



L'intégration de stratégies de titres à revenu fixe à gestion active dans un cadre de gestion des passifs liés aux prestations déterminées

Les régimes canadiens de retraite à prestations déterminées ont bénéficié d'un répit appréciable ces dernières années grâce à la hausse des taux d'intérêt et aux solides rendements des marchés boursiers, qui ont favorisé le rétablissement de leur niveau de capitalisation. Pour les promoteurs de régime, cela signifie un changement d'orientation stratégique : il ne s'agit plus de gérer les déficits, mais de déterminer comment répartir les excédents, que ce soit pour stabiliser les coûts, améliorer les prestations ou réduire les risques. Tandis qu'ils

apprécient cette nouvelle souplesse, ils doivent aussi se soucier de renforcer leur résilience en vue de la prochaine période de stress. L'intégration de stratégies de titres à revenu fixe à gestion active dans un cadre de gestion des passifs constitue une approche intéressante. En élargissant l'univers des titres à revenu fixe investissables, qu'ils confient à un gestionnaire d'actifs multidisciplinaire, les promoteurs de régime peuvent potentiellement optimiser les rendements du portefeuille, tout en améliorant l'efficacité de la couverture du passif.

L'argument en faveur de la gestion active

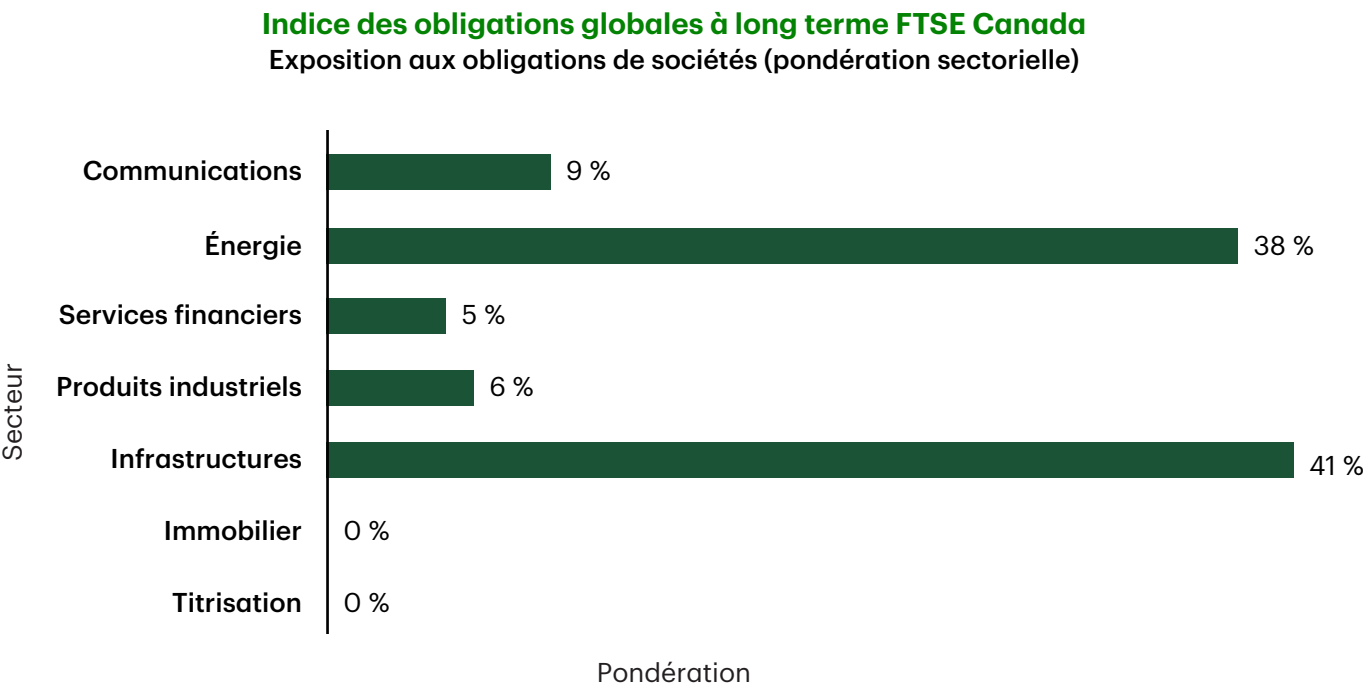
Les indices obligataires à long terme constituent un point de départ naturel pour les promoteurs de régime qui cherchent à bâtir un portefeuille d'adossement actif-passif constitué de titres à revenu fixe. Ces stratégies d'adossement actif-passif doivent remplir de nombreux objectifs : limiter autant que possible la volatilité du niveau de capitalisation, préserver ou améliorer le niveau de capitalisation et gérer les risques de baisse, entre autres. Bien souvent, toutefois, les indices généraux d'obligations à long terme ne sont pas configurés pour répondre à une telle variété d'impératifs.

Ces indices reflètent en effet les tendances d'émission obligataire et les besoins de mobilisation de capitaux des États et des sociétés, plus que les caractéristiques de passif des régimes à prestations déterminées. Par conséquent, ils présentent souvent une concentration sectorielle, un risque de crédit et

une exposition aux taux d'intérêt qui ne conviennent pas vraiment aux passifs des régimes de retraite. C'est particulièrement vrai au Canada, où le marché obligataire à long terme est dominé par une poignée d'émetteurs et de secteurs, et présente par conséquent une moindre liquidité et un calendrier de nouvelles émissions assez lâche.

Pour de nombreux régimes de retraite, une solution qui repose sur une exposition purement passive à un indice obligataire à long terme peut amplifier les risques sectoriels et de crédit, ce qui mine l'alignement actif-passif et peut même compromettre la préservation du capital. En regardant à l'extérieur de l'indice de référence et en se décalant sur la courbe de manière à inclure des titres à 10 ans ou moins, il est possible de résoudre certains de ces problèmes de concentration.

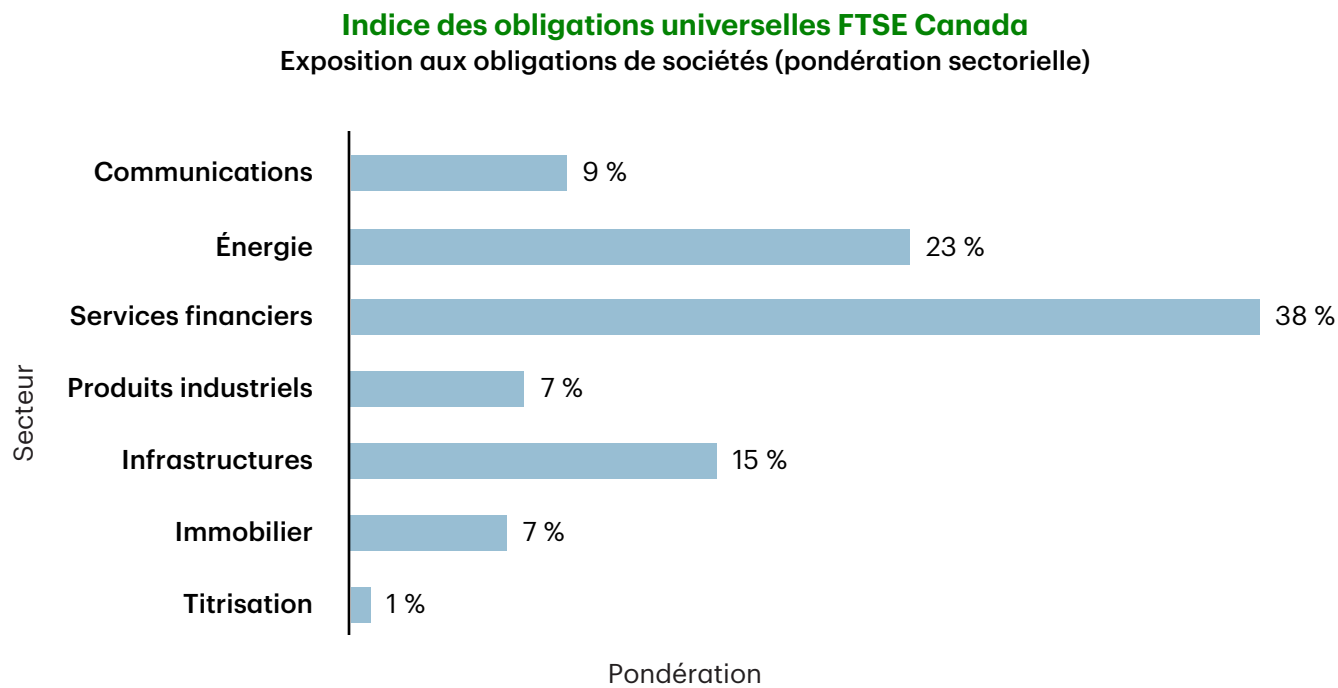
Figure 1 : Concentration des indices



Caractéristiques de l'indice des obligations globales à long terme FTSE Canada

113 émetteurs, 422 émissions	Valeur marchande : 144 G\$
1 % de qualité AA	Plus concentré par secteur

Figure 1 : Concentration des indices (suite)



Caractéristiques de l'indice des obligations universelles FTSE Canada

234 émetteurs, 1 228 émissions	Valeur marchande : 574 G\$
6 % de qualité AAA ou AA	Plus diversifié par secteur

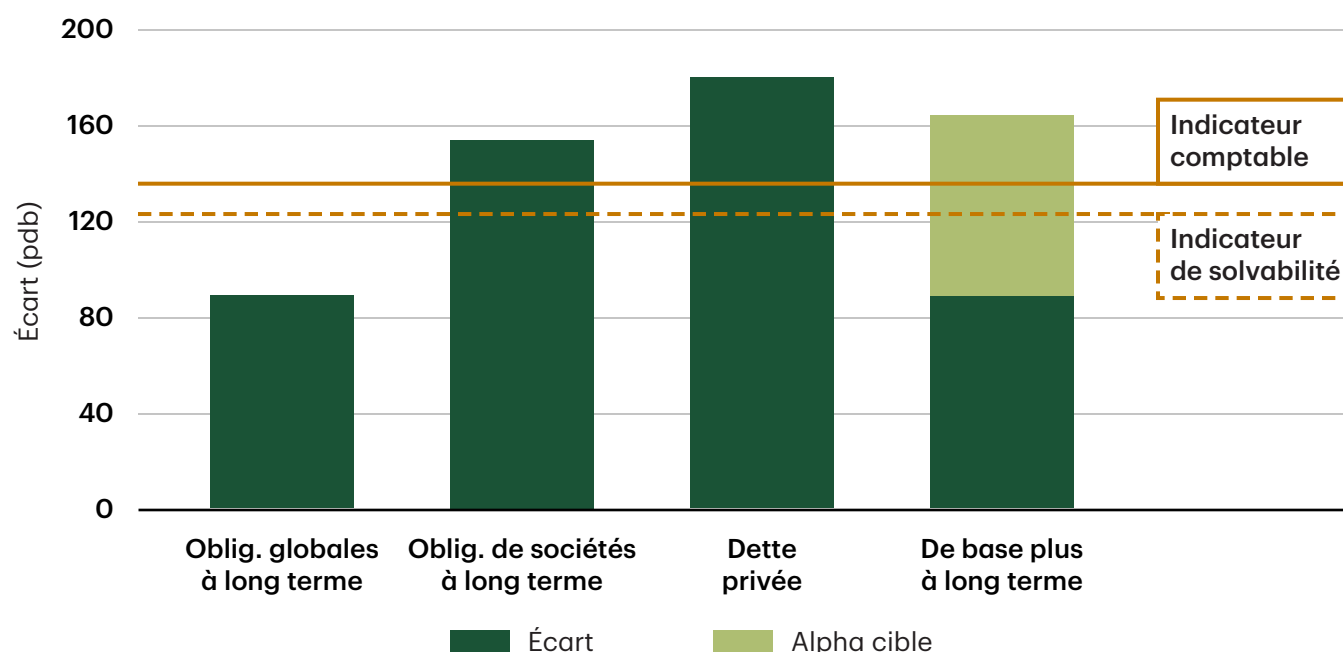
Remarque : Les nombres ayant été arrondis, leur somme peut ne pas correspondre au total indiqué.
Source : Gestion de Placements TD Inc. (GPTD) et FTSE Global Debt Capital Markets Inc. Au 31 mars 2025.



Le marché des obligations canadiennes à long terme présente une seconde limitation : son taux de revenu est comparativement plus faible. Pour faire en sorte que le rendement de l'actif suive le rythme de la croissance des passifs (c.-à-d. que le rendement maintienne ou améliore le niveau de capitalisation), les régimes devront ajouter des pondérations en titres de créance publics ou privés ou d'autres caractéristiques des titres à revenu fixe

à gestion active. Qui plus est, le risque de crédit intégré dans les méthodologies d'actualisation des passifs comptables et des passifs de solvabilité force les fiduciaires axés sur le passif à maintenir une surpondération structurelle des titres de créance, plutôt que d'utiliser des indices de référence comme les indices d'obligations universelles et à long terme FTSE Canada, afin de couvrir les passifs.

Figure 2 : Suivre le rythme – Taux cible



Remarque : À titre indicatif seulement. L'écart des obligations de base plus à long terme représente l'écart de l'indice de référence. Les écarts de passif sont modélisés en fonction d'un profil de passif dont la durée est équivalente à celle de l'indice des obligations à long terme FTSE Canada.

Source : GPTD. Au 31 mars 2025.

Par conséquent, pour des raisons qui concernent autant l'actif que le passif du grand livre, un portefeuille axé sur le passif, s'il est bien conçu, dépassera presque certainement les pondérations de l'indice. L'essentiel est de veiller à ce que ces titres soient intégrés en tenant bien compte du passif du régime.

Pour ce faire, il est sans doute préférable d'associer une approche de gestion active à un cadre d'investissement guidé par le passif (IGP). En parallèle, on peut utiliser des produits dérivés afin

de préserver la capacité globale de couverture des taux d'intérêt du portefeuille en prolongeant la durée de manière synthétique. Les promoteurs de régime peuvent ainsi placer les capitaux dans des catégories d'actif de plus courte durée qui améliorent le taux, tout en restant alignés sur les expositions aux taux clés. En fait, loin de la prise de risques sans restriction, l'adoption de stratégies à gestion active dans un cadre d'IGP peut autant servir à améliorer l'alignement actif-passif qu'à introduire des sources diversifiées et durables de rendement excédentaire.

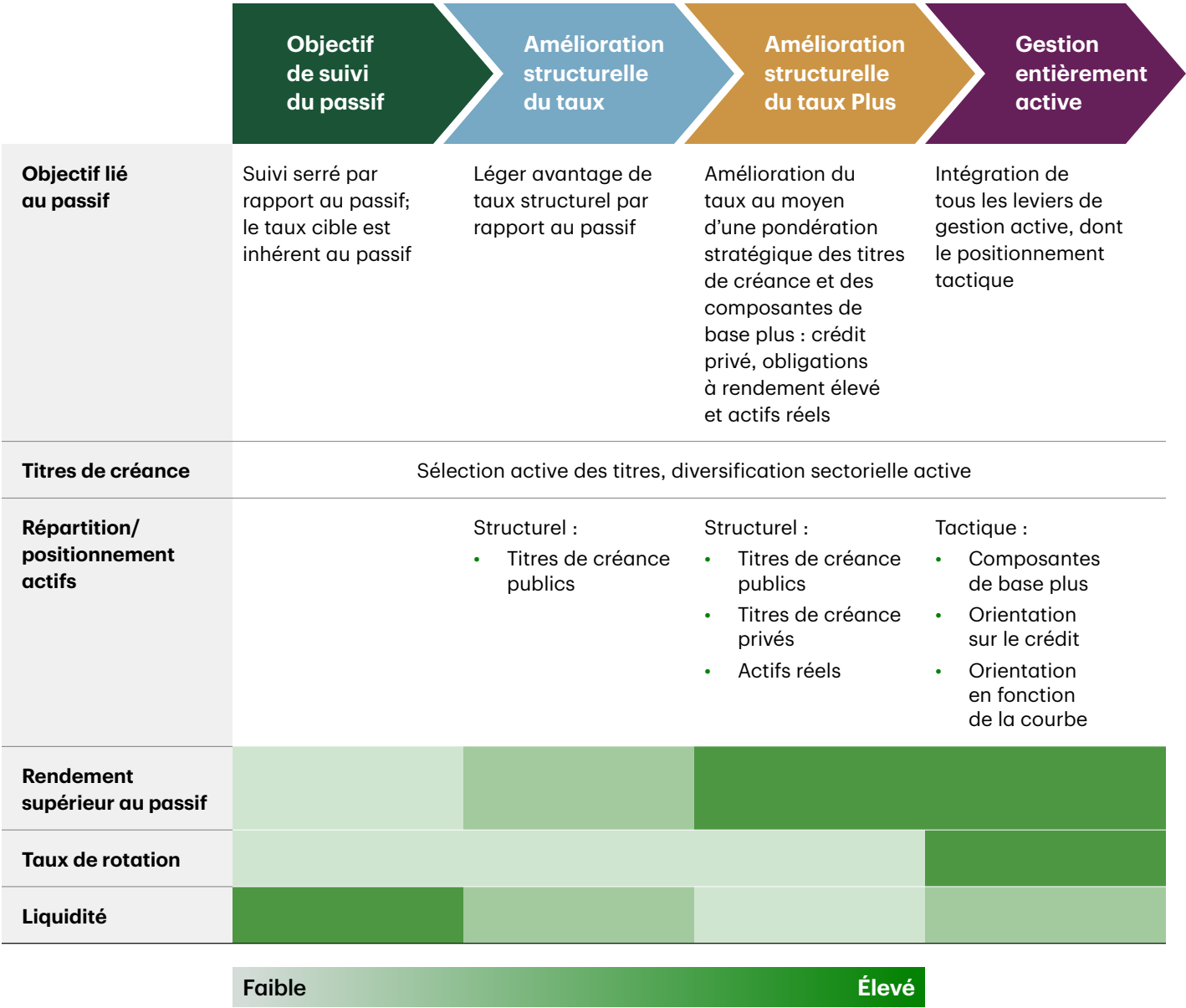
Tout un champ de possibilités

Comme le montre la **figure 3**, une stratégie à gestion active axée sur le passif n'a rien d'homogène. Elle peut comprendre différents éléments, selon l'appétit des promoteurs pour la gestion active, ainsi que leurs objectifs de placement et leur tolérance au risque.

La mise en œuvre la plus simple est la méthode traditionnelle d'appariement du passif, qui vise à réduire la volatilité du niveau de capitalisation. Ensuite, les promoteurs peuvent améliorer le taux de revenu structurel en augmentant l'exposition

aux titres à revenu fixe de sociétés de qualité investissement. Des approches plus élaborées diversifient la pondération des marchés publics et privés des titres à revenu fixe et intègrent des placements dans certains titres de qualité inférieure et des actifs réels. Dans sa forme la plus complète, une stratégie de répartition active dynamique ajuste les expositions de manière tactique afin de tirer parti d'occasions de rendement persistantes tout en conservant une perspective de passif claire.

Figure 3 : Évaluer le bon degré de gestion active



Le reste de cet article portera sur les stratégies dynamiques de recherche d'alpha et la façon dont elles peuvent aider les régimes axés sur l'IGP à améliorer les niveaux de capitalisation, à gérer la volatilité et à renforcer la souplesse et la résilience à long terme.

La stratégie de base plus : comment elle fonctionne

Les occasions d'alpha se sont révélées plus persistantes dans des segments du marché structurellement inefficients. Sur les marchés du crédit public, en particulier dans les segments à court et à moyen terme, des inefficiences apparaissent à mesure que les obligations à long terme reculent sur la courbe des taux. Les investisseurs en obligations à long terme sont alors contraints de vendre pour préserver la composition de leur portefeuille par rapport à l'indice de référence. De plus, les opérations d'achat et de vente, plus nombreuses sur le segment

à court terme de la courbe, où les investisseurs ont des incitatifs et des objectifs différents, créent un risque de perturbation du marché. Des gestionnaires chevronnés peuvent exploiter ces phases de déséquilibre de liquidité et ces écarts de composition par rapport à l'indice de référence afin d'obtenir des rendements excédentaires par un positionnement tactique sur la courbe, par une sélection des titres de créance en fonction de la valeur relative et par une rotation sectorielle.

Générer de l'alpha en tirant parti de l'ensemble du marché du crédit

Diversification grâce à des titres de créance de qualité investissement à court et à moyen terme (canadiens et mondiaux)

Le marché canadien des obligations à long terme représente peu les grands émetteurs comme les banques, les fiducies de placement immobilier et les fabricants d'automobiles. En ajoutant une pondération d'obligations à court et à moyen terme, les promoteurs de régime peuvent améliorer la diversification sectorielle et des émetteurs dans leurs portefeuilles, tout en adaptant les placements à l'évolution de la

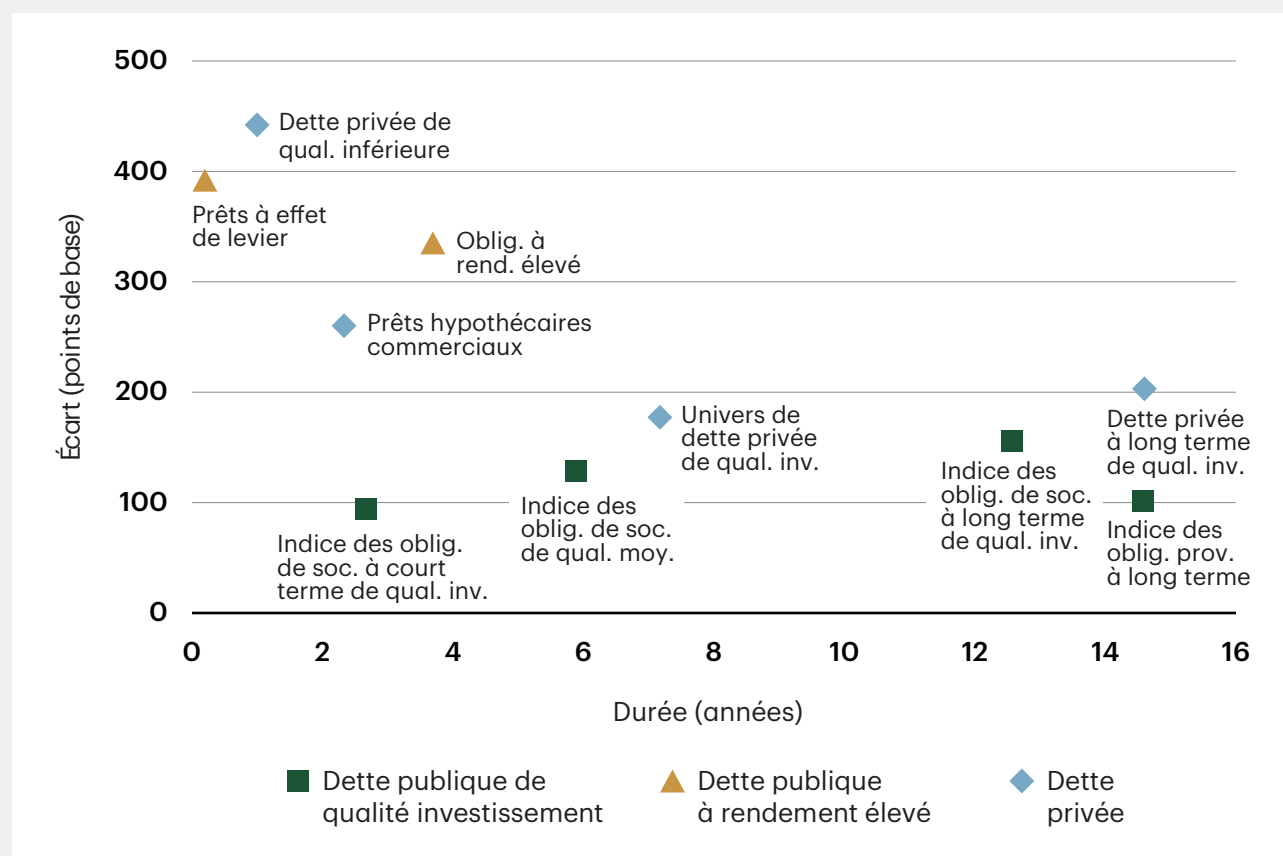
conjoncture économique et sectorielle. Et pour aller encore un peu plus loin, une pondération des émetteurs américains de grande qualité, assortie de stratégies de couverture appropriées, est susceptible de diversifier davantage les sources d'alpha, d'améliorer la liquidité et de contribuer à stabiliser le revenu – autant d'éléments essentiels dans une stratégie axée sur la gestion des actifs et des passifs (GAP).

Obligations mondiales à rendement élevé : améliorer le taux de revenu, gérer le risque

Une exposition stratégique au marché mondial des obligations à rendement élevé offre d'autres avantages en matière de diversification, et peut permettre de tirer parti des divergences de cycles monétaires grâce à une gestion de la courbe sur plusieurs marchés. Elle offre également un revenu additionnel important qui n'est pas disponible sur le marché canadien. Le plus grand risque de crédit associé aux titres

de qualité inférieure peut être géré grâce à une analyse de crédit solide et une préférence pour les émetteurs notés BB/B-, tandis que l'échéance habituellement plus courte de ces titres peut être compensée en ciblant la durée et le positionnement sur la courbe de manière à maintenir l'alignement entre l'indice de référence et le passif.

Figure 4 : Caractéristiques des titres à revenu fixe



Remarque : Qual. inv. = qualité investissement.
Source : GPTD et FTSE Global Debt Capital Markets Inc. Au 31 mars 2025.

Crédit privé : revenu, stabilité et adéquation de la gestion des actifs et des passifs

Les titres à revenu fixe privés offrent encore plus d'avantages en matière de diversification et de taux. Les titres de créance privés de qualité investissement (par exemple, pour les infrastructures, l'immobilier ou le financement de projets) conviennent bien aux profils de passif à long terme, et sont assortis de primes d'illiquidité et de complexité. À l'inverse, les titres de créance privés de qualité inférieure et les prêts hypothécaires commerciaux directs sont des instruments complémentaires d'amélioration du taux de revenu, même si leur durée plus courte exige généralement une gestion attentive de la durée.

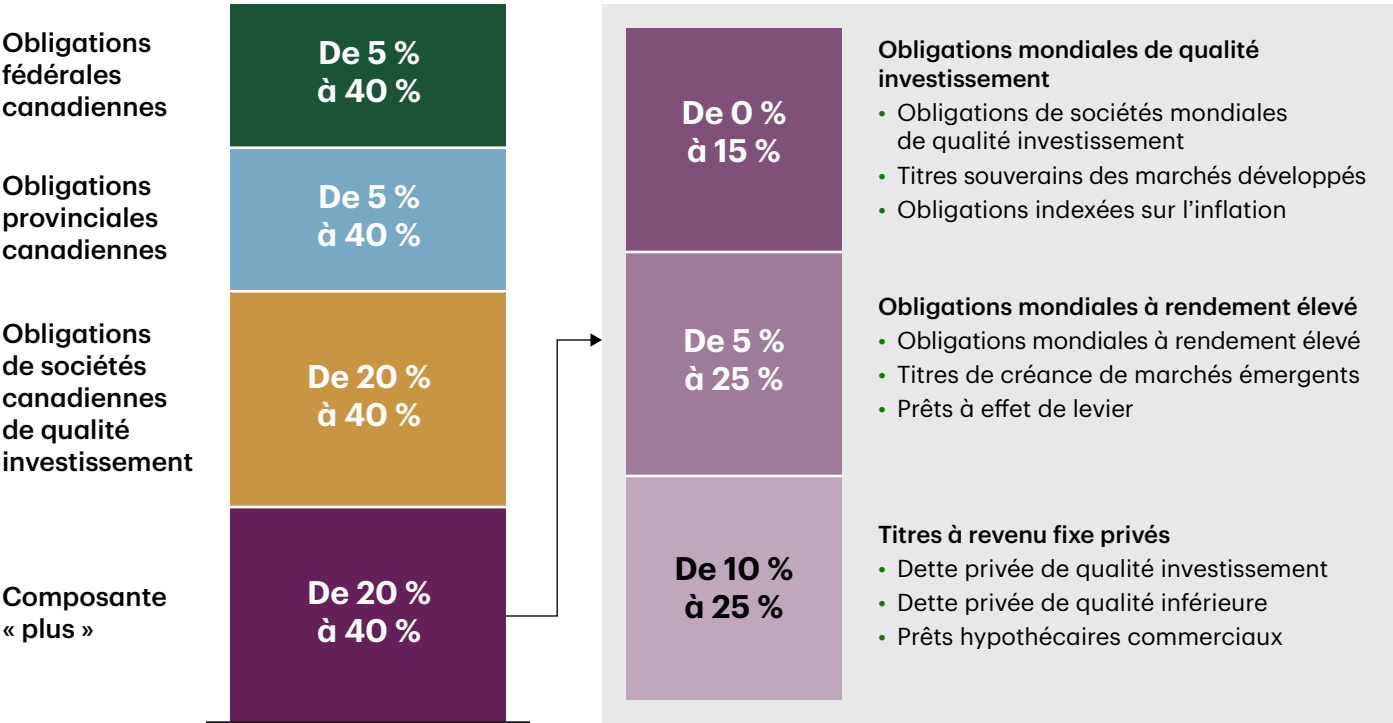
Avec les actifs du marché privé, les promoteurs de régime ont la capacité de négocier les modalités des opérations, d'appliquer des protections structurelles et d'établir des relations avec les prêteurs directs, ce qui peut les aider à optimiser le revenu et à mieux contrôler le risque. En même temps, ces actifs par nature moins liquides nécessitent un calibrage réfléchi et une sélection rigoureuse des instruments. Les structures de fonds à capital variable peuvent améliorer l'accès et la souplesse de mise en œuvre, tout en offrant l'envergure nécessaire pour construire des portefeuilles diversifiés.

Il est possible de saisir les occasions d'alpha de façon autonome en suivant les différentes stratégies de crédit décrites dans la zone de texte de la page précédente, chacune ayant ses avantages. Cependant, une approche de base plus, qui combine des titres à revenu fixe de sociétés ouvertes

canadiennes de qualité investissement avec une pondération dynamique des caractéristiques « plus », comme les obligations mondiales de qualité investissement, les obligations à rendement élevé et le crédit privé, est susceptible d'amplifier ces avantages en les intégrant dans une stratégie cohérente.

Figure 5 : Une trajectoire diversifiée vers le revenu

Répartition sectorielle du Fonds



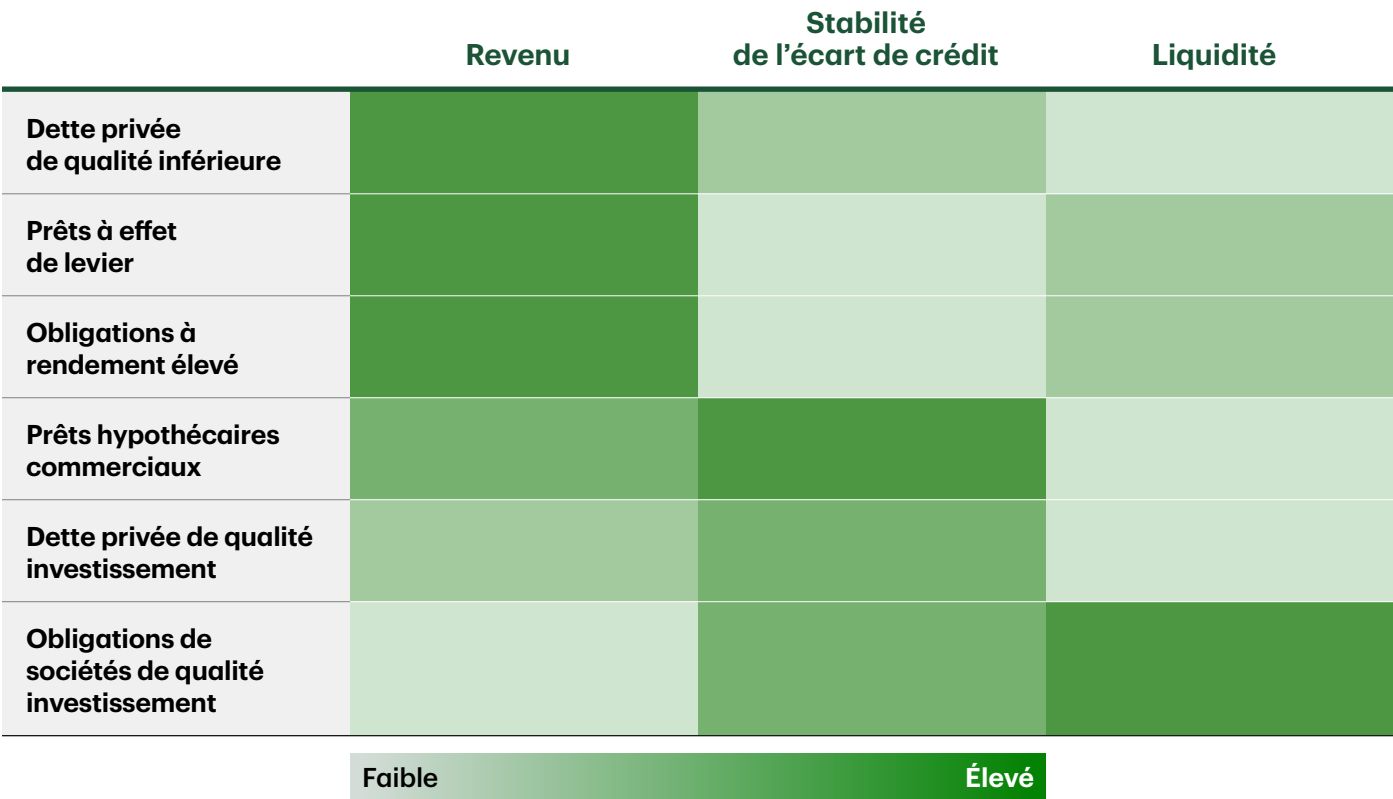
Remarque : À titre indicatif seulement.



Plutôt que d'établir une répartition statique entre des segments isolés du marché, une stratégie de base plus gère activement les arbitrages entre revenu, stabilité des écarts de crédit et liquidité, illustrés à la **figure 6**. En évaluant en continu dans quelle partie

du spectre des titres à revenu fixe la rémunération du risque est la plus intéressante et en répartissant de façon dynamique le capital, une stratégie de base plus peut générer un alpha plus durable et améliorer la stabilité du revenu sur l'ensemble d'un cycle.

Figure 6 : Écart de crédit



Remarque : À titre indicatif seulement.

Achèvement d'IGP : intégrer de l'alpha tout en continuant de tenir compte du passif

Les passifs des régimes de retraite présentent souvent des caractéristiques de durée et de courbe qui diffèrent considérablement des indices de référence traditionnels de titres à revenu fixe. Les stratégies de titres à revenu fixe à gestion active par rapport au passif peuvent pallier ces lacunes, mais il faut les calibrer et les positionner avec soin pour éviter d'exacerber malencontreusement la volatilité de la situation de capitalisation.

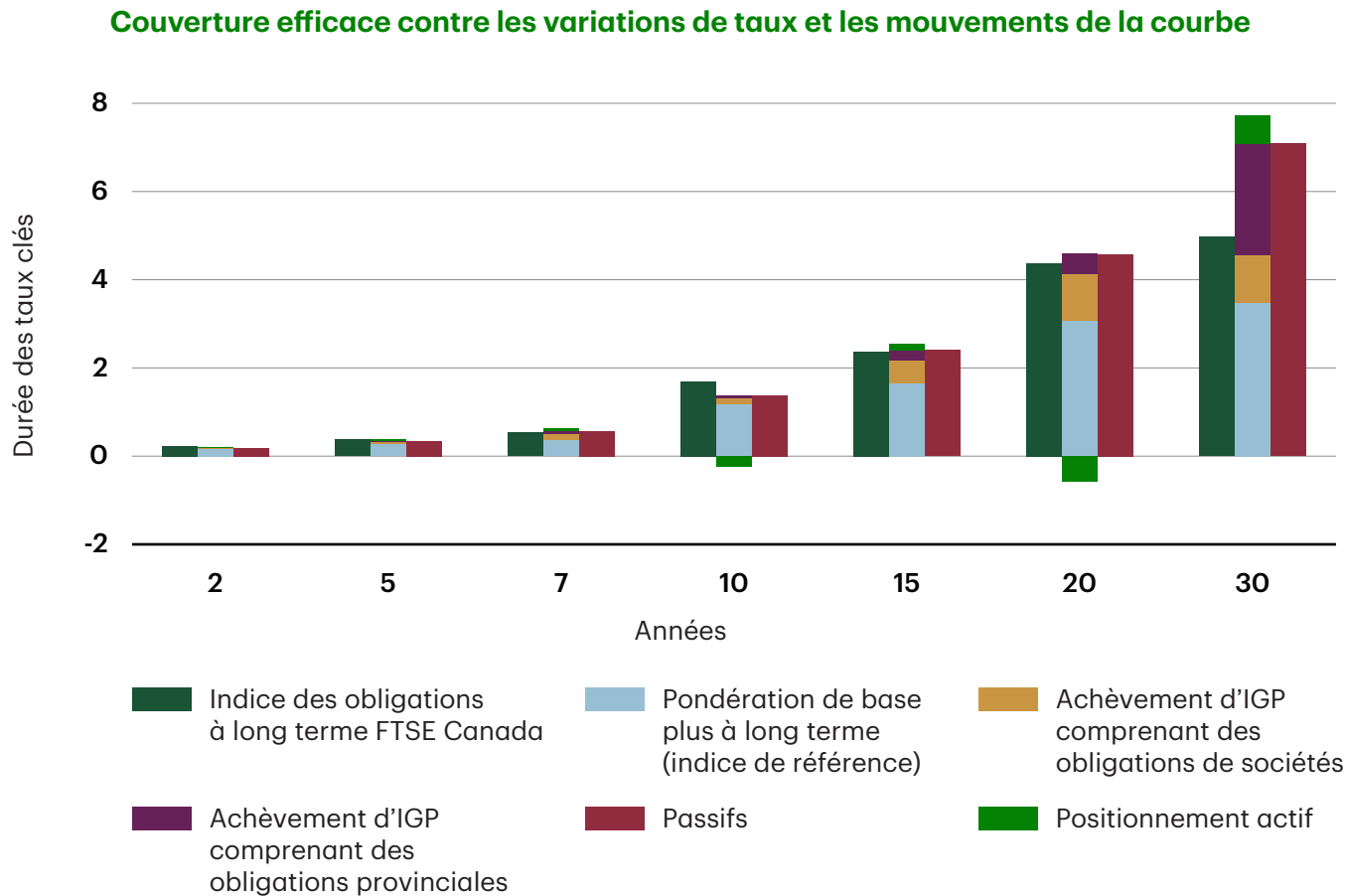
Pour ce faire, il est possible d'intégrer des stratégies d'achèvement d'IGP. Ces stratégies comblent l'écart entre ce qu'offrent les indices de référence actifs et ce que le passif exige, en particulier en ce qui concerne la durée et la sensibilité aux taux clés.

Des stratégies d'achèvement peuvent être mises en œuvre avec des obligations physiques, des superpositions synthétiques ou une combinaison des deux. Les solutions de superposition, qui passent par des fonds en gestion commune ou des comptes distincts, sont souvent privilégiées en raison de leur efficacité du capital et de leur capacité à aligner les expositions de couverture sur les profils de passif avec plus de précision. Lorsqu'on les associe à un portefeuille de base plus distinct, les efficacités peuvent être encore plus importantes, car les actifs de base plus sous-jacents peuvent être utilisés pour soutenir la couverture globale des passifs.

Par exemple, les obligations d'État pourraient être utilisées pour créer un effet de levier efficient sur le plan du capital en prolongeant leur durée afin de mieux apparier les passifs à long terme sans mettre à mal la liquidité. Autre solution : utiliser des obligations de sociétés de qualité investissement pour garantir les opérations de rachat (pension sur titres), ce qui permet aux investisseurs de débloquer des liquidités sans avoir à vendre leurs placements de base.

Une solution totalement distincte est une application très évoluée de la gestion active associée à l'achèvement d'IGP. Les stratégies d'achèvement d'IGP visent à convertir l'alpha flexible relatif au marché en résultats relatifs au passif, ce qui peut améliorer la gouvernance, la gestion des risques et la résilience du financement à long terme.

Figure 7 : Chaque passif est unique



Remarque : La durée des taux clés des passifs se fonde sur un indicateur de passif de solvabilité sur 17 ans. « De base plus + IGP » repose sur une pondération de base plus de 70 % et un portefeuille d'achèvement d'IGP représentant 30 %. Le portefeuille d'achèvement d'IGP est composé d'obligations de sociétés et d'obligations provinciales, dont des placements synthétiques. À titre indicatif seulement.

Source : GPTD et FTSE Global Debt Capital Markets Inc. Au 31 mars 2025.

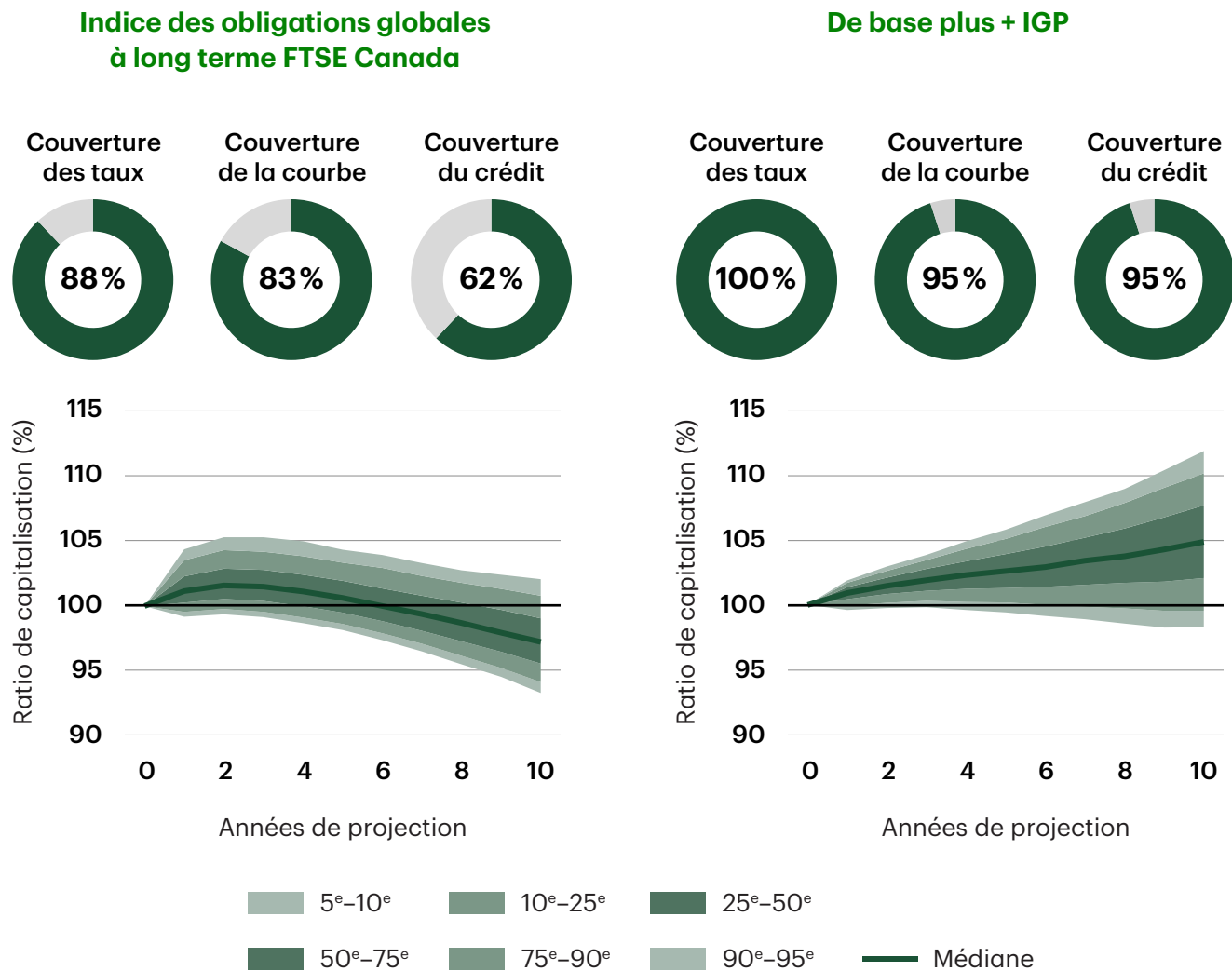
stratégie

Amélioration des résultats axés sur le passif

Pour démontrer l'impact des différentes approches de couverture du passif, l'équipe GAP de GPTD a effectué une modélisation stochastique de deux portefeuilles : une stratégie passive traditionnelle arrimée à l'indice des obligations à long terme FTSE Canada, et une stratégie de gestion active des actifs et des passifs combinant un portefeuille de base plus et une gestion personnalisée de l'achèvement d'IGP.

Comme le montre la **figure 8**, avec un intervalle de confiance de 95 %, le portefeuille d'IGP qui intègre une stratégie de titres à revenu fixe à gestion active est supérieur à tous les égards; il génère un excédent prévu plus élevé au fil du temps avec un moindre risque de baisse. En intégrant une gestion active des taux d'intérêt, une exposition ciblée aux titres de créance, l'alignement sur la courbe et l'achèvement des durées de taux clés des passifs, la stratégie crée une couverture précise et résiliente, tout en obtenant un alpha durable qui renforce davantage la situation financière du plan.

Figure 8 : Amélioration des résultats axés sur le passif



Remarque : La projection sur 10 ans se fonde sur une répartition des titres à revenu fixe qui est égale à la valeur actualisée d'un indicateur de passif de solvabilité sur 17 ans au début de la période de projection. À titre indicatif seulement.

Source : GPTD. Au 31 mars 2025.

Adopter sans attendre une gestion active des titres à revenu fixe

Les régimes de retraite ayant aujourd'hui des niveaux de capitalisation plus solides, les promoteurs devraient en profiter pour consolider leurs régimes en prévision d'une volatilité future. Un portefeuille de base plus judicieusement construit, assorti de stratégies d'achèvement d'I GP sur mesure, peut être un moyen d'y parvenir, en ce qu'il permet aux promoteurs de régime d'optimiser la stabilité des excédents et d'obtenir des sources persistantes de rendements excédentaires, sans compromettre l'efficacité de la couverture.

Le moment est venu pour les promoteurs de réévaluer leurs stratégies de titres à revenu fixe du point de vue du revenu et du passif. Les fiduciaires et les comités de placement des régimes doivent déterminer si leur approche actuelle respecte totalement leurs objectifs de financement à long terme. L'intégration proactive d'une solution de titres à revenu fixe à gestion active axée sur le passif peut non seulement améliorer les résultats ajustés en fonction du risque, mais aussi renforcer la résilience financière pour les années à venir. ■





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

Les renseignements aux présentes sont fournis à des fins d'information seulement. 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.

Dans le cas de produits dérivés, veuillez noter que le risque est différent, voire plus grand que dans le cas de placements directs dans des titres ou d'autres produits traditionnels et qu'il peut être plus difficile dans un marché en baisse d'en déterminer la valeur ou de les vendre à juste prix.

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 indices mentionnés sont des indices de référence largement acceptés pour les placements et représentent des portefeuilles de placements non gérés. On ne peut investir directement dans un indice. Les renseignements sur les indices permettent de comparer les résultats d'une stratégie de placement à ceux d'un indice boursier largement reconnu. Les résultats d'un indice ne reflètent pas les commissions et les coûts associés à la négociation. La volatilité d'un indice peut être très différente de celle d'une stratégie, et les placements du portefeuille peuvent différer grandement des titres composant l'indice.

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.

Toutes les projections, cibles ou estimations contenues dans cette présentation sont des énoncés prospectifs fondés sur nos recherches, analyses et hypothèses internes. Rien ne garantit que ces projections, cibles ou estimations se réaliseront et les résultats réels peuvent en différer substantiellement. Des renseignements supplémentaires sur nos hypothèses sont disponibles sur demande. Des événements qui n'ont pas été pris en compte dans la formulation de ces projections, cibles ou estimations peuvent se produire et modifier sensiblement les rendements ou la performance.

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.