



Le changement subtil du risque lié à la retraite



Jafer Naqvi, CFA

Directeur général et chef,
Gestion des portefeuilles clients,
Gestion de Placements TD Inc.

Stefan Holm

Associé,
Gestion des portefeuilles clients,
Gestion de Placements TD Inc.

Yiwen Yang

Associée,
Gestion des portefeuilles clients,
Gestion de Placements TD Inc.

La conception des fonds par défaut au sein des régimes à cotisations déterminées (CD) a subi un changement structurel. L'exposition aux marchés boursiers sur l'ensemble des trajectoires d'ajustement progressif n'a pas cessé d'augmenter en raison du solide rendement des actions au cours de la dernière décennie. Parallèlement, les marchés boursiers sont devenus plus concentrés, ce qui signifie que le risque inhérent aux fonds par défaut d'aujourd'hui est plus complexe que ce que les pondérations des actions à elles seules pourraient laisser croire. Ces changements ont d'importantes répercussions sur les résultats à long

terme à la retraite. Une exposition accrue aux actions a été récompensée au cours des dernières années, mais les effets peuvent varier considérablement selon les régimes de marché, les baisses, les périodes de reprise et la diversification jouant un rôle plus important qu'on ne le pense souvent.

Ensemble, ces facteurs donnent à penser qu'un nouvel examen des fonds par défaut pourrait être justifié pour s'assurer qu'ils continuent d'offrir un équilibre approprié entre la croissance, la diversification et la résilience au fil du temps.

Une évolution subtile, lourde de conséquences

Dans le monde des régimes CD, les changements ne s'annoncent que rarement. Il n'y a pas de communiqués de presse lorsque les trajectoires d'ajustement progressif changent, pas de manchettes lorsque les pondérations des actions augmentent. Pourtant, au cours de la dernière décennie, la structure des fonds par défaut a subi une transformation qui est susceptible de se révéler tout aussi lourde de conséquences que celle liée à n'importe quel cycle de marché.

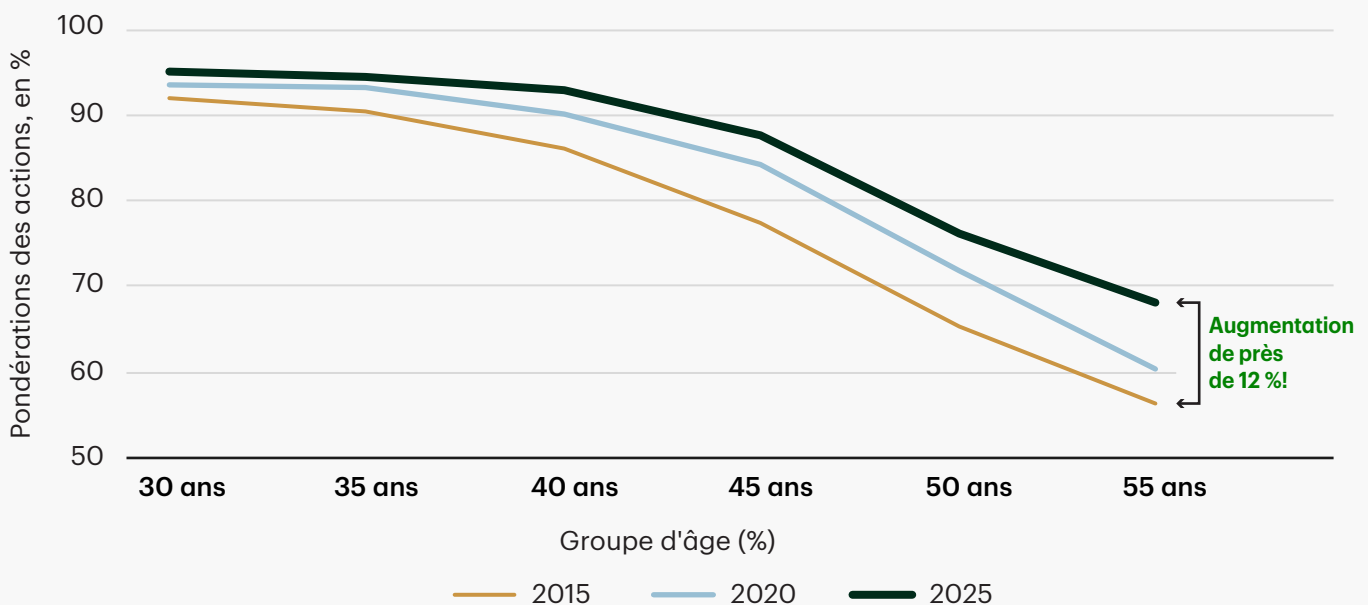
Depuis l'avènement des régimes CD modernes, les portefeuilles par défaut ont été en grande partie construits de manière à trouver un équilibre entre croissance et stabilité. Les obligations n'étaient pas attrayantes, mais jouaient un rôle évident : elles permettaient d'atténuer la volatilité, de préserver le capital et de procurer de la stabilité en cas d'affaiblissement des actions. Cet équilibre a commencé à s'éroder au fil du temps, car les obligations ont généré moins de revenus, les corrélations ont changé

et les marchés boursiers ont inscrit des rendements importants sur une période exceptionnellement longue.

Ce qui était au départ une adaptation rationnelle au changement dans les conditions du marché a évolué vers quelque chose de plus structurel : soit une migration constante à l'échelle du secteur vers un risque lié aux actions plus élevé, peu importe les groupes d'âge, les échéances et les contextes de marché (**figure 1**). Le résultat n'est pas seulement des rendements attendus plus élevés, mais une réaffectation du risque, qui passe des marchés aux participants au régime.

Au fil du temps, ces changements progressifs se sont transformés en quelque chose de bien plus important. Les portefeuilles par défaut d'aujourd'hui sont nettement plus axés sur les actions que leurs prédécesseurs. Ce qui est souvent décrit comme une modernisation est en fait une redéfinition de la notion de neutralité à l'égard du risque.

Figure 1 : Pondérations moyennes des actions dans les fonds à date cible des sociétés comparables du secteur sur l'ensemble des périodes



Source : GPTD. Au 31 décembre 2025.

La **figure 1** montre que l'exposition aux actions a augmenté pour tous les groupes d'âge au cours de la dernière décennie. En particulier, les participants âgés de 55 ans, parmi les plus vulnérables aux baisses du marché, présentent maintenant un risque lié aux actions plus important, de près de 12 points de pourcentage supérieur à celui d'il y a dix ans.

Au-delà des niveaux d'actions : la dimension cachée de la concentration

La hausse de l'exposition aux actions ne s'est pas produite en vase clos. Elle a coïncidé avec une hausse structurelle de la concentration du marché, en particulier au sein des actions américaines. Dans le cas des indices pondérés en fonction de la capitalisation boursière, une part croissante du risque est maintenant répartie dans un nombre plus restreint de sociétés, de secteurs et de pays.

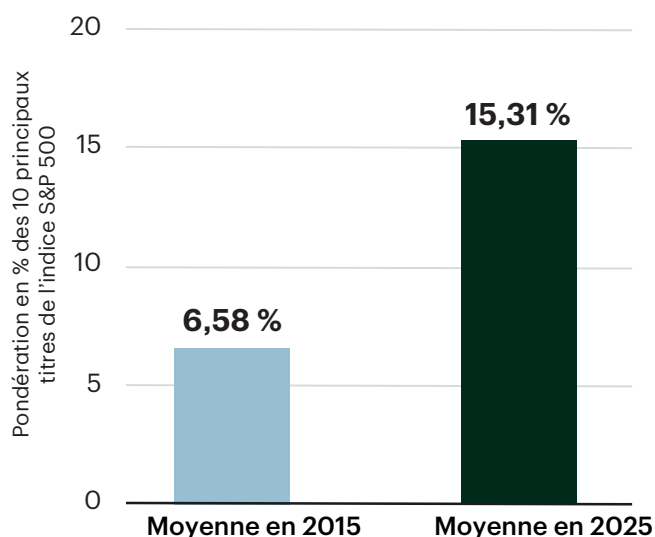
Au cours de la dernière décennie, ce changement a été majeur. La pondération combinée des dix principaux titres de l'indice S&P 500 a environ doublé, passant de 19 % en 2015 à plus de 40 % en 2025¹. À mesure que les indices de référence des actions sont devenus plus concentrés, les fonds par défaut ont simultanément augmenté leur répartition en actions, amplifiant l'exposition à un ensemble relativement restreint de facteurs de rendement sous-jacents.

En pratique, cela signifie que bon nombre de fonds par défaut sont moins diversifiés que ce que leurs appellations laissent entendre. En utilisant les pondérations sectorielles moyennes des actions pour les fonds à date cible, la répartition effective des dix principaux titres de l'indice S&P 500 a augmenté, passant d'environ 6,6 % du total du portefeuille en 2015 à plus de 15 % en 2025 (figure 2).

La diversification à l'échelle mondiale n'a pas entièrement contrebalancé cet effet. La part des États-Unis dans l'indice MSCI Monde tous pays a de nouveau atteint des sommets historiques, ce qui signifie que même les répartitions en actions mondiales sont de plus en plus influencées par la dynamique du marché d'un seul pays (figure 3).

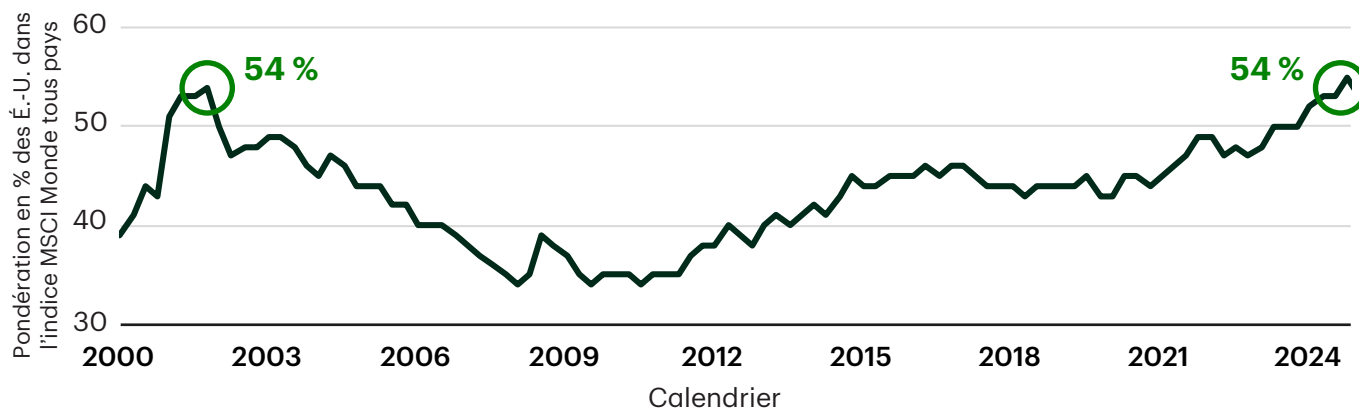
La sombre réalité est que de nombreux fonds par défaut intègrent maintenant un risque de concentration caché, non pas délibérément, mais par dérive.

Figure 2 : Concentration des 10 principaux titres de l'indice S&P au sein du portefeuille en utilisant les pondérations moyennes des actions dans les fonds à date cible



Source : FactSet Research Systems Inc. et GPTD. Au 31 décembre 2025. L'indice S&P 500 est mentionné à titre informatif seulement et n'est pas nécessairement lié à une stratégie de placement.

Figure 3 : Concentration du marché américain



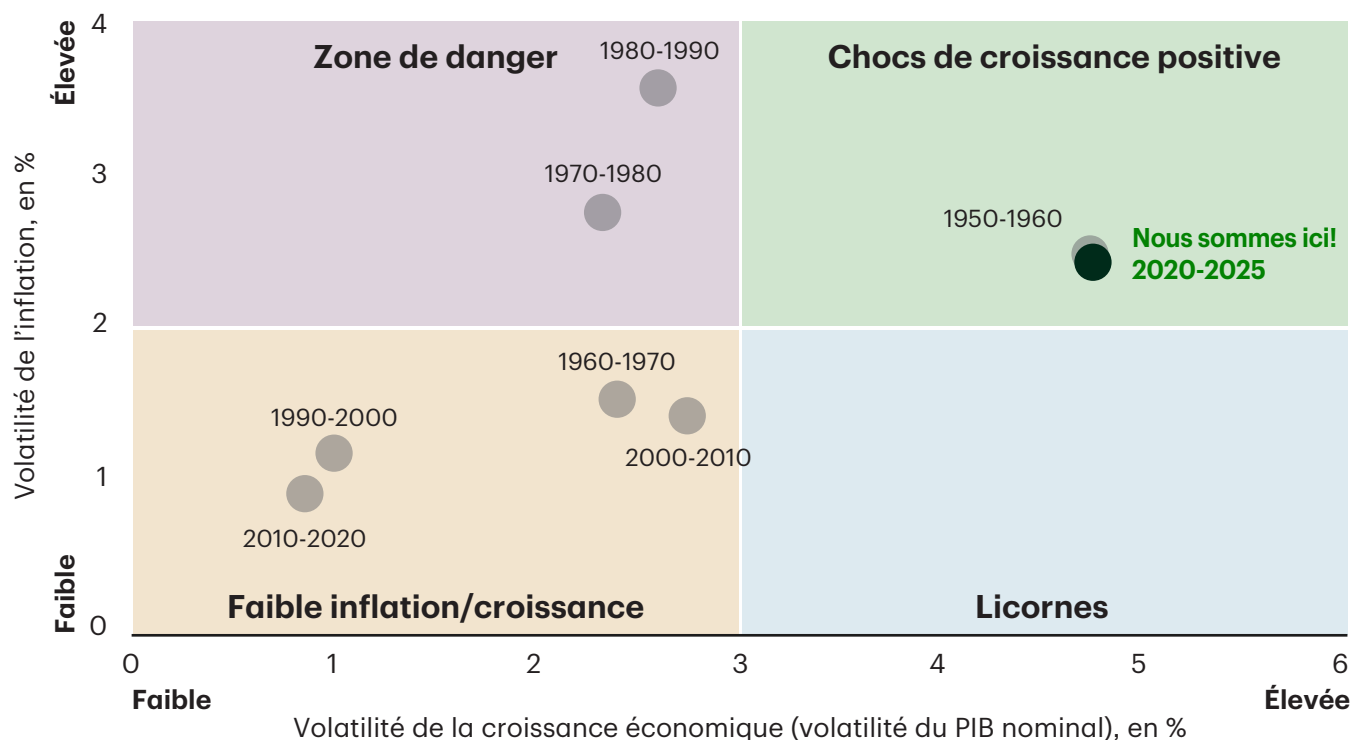
Source : Bloomberg Finance L.P. Au 31 décembre 2025. L'indice MSCI Monde tous pays est mentionné à titre informatif seulement et n'est pas nécessairement lié à une stratégie de placement.

¹ Source : FactSet Research Systems Inc. Au 31 décembre 2025.

Les fonds par défaut doivent fonctionner à travers les décennies, non pas à travers les cycles

Les fonds par défaut existent précisément parce que de nombreux participants ne font pas de choix de placement actif. Ils devraient donc fonctionner à travers les décennies. L'histoire nous enseigne toutefois que les contextes peuvent être très différents d'une décennie à l'autre. Des périodes de forte croissance et de faible inflation ont succédé à des régimes caractérisés par une volatilité plus élevée, une incertitude liée à l'inflation ou des baisses prolongées (**figure 4**). La fourchette de résultats historiques est beaucoup plus large que ce que l'expérience récente à elle seule pourrait suggérer.

Figure 4 : Régimes de marché sur plusieurs décennies



Source : LSEG Datastream. Au 31 décembre 2025.

Ce qui rend cette situation particulièrement difficile est que l'évolution dans le régime de marché est difficile à prévoir et n'est souvent reconnue qu'en rétrospective. Même les institutions les plus éclairées ont à plusieurs reprises sous-estimé la vitesse à laquelle les conditions peuvent rapidement évoluer. En février 2000, la Réserve fédérale de Chicago a souligné dans ses perspectives économiques devenues célèbres qu'aucun des prévisionnistes ne s'attendait à une récession en 2000².

L'Association canadienne des organismes de contrôle des régimes de retraite (ACOR) tient explicitement compte de ce défi dans ses lignes directrices pour les régimes de capitalisation, en soulignant que la convenance et la diversification doivent être évaluées sur plusieurs plans, et que l'âge à lui seul n'est pas suffisant pour déterminer le risque approprié.

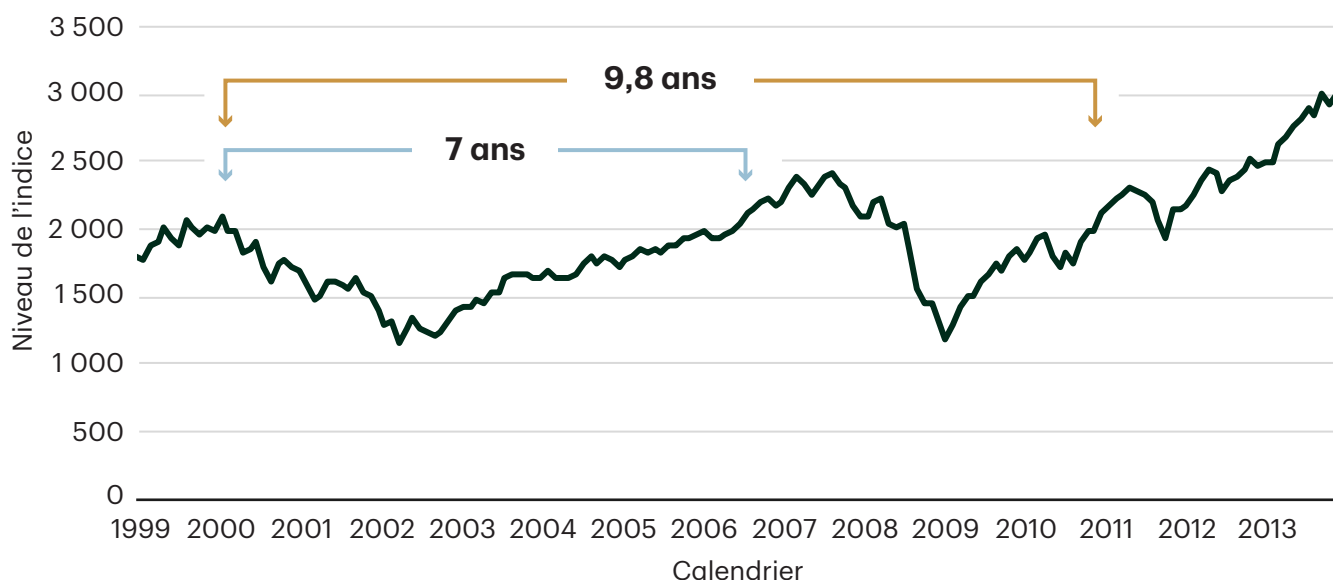
² Source : <https://www.chicagofed.org/publications/chicago-fed-letter/2000/february-150a>.

Pourtant, de nombreuses trajectoires d'ajustement progressif modernes reposent sur une hypothèse implicite : les participants, en particulier les plus jeunes, peuvent tolérer d'importantes baisses en échange de rendements à long terme plus élevés. Cette hypothèse s'avère incomplète. Les pertes s'accumulent différemment des gains, et des baisses importantes au début d'un parcours d'épargne peuvent laisser des marques durables sur le comportement en matière de cotisations, la tolérance au risque et les résultats. La décennie perdue du début des années 2000 nous rappelle que les marchés boursiers peuvent mettre à

l'épreuve la patience pendant des années, et ce ne sont pas tous les participants qui réagissent en gardant le cap. La **figure 5** illustre le risque lié à la durée intégré aux marchés boursiers : à la suite de baisses importantes, l'indice S&P 500 a mis environ sept ans à se redresser après le repli du début des années 2000 et près de 9,8 ans après la crise financière mondiale de 2008.

Autrement dit, le risque n'est pas théorique; il est arrivé.

Figure 5 : Indice de rendement global S&P 500



Source : Bloomberg Finance L.P. Au 31 décembre 2025. L'indice S&P 500 est mentionné à titre informatif seulement et n'est pas nécessairement lié à une stratégie de placement.

Une seule trajectoire d'ajustement progressif, différentes réalités

La trajectoire d'ajustement progressif moderne repose en grande partie sur un petit ensemble d'hypothèses largement répandues, l'hypothèse la plus répandue étant que le temps peut compenser le risque et qu'une exposition accrue aux actions est donc appropriée pour les participants plus jeunes. À cela s'ajoute souvent la conviction qu'une répartition en actions très élevée est le seul moyen viable en vue d'atteindre les objectifs de retraite à long terme. Bien qu'elles suivent une logique intuitive, ces hypothèses sous-estiment l'ensemble des répercussions que les pertes peuvent entraîner et le caractère dépendant de la trajectoire des résultats de placement.

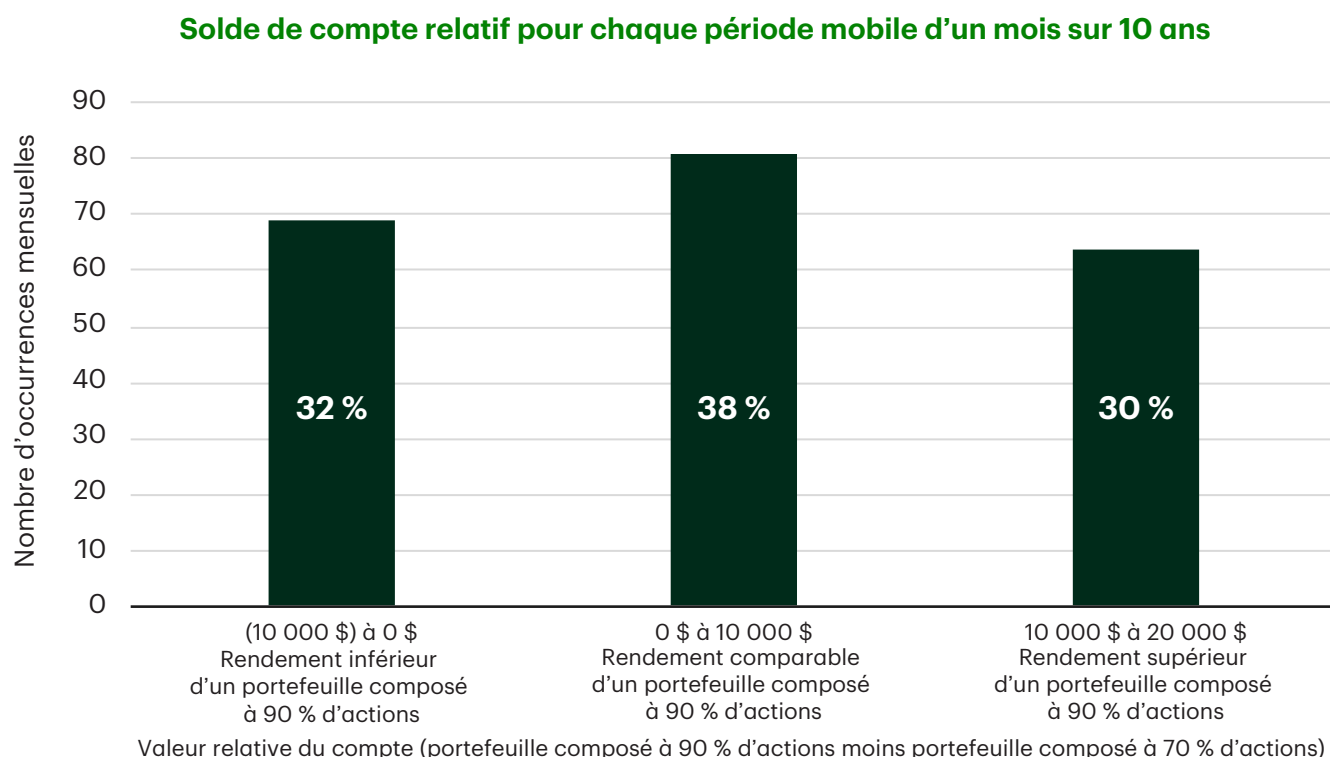
Premièrement, les baisses sont asymétriques : une perte de 30 % suivie d'un gain de 40 % fait quand même en sorte qu'un investisseur se situe à un niveau inférieur à son point de départ. Autrement dit, une exposition accrue aux actions augmente non seulement la volatilité, mais aussi la probabilité de replis qui nécessitent des gains exceptionnels pour les corriger.

Deuxièmement, la reprise n'est pas instantanée. Il pourrait falloir des années pour venir à bout des baisses importantes des actions, et la durée compte autant que l'ampleur, en particulier pour les participants qui cotisent régulièrement, où la séquence des rendements peut influencer sur le comportement et les résultats.

Lors de l'examen des résultats sur une période mobile de 10 ans, une nuance importante apparaît, mais passe souvent inaperçue dans le cadre des débats sur la trajectoire d'ajustement progressif : l'augmentation de l'exposition aux actions, passant de 70 % à 90 %, n'améliore pas les résultats de façon fiable et la hausse, lorsqu'elle a lieu, est limitée. La **figure 6** illustre cette dynamique. Sur l'ensemble des périodes mobiles de 10 ans depuis 1998 pour une jeune personne de 25 ans en moyenne, un portefeuille

composé à 90 % d'actions a inscrit un rendement inférieur à celui d'un portefeuille composé à 70 % d'actions dans 32 % des cas, un rendement bien comparable dans 38 % des cas, et un rendement supérieur dans seulement 30 % des cas. Autrement dit, une pondération en actions plus élevée augmente l'étendue des expériences, mais elle ne se traduit pas systématiquement par des résultats nettement meilleurs sur 10 ans.

Figure 6 : Portefeuille composé à 90 % d'actions et portefeuille composé à 70 % d'actions – probabilité de rendement supérieur en %



Source : GPTD. Au 30 septembre 2025.

Remarque : Portefeuille composé à 90 % d'actions = 60 % indice MSCI Monde, 30 % indice composé S&P/TSX et 10 % indice des obligations universelles FTSE Canada.

Portefeuille composé à 70 % d'actions = 47 % indice MSCI Monde, 23 % indice composé S&P/TSX et 30 % indice des obligations universelles FTSE Canada.

À titre indicatif seulement.

Actions

Arguments en faveur d'un élargissement des sources de rendement

Les catégories d'actif comme les infrastructures, l'immobilier et les produits de base ne sont plus accessoires. Les attentes de rendement à long terme au sein du secteur font en sorte que bon nombre de ces actifs se classent largement au même rang que les actions, tandis que les infrastructures se distinguent par des rendements attendus sensiblement plus élevés (**figure 7**). Ce facteur ajoute un contexte important à l'hypothèse selon laquelle une exposition très élevée aux actions est le seul moyen d'atteindre les objectifs à long terme.

Plus importants encore, les actifs privés se comportent différemment selon les contextes de marché. Leur sensibilité à la croissance, à l'inflation et aux tensions sur les marchés diffère de celle des actions et des obligations. Leur intégration peut transformer considérablement les résultats plutôt que de simplement réorienter les rendements moyens.

Cette distinction devient évidente lorsque les résultats sont examinés au fil du temps. Comme le montre la **figure 8**, sur l'ensemble des périodes mobiles de 10 ans depuis 1998 pour une jeune personne de 25 ans en moyenne, un portefeuille composé à 90 % d'actions a inscrit un rendement inférieur à celui d'un portefeuille diversifié qui comprenait des actifs réels dans 78 % des cas, un rendement comparable dans 22 % des cas et n'a jamais inscrit de rendement supérieur. Une tendance se dessine clairement : la concentration du risque dans les actions n'a pas amélioré la probabilité de réussite, mais l'a réduite.

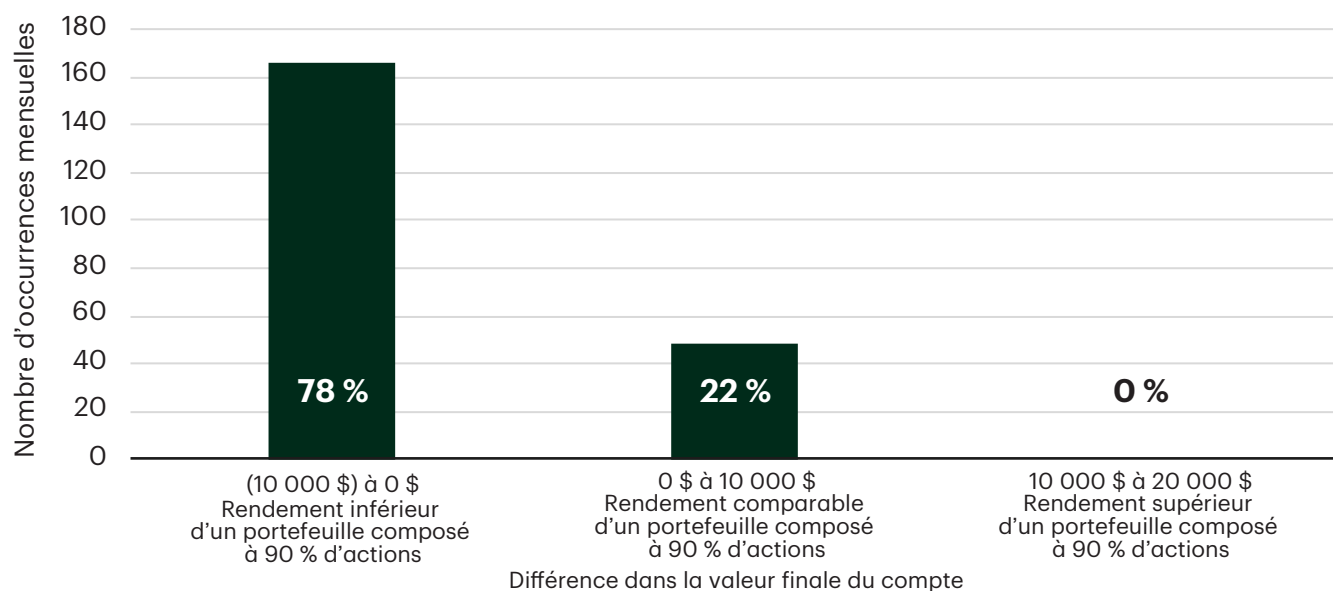
Figure 7 : Moyenne des attentes du secteur

Catégorie d'actif	Rendement attendu
Actions canadiennes	5,55 %
Actions américaines	5,23 %
Actions mondiales	6,00 %
Immobilier mondial	5,22 %
Infrastructures	8,44 %
Produits de base	5,16 %

Source : GPTD. Au 30 septembre 2025.
À titre indicatif seulement.

Figure 8 : Portefeuille composé à 90 % d'actions et portefeuille diversifié avec des placements alternatifs – probabilité de rendement supérieur en %

Solde de compte relatif pour chaque période mobile d'un mois sur 10 ans



Source : GPTD. Au 30 septembre 2025.

Remarque : Portefeuille composé à 90 % d'actions = 60 % indice MSCI Monde, 30 % indice composé S&P/TSX et 10 % indice des obligations universelles FTSE Canada.

Portefeuille diversifié avec placements alternatifs = 50 % indice MSCI Monde, 25 % indice composé S&P/TSX, 5 % indice des obligations universelles FTSE Canada, 10 % immobilier, et 10 % infrastructures.

Les indices sont fournis à titre informatif seulement et ne sont pas nécessairement liés à une stratégie de placement. À titre indicatif seulement.

C'est une perspective troublante. Dans le cas de la conception des fonds par défaut, la question n'est pas de savoir dans quelle mesure l'exposition aux actions est élevée à elle seule, mais plutôt de savoir si le portefeuille est conçu pour gérer les baisses, le temps de reprise et la dispersion des résultats selon des régimes de marché qui ressemblent rarement au passé récent.

La diversification, dans ce contexte, ne consiste pas à renoncer au rendement, mais à éviter d'emprunter une seule trajectoire fragile pour y parvenir.

Un moment pour procéder à un nouvel examen

La dernière décennie a récompensé une exposition accrue aux actions, et il est compréhensible que cette expérience ait influencé la conception des fonds par défaut d'aujourd'hui. Toutefois, les marchés et les indices de référence ont changé, ce qui a donné lieu à un changement subtil du risque d'une manière qui n'est pas toujours évident par rapport à la répartition globale à elle seule.

Il convient de faire une pause pour réfléchir à ce que cela signifie. Nous avons traversé une période particulièrement excellente pour les actions, mais la conception des fonds par défaut doit tenir compte d'un éventail plus large de résultats possibles que celui auquel la plupart d'entre nous ont été habitués.

Ce moment nous invite à prendre du recul et à nous demander si les fonds à date cible d'aujourd'hui parviennent toujours à trouver le bon équilibre entre croissance et résilience, et si les risques inhérents à la conception des fonds par défaut résultent d'un choix délibéré pris en sachant sciemment la façon dont ils peuvent influencer sur les résultats des participants à long terme, ce qui compte le plus.

Par rapport au changement subtil, dans ce cas, il ne s'agit pas de neutralité, mais d'un choix. ■



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.

Le présent 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.

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 informatif 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.

Le présent 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.

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.

Certains renseignements contenus dans le présent document (les « renseignements ») proviennent de MSCI Inc., MSCI ESG Research LLC ou de leurs filiales (« MSCI »), ou de fournisseurs d'information (ensemble, les « parties de MSCI »), et peuvent avoir été utilisées pour calculer des notes, des signaux ou d'autres indicateurs. Les renseignements sont destinés à un usage interne uniquement et ne peuvent être reproduits ou diffusés en tout ou partie sans autorisation écrite préalable. Les renseignements ne peuvent pas être utilisés comme une offre d'achat ou de vente, et ne constituent pas une offre d'achat ou de vente, ni comme une promotion ou une recommandation d'un titre, d'un instrument ou d'un produit financier, d'une stratégie de négociation ou d'un indice, et ils ne doivent pas être considérés comme une indication ou une garantie de rendement futur. Certains fonds peuvent être basés sur des indices MSCI ou liés à ceux-ci, et MSCI peut être rémunéré sur la base des actifs sous gestion du fonds ou d'autres mesures. MSCI a établi une barrière d'information entre la recherche sur les indices et certains renseignements. Aucun des renseignements en soi ne peut être utilisé pour déterminer quels titres acheter ou vendre ou quand les acheter ou les vendre. Les renseignements sont fournis « tel quel » et l'utilisateur assume l'intégralité des risques liés à l'utilisation qu'il peut faire ou permettre de faire des renseignements. Aucune partie de MSCI ne garantit l'originalité, l'exactitude ou l'exhaustivité des renseignements et chacune décline expressément toute garantie expresse ou implicite. Aucune partie de MSCI n'est responsable des erreurs ou omissions liées aux renseignements contenus dans le présent document ni des dommages directs, indirects, spéciaux, punitifs, consécutifs ou autres (y compris le manque à gagner), même si elle a été informée de la possibilité de tels dommages.

Solutions de placement mondiales TD représente Gestion de Placements TD Inc. (« GPTD ») et Epoch Investment Partners, Inc. (« TD Epoch »). GPTD exerce ses activités au Canada et TD Epoch, aux États-Unis. Ces deux entités sont des sociétés affiliées et des filiales en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion.

Les produits de GPTD et de TD Epoch sont également offerts par l'intermédiaire d'un réseau de distributeurs affiliés et non affiliés. Pour en savoir plus, veuillez communiquer avec nos partenaires de distribution.

^{MD} Le logo TD et les autres marques de commerce TD sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion ou de ses filiales.