à assembler soi-même

Si les promoteurs de régimes de retraite ont depuis longtemps accès à des actifs alternatifs comme l'immobilier, les infrastructures et des fonds de capitaux privés, l'ingrédient principal du portefeuille de rentes d'une compagnie d'assurance est la dette privée. Heureusement, l'accessibilité accrue aux titres de dette privée, grâce à aux fonds en gestion commune, fait en sorte que les promoteurs de régimes de retraite peuvent investir directement dans les placements sous-jacents et constituer leur propre portefeuille de rentes<sup>7</sup>.

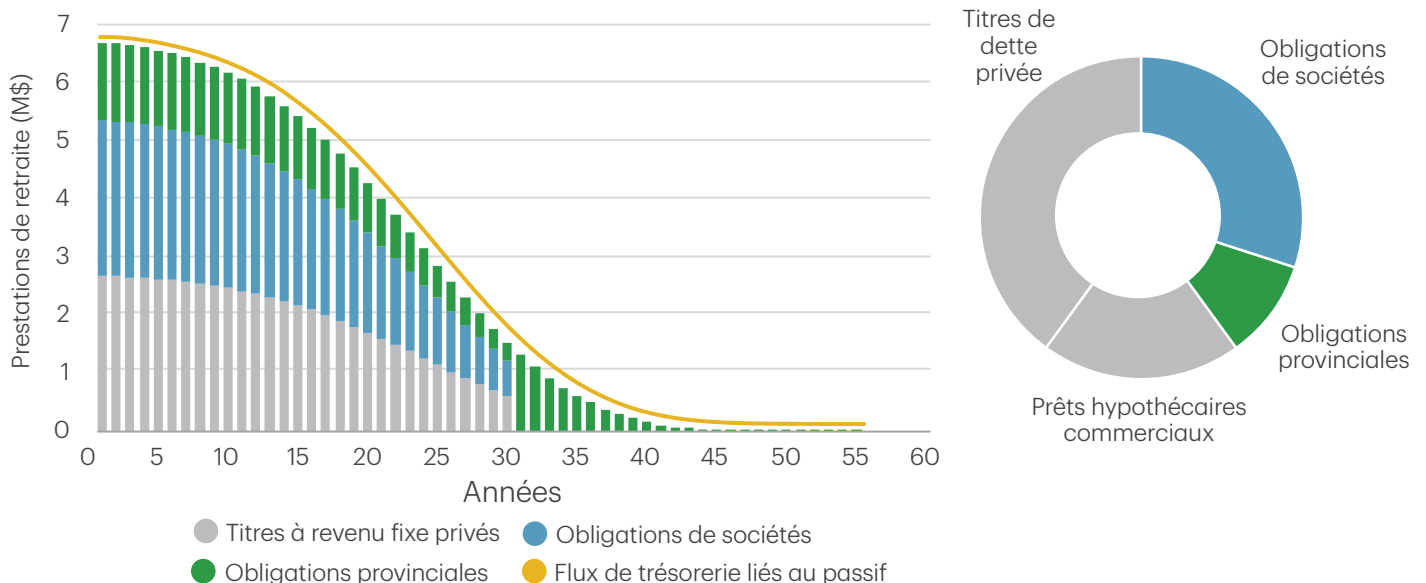
Puisque les rentes collectives ne comportent pas d'option de rachat, de retrait ni de transférabilité, les fournisseurs de rentes appartiennent généralement ces passifs non liquides à une forte pondération de titres de dette illiquides. Si un promoteur structurait les actifs de son régime de retraite de telle manière, le résultat pourrait prendre la forme présentée dans la **figure 5**.

- Titres à revenu fixe privés (y compris les prêts hypothécaires commerciaux et les titres de dette privée) pour obtenir une prime d'unicité
- Obligations de sociétés pour la diversification
- Obligations gouvernementales et obligations à coupons détachés pour le rééquilibrage de la liquidité et la protection à long terme

L'avantage pour le promoteur de créer son propre portefeuille de rente représente un économie l'ordre de 15 M\$ à 30 M\$ par rapport à l'achat de la même rente au près d'une compagnie d'assurance. Ces économies peuvent aussi aider à gérer le passif plus difficile à couvrir des participants actifs et/ou différés qui est de plus longue durée et qui est exclu de l'achat de rentes. Sur le plan de l'évaluation actuarielle, la stratégie peut aussi aider à établir un taux d'actualisation du passif potentiellement plus élevé dans un contexte où de plusieurs juridictions adoptent des régimes de financement selon l'approche de capitalisation modifiés<sup>8,9</sup>.

**L'avantage pour le promoteur de créer son propre portefeuille de rente représente un économie l'ordre de 15 M\$ à 30 M\$ par rapport à l'achat de la même rente au près d'une compagnie d'assurance.**

**Figure 5: Stratégie diversifiée de production de flux de trésorerie pour couvrir les prestations de retraite prévues**



Source : Gestion de Placements TD. À titre indicatif seulement.

# La puissance des titres à revenu fixe privés

Une plateforme complète de titres à revenu fixe privés comprend des prêts hypothécaires commerciaux privés et des titres de dette privée.

## Prêts hypothécaires commerciaux privés :

En termes simples, les prêts hypothécaires commerciaux sont des prêts hypothécaires sur des propriétés autres que des résidences unifamiliales. Ces prêts comprennent des prêts garantis par des immeubles à bureaux et de commerce de détail, ainsi que par des immeubles industriels et propriétés multifamiliales. En tant que titres à revenu fixe, les prêts hypothécaires commerciaux peuvent offrir une solution adaptée au **passif à court terme**.

## Titres de dette privée :

Une stratégie de titres de dette privée de première qualité peut être composée d'un large éventail de financements, notamment des titres de créance liés aux infrastructures, des projets électriques et énergétiques, des contrats de crédit-bail, des baux fonciers et des produits de titrisation privée. Pour combler l'écart entre le financement bancaire et les marchés d'obligations de sociétés, les titres de dette privée comportent généralement un ensemble de sûretés et de clauses restrictives, des modalités et un calendrier de remboursement sur mesure. En tant que titres à revenu fixe, les titres de dette privée peuvent offrir une solution adaptée au **passif à moyen et à long terme**.

## Taux, sécurité et diversification :

Les titres à revenu fixe privés procurent une « prime d'unicité » par rapport aux obligations de sociétés de qualité comparable. Les investisseurs sont indemnisés pour la liquidité réduite et le degré de personnalisation de chaque transaction. Les conditions associées à chaque transaction sont négociées directement entre l'emprunteur et l'investisseur, et la possibilité de dicter les conditions peut permettre aux investisseurs d'imposer leur prix plutôt que d'accepter le prix proposé. De cette façon, une transaction privée bien structurée a tendance à comporter des engagements plus solides et de meilleures garanties que les obligations de sociétés non garanties sur les marchés publics.

Les titres à revenu fixe privés peuvent également donner accès à des sociétés ou à des projets qui n'émettent pas dans le public, ou à des secteurs qui sont sous-pondérés dans l'indice. Un risque de prêt à faible corrélation peut aider à réduire davantage le risque du portefeuille. L'amélioration du taux, la sécurité et la diversification des titres à revenu fixe privés sont la pierre angulaire d'un portefeuille de rentes à assembler soi-même attrayant.



## Être payé pour attendre

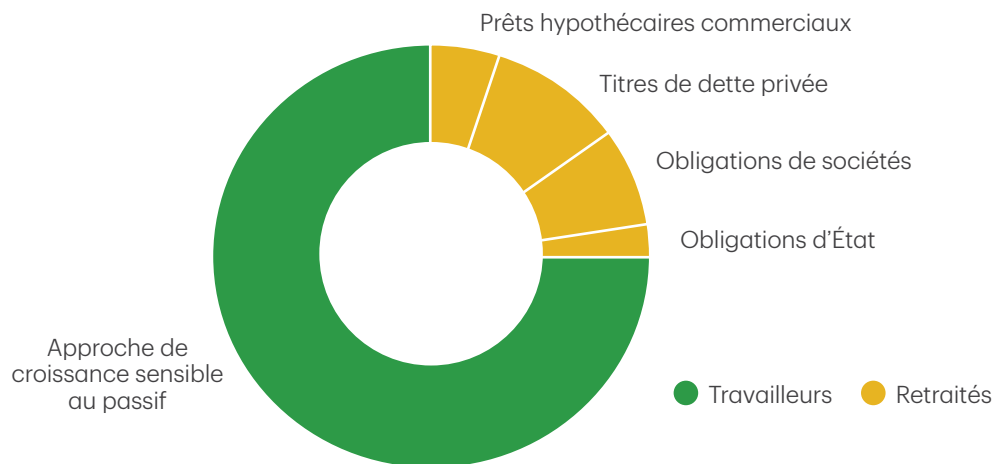
Si un régime vise ultimement un rachat complet du régime, nous pensons que le moment optimal pour acheter des rentes est au moment où le régime n'a plus aucun participant actif. Le portefeuille de rentes à assembler soi-même permet d'obtenir des rendements supplémentaires tout en réduisant considérablement les risques de taux d'intérêt et d'inflation jusqu'au moment où le régime peut être liquidé. Ces rendements supplémentaires peuvent être utilisés pour couvrir le taux d'accumulation des prestations, réduisant ainsi les cotisations supplémentaires devant être versées au régime.

Prenons un régime dont 25% des participants sont à la retraite et 75% des participants sont actifs ou différés (**figure 6**). À l'instar d'une rente sans rachat des engagements, le portefeuille de rentes à assembler soi-même couvre le passif des retraités. La pondération des titres à revenu fixe privés procure une diversification par rapport à la composition totale du régime, tout en générant les flux monétaires nécessaires pour

verser les paiements mensuels aux retraités. Bien qu'une rente sans rachat des engagements peut être considérée comme un actif du portefeuille, elle ne peut malheureusement pas être utilisée comme collatéral dans le cadre d'une stratégie de superposition utilisée dans une approche de croissance sensible au passif. Toutefois, lorsque le régime continue de détenir les actifs tel que dans une stratégie de portefeuille de rentes à assembler soi-même, la flexibilité est conservée et les superpositions demeurent possibles.

**nous pensons que le moment optimal pour acheter des rentes est au moment où le régime n'a plus aucun participant actif.**

**Figure 6 : Portefeuille de rentes à assembler soi-même comme solution de rechange novatrice à une rente sans rachat des engagements**



Source : Gestion de Placements TD. À titre indicatif seulement.

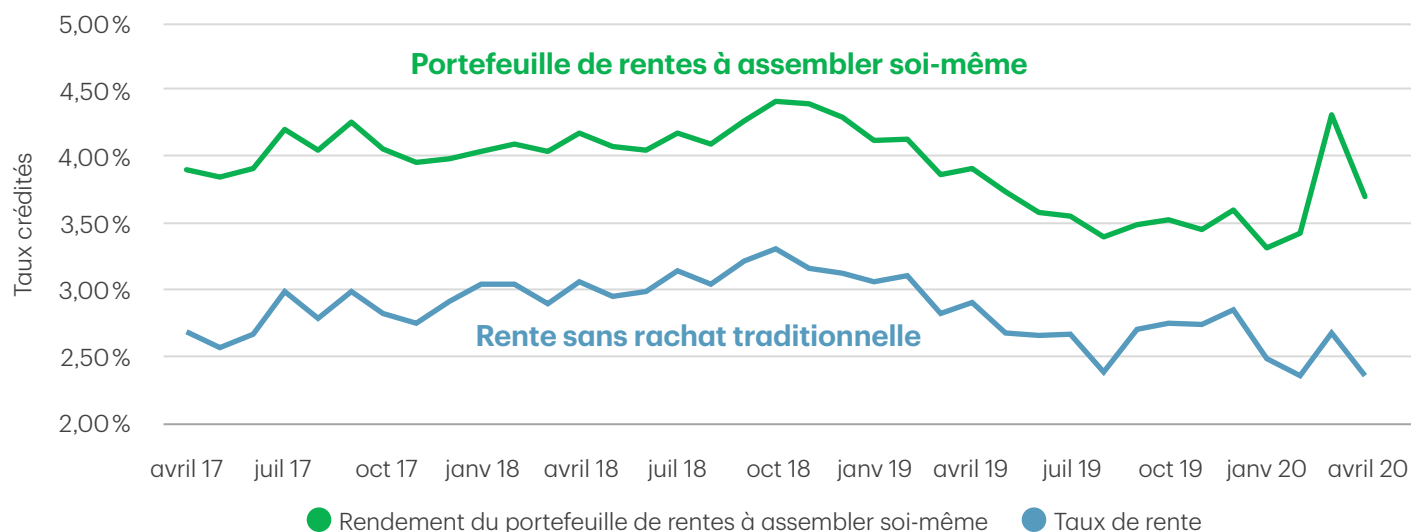
## Le profil démographique n'est pas statique

Un autre avantage de cette approche est qu'un rééquilibrage démographique naturel se produit parallèlement au vieillissement graduel des participants du régime lorsque les participants actifs et différés passent au statut de retraité. De cette façon, le portefeuille de rentes à assembler soi-même peut être renfloué de temps à autre, de la même façon qu'on pourrait envisager d'acheter des rentes par tranches.

# démographique

Fait intéressant, l'épargne à laquelle un promoteur peut s'attendre en investissant directement dans le portefeuille de rentes à assembler soi-même ne dépend pas seulement du contexte actuel des taux d'intérêt. Comme on peut le voir à la **figure 7**, les portefeuilles de rentes à assembler soi-même ont toujours offert un taux crédité supérieur à celui d'une rente sans rachat des engagements.

**Figure 7 : Avantage historique du taux crédité du portefeuille de rentes à assembler soi-même par rapport à celui d'une rente sans rachat des engagements**



Remarque : Le taux pondéré à l'échéance n'est pas directement comparable au taux crédité d'une rente. Tous les autres taux sont des taux de rendement internes (TRI). Le taux du portefeuille de rentes à assembler soi-même est présenté après déduction des frais. Sources : Gestion de Placements TD et Institut canadien des actuaires (ICA). En date du 30 avril 2020. À titre indicatif seulement.

## La nouvelle option de régime de retraite pour 2020 et les années à venir?

L'avantage du portefeuille de rentes à assembler soi-même est évident avec une économie potentielle de 15% à 30% par rapport à l'achat de rentes. Le régime est payé pour attendre, car il s'agit d'une stratégie intermédiaire plus avantageuse que la rente sans rachat des engagements. Enfin, le régime profite d'une plus grande flexibilité. En conservant les actifs sous-jacents, le régime peut en effet utiliser les actifs comme collatéral pour les stratégies de superposition, et les

flux monétaires prévus peuvent aider à atténuer de graves problèmes de liquidité. Bien que cette stratégie gagne en popularité au Canada, elle n'est toujours pas couramment adoptée, même si plusieurs grands régimes amorcent une transition vers les rentes à assembler soi-même. En fin de compte, c'est à vous de choisir : maintenir le statu quo ou adopter la nouvelle approche de GPTD. ■





# portefeuilles



<sup>1</sup>American Academy of Actuaries, Issue Brief, « Pension Plan Maturity – Why Big Plans Mean Big Risk », septembre 2019. <sup>2</sup>Institut canadien des actuaires, Communication préliminaire sur les hypothèses pour les évaluations de liquidation hypothétique et de solvabilité avec dates de calcul à compter du 30 avril 2020 (mais au plus tard le 30 décembre 2020), 14 mai 2020. <sup>3</sup>Institut canadien des actuaires, Note éducative : Hypothèses pour les évaluations de liquidation hypothétique et de solvabilité avec date de calcul entre le 31 décembre 2019 et le 30 décembre 2020, 24 avril 2020. La note éducative indique qu'il existe des contraintes de capacité au sein du marché canadien des rentes collectives. Les seuils de passif au-delà desquels un régime pourrait éprouver de la difficulté à exécuter un seul achat de rentes sont considérablement réduits pour les rentes indexées par rapport aux rentes non indexées. <sup>4</sup>Ligne directrice, Test de suffisance du capital des sociétés d'assurance-vie (TSAV) du Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) du Canada, octobre 2018. <sup>5</sup>Correspond approximativement à 100 M\$ x 140 pdb x 11,4 ans (durée). <sup>6</sup>Correspond approximativement à 100 M\$ x 240 pdb x 14,2 ans (durée). <sup>7</sup>Pour obtenir une solution encore plus complète, une protection contre le risque de longévité peut être ajoutée au portefeuille à assembler soi-même. <sup>8</sup>Institut canadien des actuaires, Note éducative révisée : Méthodes de règlement optionnelles pour les évaluations de liquidation hypothétique et de solvabilité, 23 avril 2020. Une autre méthode visant à régler les prestations peut consister à établir un portefeuille d'actifs générant des flux monétaires qui correspondent aux prestations prévues à verser aux participants du régime (un portefeuille apparié). <sup>9</sup>Institut canadien des actuaires, Note éducative révisée : Établissement des taux d'actualisation fondés sur la meilleure estimation aux fins des évaluations de provisionnement sur base de continuité, 7 décembre 2015. Pour un régime dont l'actif est placé en partie dans des bons du Trésor ou des obligations, et dont on prévoit qu'il demeure investi indéfiniment de cette façon, la meilleure estimation du rendement des placements à long terme de cette catégorie d'actifs peut être raisonnablement perçue comme le rendement du marché de ces placements ou comme le rendement d'un indice représentatif de ces placements à la date de calcul, rajustés pour tenir compte du réinvestissement et de l'effet des variations possibles des taux d'intérêt sur les placements futurs, au besoin.

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. 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. 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 garanties 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 et les titres en portefeuille des fonds communs de placement peuvent varier. Les fonds en gestion commune de la TD sont gérés par Gestion de Placements TD Inc. 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. Les rendements des indices ne sont fournis qu'à des fins de comparaison. Les indices ne sont pas gérés et leurs rendements n'incluent aucuns frais de vente ou d'acquisition, car de tels frais réduiraient leur rendement. On ne peut investir directement dans un indice. Gestion de Placements TD Inc. est une filiale en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion. Toutes les marques de commerce appartiennent à leurs propriétaires respectifs. <sup>MD</sup> Le logo TD et les autres marques de commerce sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion ou de ses filiales.