

Gestion du risque lié à la séquence des rendements pour les fondations et les fonds de dotation



Cameron Stoddard

CFA, vice-président et gestionnaire de portefeuille, Répartition des actifs institutionnels

Le secteur caritatif offre un soutien essentiel à nos collectivités – un soutien qui ne serait pas possible sans le financement généré par les actifs détenus par les organismes de bienfaisance, les fondations et les fonds de dotation. Une bonne gérance de ces actifs nécessite de comprendre les risques propres au secteur caritatif. Le risque lié à la séquence des rendements est l'un des principaux risques qui peuvent nuire au niveau de financement des organismes de bienfaisance et à leur raison d'être. Pour gérer ce risque, il est important de comprendre comment il interagit avec le contingent des versements – le montant minimal qu'un fonds de dotation ou une fondation doit dépenser annuellement pour ses programmes ou des cadeaux à des donataires reconnus, comme d'autres organismes de bienfaisance.

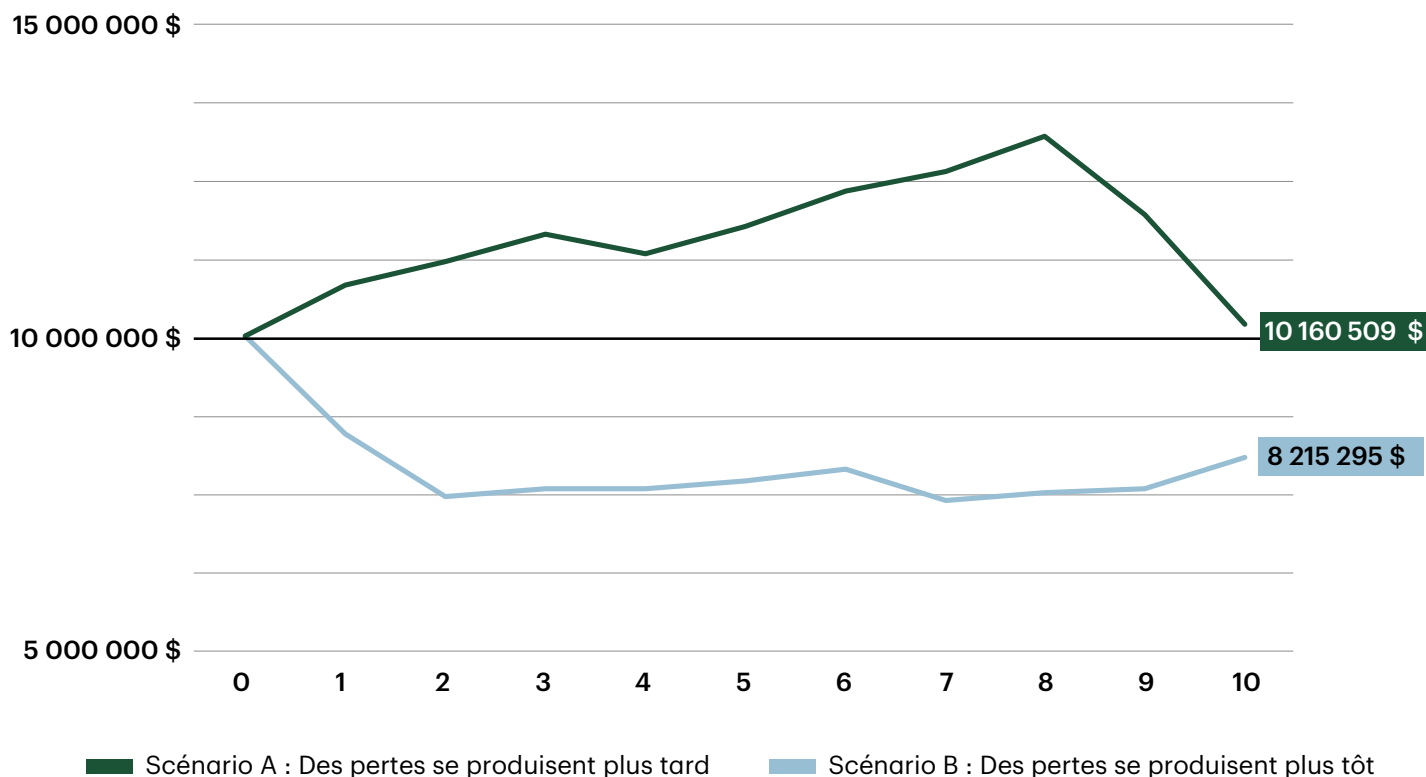
Qu'est-ce que le risque lié à la séquence des rendements?

Le risque lié à la séquence des rendements est le risque couru par un portefeuille de placement en raison du mauvais moment des rendements négatifs. Si un portefeuille subit des pertes tôt et que l'organisme de bienfaisance est tenu d'effectuer un décaissement, son capital de base pourrait être affecté de façon permanente.

Pour illustrer ce point, prenons l'exemple simplifié ci-dessous d'un portefeuille de 10 millions de dollars dont les décaissements annuels sont de 500 000 \$ et dont le rendement moyen est de 5,0 %. Dans les deux scénarios illustrés dans le graphique, le portefeuille obtient le même rendement annualisé moyen (moyenne simple) et le même ensemble de rendements par année civile pour chacune

des 10 années, mais dans l'ordre inverse. Dans le scénario B, les pertes des deux premières années entraînent une érosion importante de la valeur du portefeuille. Donc, le rendement pour la période de 10 ans entière est le même, l'écart-type est le même, mais on obtient deux résultats très différents – tout cela en raison du risque lié à la séquence des rendements.

Figure 1 : Effet de la séquence des rendements sur la valeur du portefeuille
Des pertes précoces entraînent une dépréciation permanente



	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Scénario A : Des pertes se produisent plus tard	14,0 %	8,0 %	9,0 %	1,5 %	9,0 %	9,0 %	7,0 %	9,0 %	-6,0 %	-11,0 %
Scénario B : Des pertes se produisent plus tôt	-11,0 %	-6,0 %	9,0 %	7,0 %	9,0 %	9,0 %	1,5 %	9,0 %	8,0 %	14,0 %

Les formules de lissage sont vos amies... mais il y a un piège

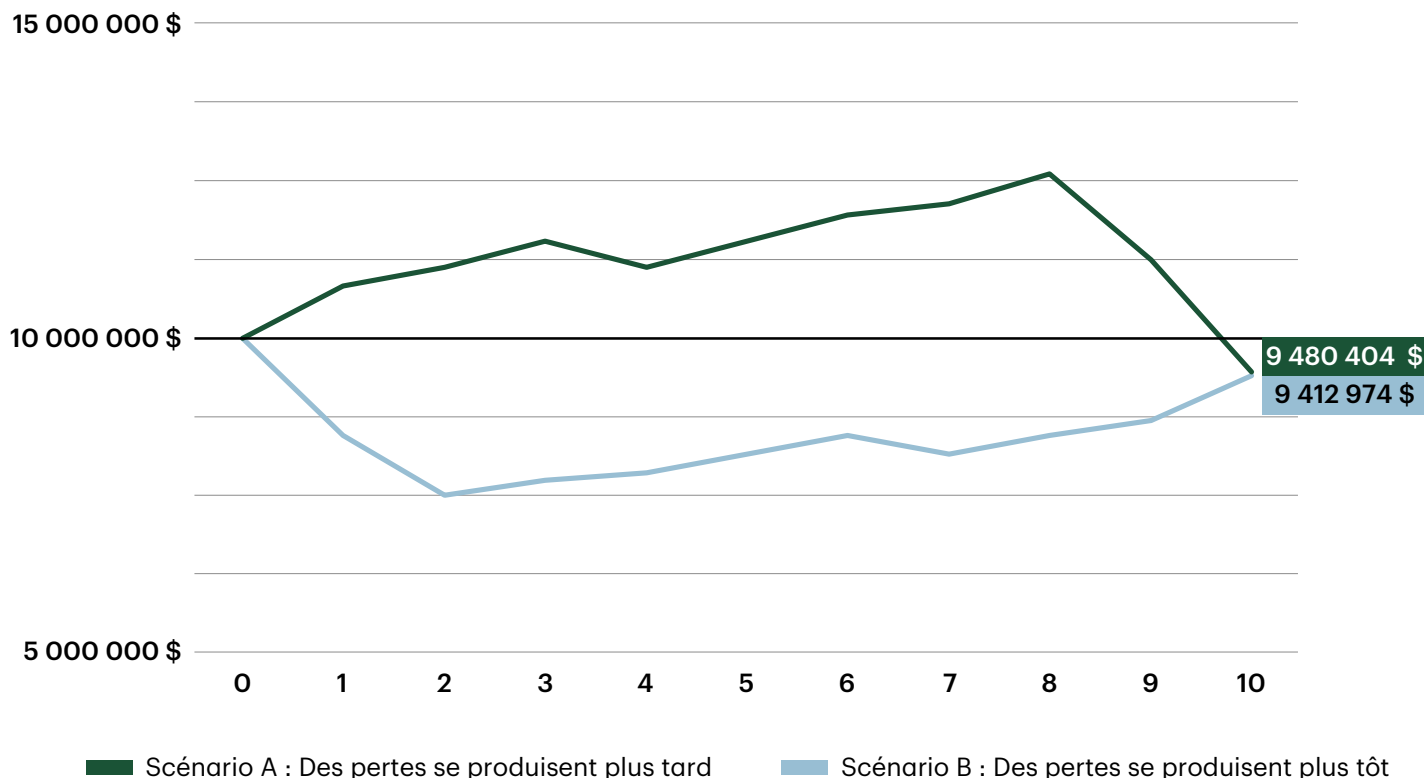
La bonne nouvelle pour les fondations et les fonds de dotation, c'est que le risque lié à la séquence des rendements est faible, car le contingent des versements est fondé sur un pourcentage des actifs, et non sur un montant en dollars fixe, et parce que les organismes peuvent lisser la valeur de l'actif utilisé comme base des débours standards de 5 %. Le contingent des versements peut être fondé sur la valeur marchande moyenne des actifs sur 24 mois.

La possibilité d'utiliser une formule de lissage fait en sorte que si le régime a subi des pertes importantes en raison des fluctuations du marché, la moyenne des actifs sera réduite, ce qui signifie que le montant nécessaire pour respecter le contingent des versements de 5 % sera, lui aussi, réduit. À condition que l'organisme n'engage pas de dépenses supérieures à ce qu'exige le contingent des versements de 5 %, les formules de lissage aident à protéger la valeur du régime contre le risque lié à la séquence des rendements.

Le tableau ci-dessous montre comment ces deux mesures contribuent à réduire le risque lié à la séquence des rendements. Nous utilisons les mêmes scénarios de portefeuille et de rendement que dans la **figure 1**, mais plutôt que de retirer une somme fixe de 500 000 \$ chaque année, nous retirons 5 %

des actifs du régime, selon la valeur moyenne des actifs du régime sur 24 mois. Cette fois-ci, l'incidence des pertes importantes du marché dès le début est beaucoup plus faible, et la valeur finale du régime dans les deux scénarios est similaire, tout juste sous la valeur de départ de 10 millions de dollars.

Figure 2 : Le fait de baser le financement sur le pourcentage des actifs et d'appliquer une formule de lissage réduit l'incidence du risque lié à la séquence des rendements sur l'évaluation du portefeuille.



	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Scénario A : Des pertes se produisent plus tard	14,0 %	8,0 %	9,0 %	1,5 %	9,0 %	9,0 %	7,0 %	9,0 %	-6,0 %	-11,0 %
Scénario B : Des pertes se produisent plus tôt	-11,0 %	-6,0 %	9,0 %	7,0 %	9,0 %	9,0 %	1,5 %	9,0 %	8,0 %	14,0 %



Comment la valeur marchande moyenne est-elle calculée lorsqu'on utilise une formule de lissage?

Il n'y a pas de nombre de dates d'évaluation déterminé, mais les valeurs utilisées pour calculer la moyenne sur 24 mois doivent être à intervalles réguliers (annuelles, semestrielles, trimestrielles, etc.). Plus les points d'évaluation utilisés pour le calcul de la moyenne sont fréquents, plus l'effet de lissage est important.

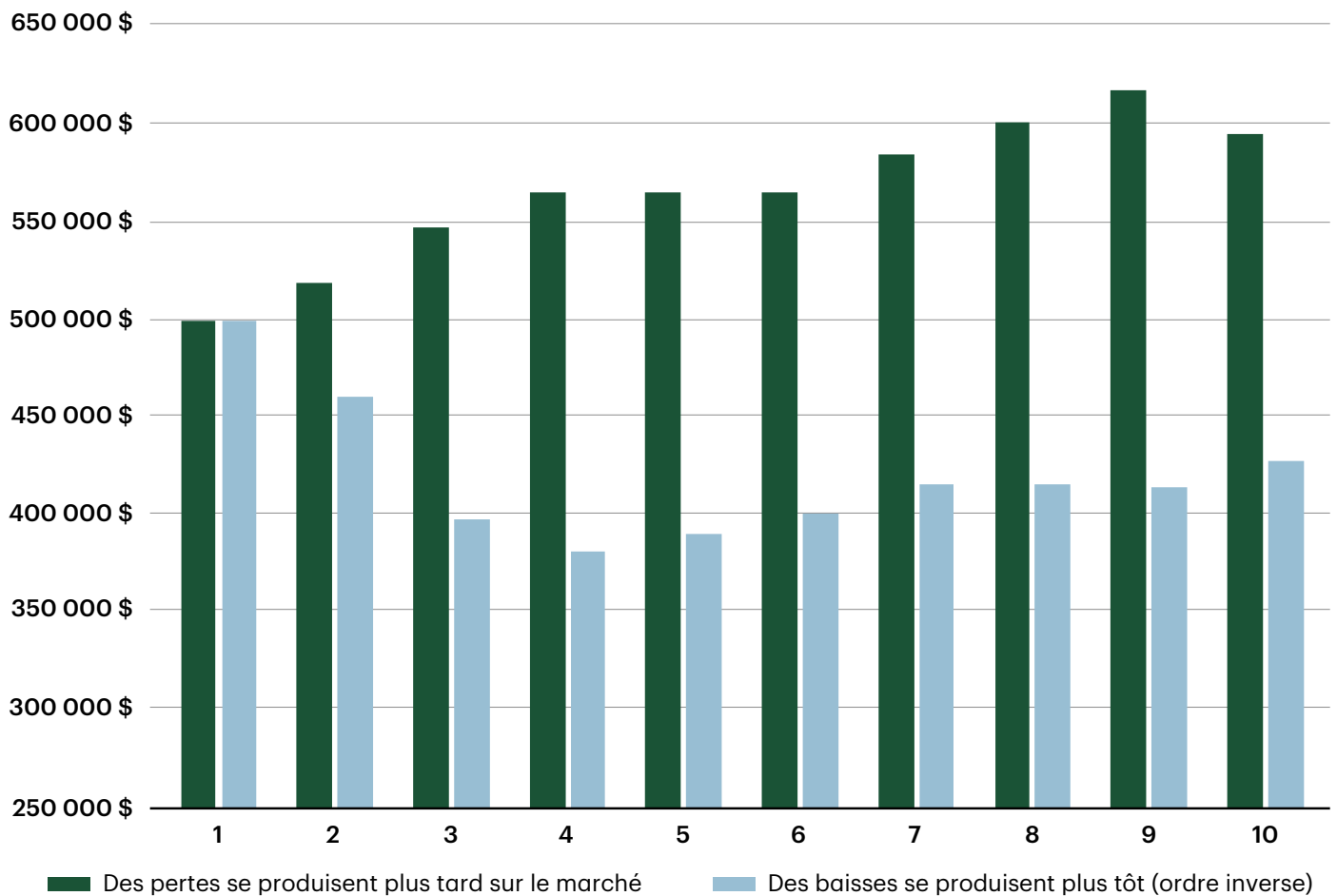
Risques liés à la séquence des rendements et difficultés de financement

Bien que le contingent des versements et la capacité d'utiliser une formule de lissage offrent aux organismes une mesure de protection contre l'incidence du risque lié à la séquence des rendements sur la valeur du régime, ils le font au prix d'un financement stable.

À la **figure 3**, nous reprenons l'exemple de la **figure 2** – c'est-à-dire notre portefeuille modèle de 10 millions de dollars, avec des retraits annuels fondés sur un contingent des versements de 5 % calculé selon la valeur moyenne du portefeuille sur 24 mois, dans les deux scénarios de rendement. Mais cette fois-ci, au lieu de la valeur finale du portefeuille,

nous examinons les fonds qu'il verse chaque année en fonction des exigences en matière de contingent des versements. Dans le scénario B, sur une période de 10 ans, les fonds versés aux organismes de bienfaisance sont inférieurs de 35 %, malgré le fait que le rendement annuel moyen soit pareil. Dans un monde où chaque dollar fourni par une fondation ou un fonds de dotation répond à un besoin urgent, il est alarmant de penser qu'une telle disparité de financement soit essentiellement une question de chance, c'est-à-dire dans quel ordre un régime a-t-il enregistré des rendements plus élevés par rapport à des rendements plus faibles, et de quelle manière ce moment a-t-il coïncidé avec les retraits?

Figure 3 : Fonds décaissés par un portefeuille générant des rendements moyens de 5 %



Le risque lié à la séquence des rendements peut compromettre la capacité des organismes de bienfaisance à maximiser leur effet sur les collectivités qu'ils soutiennent. En allant plus en profondeur et en comprenant comment les caractéristiques du portefeuille influent sur la séquence des risques liés au rendement, nous pouvons élaborer des stratégies pour aider les organismes à atteindre leurs objectifs.

La volatilité est importante – Modélisation du risque lié à la séquence des rendements

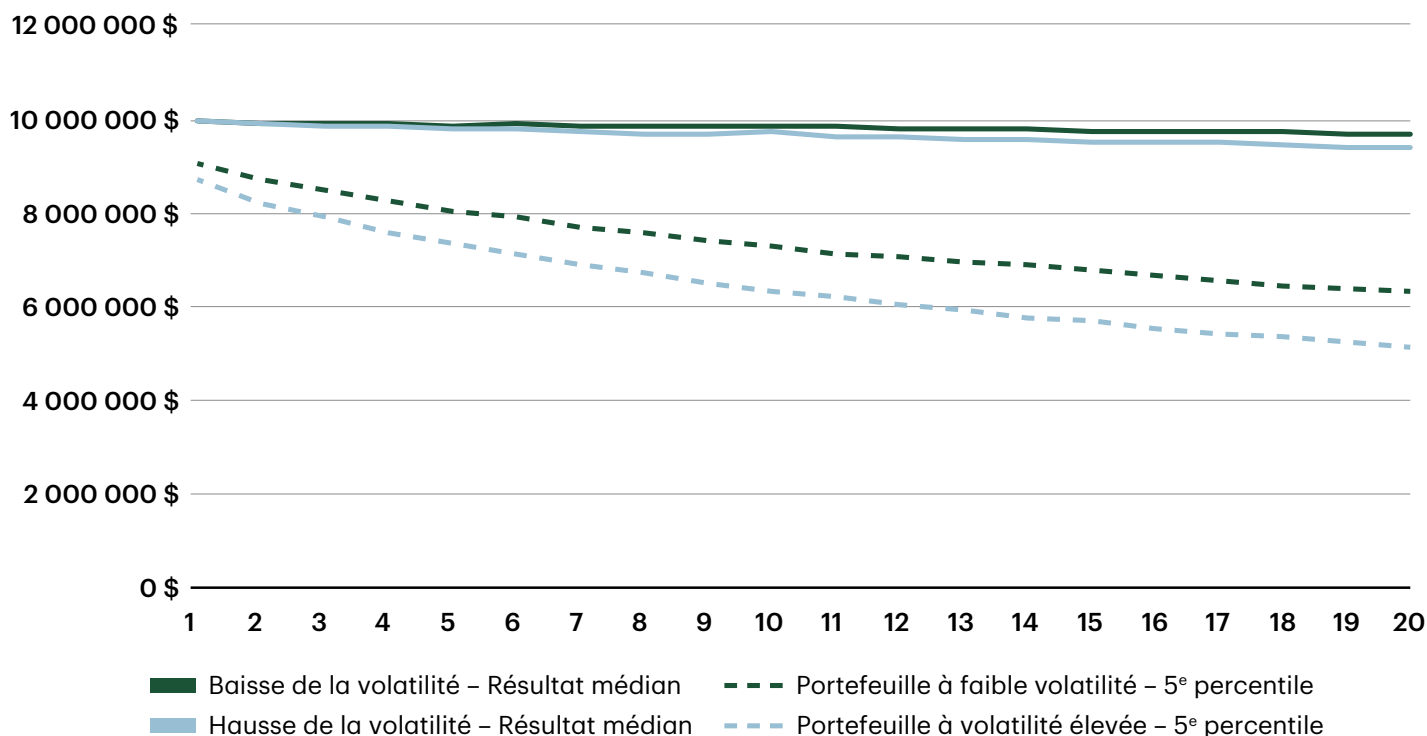
Pour examiner l'incidence des caractéristiques du portefeuille sur le risque lié à la séquence des rendements, nous avons modélisé deux portefeuilles qui génèrent les mêmes rendements attendus, mais dont le profil de risque est différent. Nous avons ensuite effectué une série de 10 000 simulations de Monte Carlo sur ces portefeuilles sur une période de 20 ans. Chaque simulation représente un cheminement aléatoire distinct, où les rendements attendus, la volatilité et les corrélations croisées des placements sous-jacents sont simulés pour un portefeuille année après année. Un retrait de 5 % est effectué chaque année pour chaque portefeuille. Nous divisons ensuite ces 10 000 simulations en centiles : le 100^e centile représente la valeur finale la plus élevée du portefeuille obtenue par les simulations, tandis que le 1^{er} centile représente la valeur la plus faible. Pour éliminer les valeurs extrêmes, nous nous concentrons sur ce qui se passe entre le 5^e et le 95^e centile.

Pour cet exercice, nous utilisons deux portefeuilles équilibrés différents, dont chacun devrait produire un rendement de 5,15 %, mais dont l'un a un niveau de risque plus élevé, avec un écart-type de 7,9, tandis que l'autre est plus diversifié et a un niveau de risque plus faible, avec un écart-type de 5,6. Les résultats des simulations de Monte Carlo ci-dessous nous permettent de constater plusieurs aspects de la relation entre le risque lié à la séquence des rendements et la volatilité.

Premièrement, dans les deux cas, le risque d'érosion importante du capital est important au fil du temps : dans le pire des cas (5^e centile), la valeur du portefeuille le plus volatil est presque réduite de moitié, et ce, malgré un rendement moyen prévu de 5,15 %. Une volatilité accrue signifie que les risques de pertes plus élevées sont supérieurs au début.

Figure 4 : Une volatilité élevée augmente le risque lié à la séquence

Deux portefeuilles affichant un rendement attendu de 5,15 % et des retraits annuels de 5 %



Deuxièmement, le résultat médian de ces portefeuilles montre toujours une légère érosion du capital au fil du temps, les deux portefeuilles clôturant la période de 20 ans légèrement en deçà de leur point de départ de 10 millions de dollars, malgré un rendement attendu (5,15 %) supérieur à l'exigence de décaissement annuel de 5 %. Le portefeuille le plus volatil affiche le résultat médian le plus faible

des deux. Si nous comparons le rendement prévu ex ante à la moyenne géométrique du rendement ex post des 10 000 simulations, nous pouvons voir plus clairement l'effet du risque lié à la séquence des rendements. Le rendement géométrique tient compte de l'incidence de la capitalisation, y compris le moment et l'importance des flux de trésorerie.

Type de portefeuille	Rendement moyen prévu ex ante	Moyenne géométrique ex post (simulée)
Portefeuille à volatilité moindre	5,15 %	5,11 %
Portefeuille à volatilité plus élevée	5,15 %	4,93 %

Pour les fonds de dotation et les fondations, qui doivent retirer des fonds de leur portefeuille chaque année pour respecter leurs exigences en matière de contingent des versements, le risque lié à la séquence des rendements signifie qu'il est particulièrement important d'être compensé pour

toute augmentation additionnelle de la volatilité. En fait, compte tenu de l'effet négatif de la volatilité sur les portefeuilles affichant des sorties de fonds, de nombreux organismes de bienfaisance auront besoin de rendements supérieurs au contingent des versements.

Résolution des risques liés à la séquence

L'équipe de répartition des actifs institutionnels de Gestion de Placements TD Inc. peut aider les fonds de dotation et les fondations à réduire le risque lié à la séquence de deux façons : en établissant des compositions de l'actif résilientes et en gérant les flux de trésorerie.

Compositions résilientes de l'actif

Pour établir une composition de l'actif résiliente, il faut d'abord examiner les besoins de liquidités, l'horizon de placement, les exigences en matière de dépenses et les attentes en matière de contribution et de croissance, autant de facteurs qui auront un effet sur la politique de placement optimale. L'objectif est d'établir une composition de l'actif qui répond à chacun de ces objectifs et qui réduit au minimum le risque lié à la séquence des rendements en limitant la volatilité et les moins-values maximales.

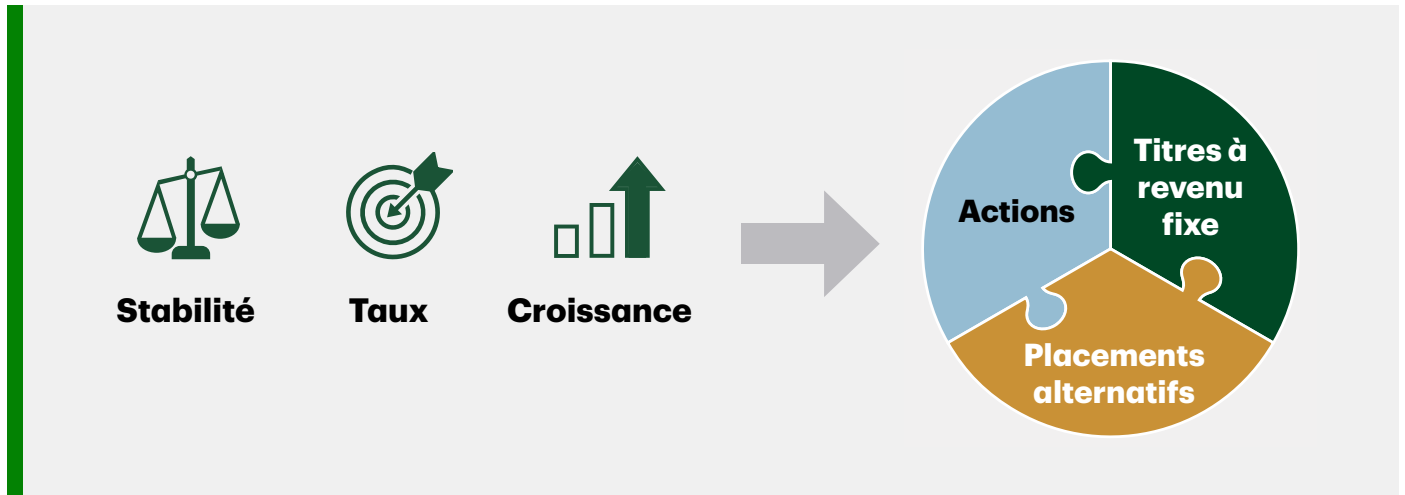
Les techniques d'optimisation, comme les simulations de Monte-Carlo, qui tiennent compte des corrélations entre les catégories d'actif, sont un moyen efficace d'établir une composition de l'actif résiliente. Dans le cadre de l'analyse, il est important de reconnaître que les corrélations sont instables au fil du temps. Par exemple, la corrélation entre les obligations et les actions a été négative dans la plupart des contextes historiques (offrant une bonne diversification), mais elle peut devenir fortement positive, en particulier dans un contexte de hausse des taux (offrant une piètre diversification), comme nous l'avons vu en 2022.

Nous travaillons avec les comités de placement pour explorer la possibilité d'inclure des actifs alternatifs, comme l'immobilier privé, les infrastructures et les produits de base, afin de fournir une source additionnelle essentielle de diversification. Selon la taille du régime, les placements alternatifs privés sont accessibles directement ou au moyen d'un fonds en gestion commune conçu en fonction des besoins des fondations et des fonds de dotation.

Une approche prospective de la gestion du risque lié à la séquence devrait également comprendre une compréhension approfondie de l'exposition aux facteurs. Le fait de s'assurer que les portefeuilles ne sont pas surchargés involontairement d'un facteur en particulier contribue à les rendre plus résilients dans tous les régimes de marché, ce qui peut réduire les pertes maximales et, par conséquent, le risque lié à la séquence des rendements. (Pour en savoir plus sur l'importance de bien comprendre l'exposition aux facteurs et sur la façon d'obtenir de la valeur au moyen de la gestion tactique, consultez notre récent article intitulé [Guide sur les portefeuilles d'actions à stratégies multiples à l'intention des répartiteurs d'actifs >.](#))

Résiliente

Figure 5 : Quel facteur est pris en compte dans chaque composante de votre portefeuille?

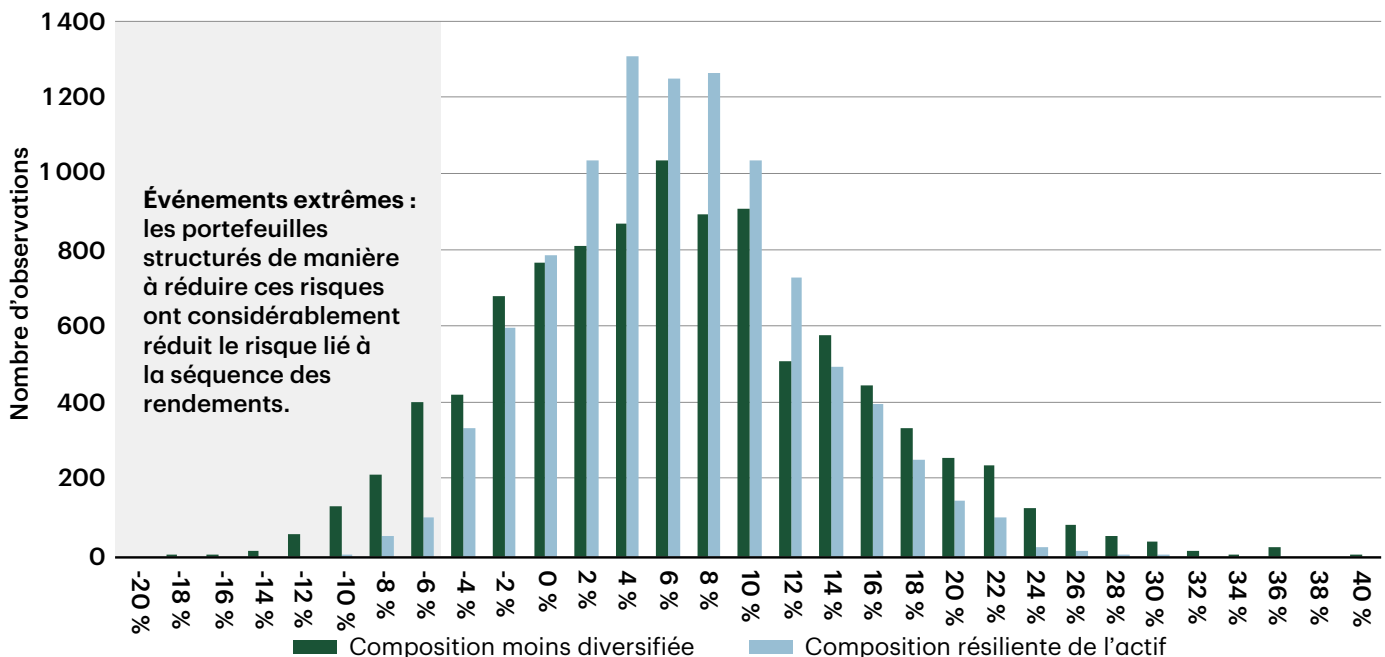


Pour connaître la valeur d'une composition de l'actif résiliente, reportez-vous à la distribution du rendement obtenue par les simulations pour les portefeuilles à la **figure 4**. Le portefeuille le plus diversifié, qui comprend des placements alternatifs, offre une distribution plus étroite des rendements annuels et moins de résultats extrêmes. Fait important, la moins-value maximale, élément

clé de la gestion du risque lié à la séquence des rendements, a été de -18,7 % pour le portefeuille moins diversifié, contre -11,5 % pour le portefeuille plus diversifié. Lorsqu'on examine la distribution des rendements à la **figure 6**, il est facile de comprendre comment le fait de contrôler la volatilité et les moins-values maximales peut limiter le risque lié à la séquence des rendements.

Figure 6 : Distribution des rendements de deux portefeuilles à 5,15 %

Données recueillies auprès de 10 000 simulations



Gestion des flux de trésorerie et valeur de la répartition tactique des actifs

Une façon cruciale, mais souvent négligée, de réduire le risque lié à la séquence consiste en une bonne communication entre les clients et les gestionnaires de placements au sujet des besoins en matière de flux de trésorerie. Des réunions de mise au point régulières et un dialogue proactif peuvent aider à assurer que les gestionnaires de placements sont au courant de l'ampleur et du moment des retraits à venir. Les titres peuvent être vendus sur une certaine période, en tirant parti des fluctuations du marché pour obtenir des fonds avant le retrait et réduire au minimum le risque de subir un repli important du marché immédiatement avant que le retrait soit effectué.

Cela peut être renforcé par une gestion tactique active qui tient compte du fait qu'une approche

réfléchi pour évaluer les actifs à vendre pour financer un retrait peut avoir d'énormes répercussions, surtout après une période de forte baisse des marchés. Par exemple, si les actions ont chuté drastiquement au cours de la période précédant le retrait, il peut être judicieux d'éviter d'immobiliser des pertes et de financer le retrait principalement au moyen de liquidités ou d'obligations plutôt que de vendre des actions. À l'inverse, après de solides rendements boursiers, un retrait peut être utilisé pour encaisser des profits sur des actions et rééquilibrer le portefeuille. Une répartition tactique de l'actif qui tient compte des besoins du client, des lignes directrices du régime et de la conjoncture du marché peut contribuer à améliorer les résultats.

Conclusion

Nous avons vu que le risque lié à la séquence des rendements représente un défi de taille pour les fonds de dotation et les fondations. Non seulement cette séquence peut éroder la valeur d'un régime au fil du temps, mais, plus important encore, il peut aussi réduire considérablement le financement qu'un régime peut décaisser pour soutenir ses activités. La réduction du risque lié à la séquence des rendements peut aider les fonds de dotation et les fondations à offrir un financement stable et à accroître leurs actifs au fil du temps. L'élaboration d'une composition résiliente de l'actif, qui comprend une diversification au-delà des actions et des obligations, une gestion proactive qui anticipe les flux de trésorerie à venir et l'utilisation d'une gestion tactique sont des moyens précieux par lesquels le secteur caritatif peut aider à protéger la stabilité du financement. ■



Stratégie



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. Ces documents n'ont été examinés par aucune autorité en valeurs mobilières ni aucun autre organisme de réglementation dans les territoires où nous exerçons nos activités et ne sont pas enregistrés auprès de ceux-ci. 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 prévisions 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. ^{MD} Le logo TD et les autres marques de commerce TD sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion ou de ses filiales.