

Le taux d'escompte peut signaler du risque et camoufler un déficit

Présenté au colloque du CERGO

Le 30 mars 2015

Hôtel Intercontinental de Montréal

Richard Guay Ph. D., CFA, FRM

Professeur titulaire en finance, ESG-UQÀM,

Groupe Finance CIRANO et

Chaire de recherche en gestion de portefeuille de la CDPQ.

Le rendement (et le taux d'escompte) augmente avec le risque

Rendement à l'échéance*

Émetteur obligataire	Échéance	Rendement prévu
Canada	1 déc. 2048	1,94%
Québec	1 déc. 2045	2,84%
Rogers	20 août 2040	4,34%
<hr/>		
Marché boursier S&P500**		7,60%

* Au 23 mars 2015

** Source: Damodaran website, 2015

Le rendement prévu augmente avec le risque

Émetteur	Investir 10 000\$ en 2015	Rendement prévu*	Valeur prévue en 2047 (dans 32 ans)
Canada	10 000 \$	1,94%	18 494 \$
Québec	10 000 \$	2,84%	24 501 \$
Rogers	10 000 \$	4,34%	38 943 \$
Marché boursier S&P500	10 000 \$	7,60%	104 230 \$

Le coût prévu baisse avec la hausse du risque (et la hausse du taux d'escompte)

**Coût prévu pour viser 60 000\$
dans 32 ans**

Émetteur	Combien Investir en 2015 ?	Rendement prévu*	Valeur prévue (ou visée) en 2047 (dans 32 ans)
Canada	32 443 \$	1,94%	60 000 \$
Québec	24 489 \$	2,84%	60 000 \$
Rogers	15 407 \$	4,34%	60 000 \$
Marché boursier S&P500	5 756 \$	7,60%	60 000 \$

La valeur et le coût prévu d'une garantie de payer 60 000\$ dans 32 ans

Quelle est la valeur de la garantie de payer 60 000\$ en 2047?

	Valeur	Coût prévu	Coût prévu
Paiement prévu en 2047	60 000 \$	60 000 \$	60 000 \$
Horizon (années)	32	32	32
Poids des obligations gouvernementales en portefeuille		100%	30%
Rendement prévu sur le portefeuille		3%	6%
Taux d'escompte	3%	3%	6%
«Valeur & coût» en 2015	23 300 \$	23 300 \$	9 297 \$
Ratio (Valeur / Coût prévu)		1,0	2,5

Coût prévu versus valeur

(ou le rendement garanti à 6% versus la réalité du marché à 3%)

La **valeur réelle** du paiement garanti de 60 000\$ dans 32 ans est de **2,5x (= 23 300\$ / 9 297\$)** ce qui est présenté comme **coût!**

En pratique, les rentes «garanties» ne le sont plus. Les régimes de retraite gouvernementaux visent à ce que 50% du risque de déficit soit assumé par les travailleurs. Cela a pour effet de réduire de 50% l'écart entre la valeur et le coût prévu.

- Un écart important entre la valeur et le coût prévu persiste tout de même.

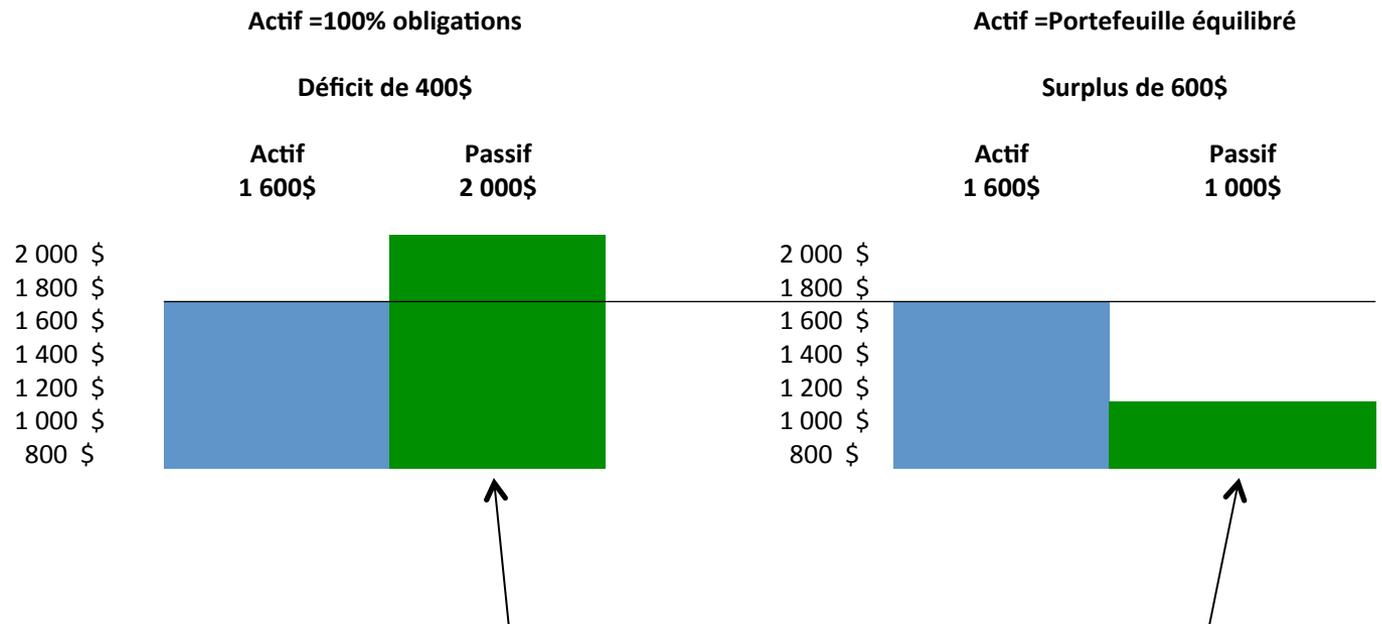
Coût annuel et valeur de la rente

(ou le rendement garanti à 6% versus la réalité du marché à 3%)

Comment le déficit peut disparaître?

Augmenter le poids des actions!

Pour une caisse de retraite qui doit payer une rente perpétuelle de 60 000\$ / année



Valeur du passif selon un rendement prévu de 3%:
 $60\$ / 3\% = 2\ 000\$$

«Coût prévu» du passif selon un rendement prévu de 6%:
 $60\$ / 6\% = 1\ 000\$$ (et pourtant, la Valeur de la rente garantie demeure à 2 000\$)

Des coûts en hausse ou cachés

Le rapport D'Amours sur les coûts et déficit de certains régimes de retraite d'organisations publiques:

- Sous prétexte que leur pérennité est assurée, les régimes de retraite des municipalités, des universités et du gouvernement du Québec se soumettent uniquement à l'évaluation du passif de « capitalisation » qui correspond généralement à une **prévision « optimiste » du passif – lié au taux d'actualisation élevé utilisé;**
- L'évaluation unique proposée (capitalisation améliorée) pour tous les régimes permettrait de **mieux comprendre et gérer les coûts** des différents régimes de retraite;

Coût annuel versus valeur de la rente

- ❑ **Rapport D'amours : la proposition d'évaluer le passif avec l'approche de la capitalisation améliorée adresse cette distinction entre coût et valeur.**

«... Au 31 décembre 2011, le déficit total de capitalisation des municipalités du Québec était estimé à un peu plus **de 4 milliards** de dollars et le déficit de solvabilité, à près **de 9 milliards** de dollars... »

Rapport D'Amours (2013) page 93

Le risque: bonifier le rendement prévu du portefeuille pour réduire le coût prévu (et le passif)

- Pour un portefeuille investi à 70% d'actions, le rendement prévu est de l'ordre de 6%.
 - Mais qui assumera le risque d'un éventuel déficit?
 - L'importance d'implanter des marges d'erreurs, des cotisations de stabilisations et de préciser que la rente n'est pas garantie.

- Pour un régime de retraite qui vise immuniser le risque avec des obligations gouvernementales à long terme, le rendement prévu serait de l'ordre de 3% et le coût prévu du régime (et le passif) doublera*.
 - Mais qui assumera les coûts plus élevés?

* La hausse précise est aussi liée aux caractéristiques du régime et à sa maturité.

Conclusion:

La valeur d'une rente garantie est très élevée

Sur le plan financier, la **vraie valeur** du passif des rentes garanties est environ le double de ce qui est présenté dans la plupart des états financiers (qui utilisent un taux d'escompte de 6% ou plus).

- Il est inapproprié d'évaluer une rente garantie avec un taux d'escompte de 6%. Un taux de 6% est lié à un actif risqué avec notamment des actions et non à une rente garantie.
- Une rente garantie devrait être évaluée à l'aide d'un taux d'escompte correspondant au même risque : un taux de rendement obligataire à long terme. De l'ordre de 3% aujourd'hui. C'est la réalité financière de l'évaluation.

Conclusion:

Comment réduite le coût prévu d'une rente?

Une rente prévue et **non garantie** du même montant (60 000\$ / an) et financée uniquement par un portefeuille dont le rendement prévu est de 6% réduit de moitié le coût prévu (et le passif) pour payer cette rente.

- Il est crucial de bien comprendre les risques pour bien les gérer. La transparence pour expliquer ces risques est importante.
- La saine gouvernance propose que les décisions au comité de retraite soient prises par ceux qui assument le risque. Si 100% du risque est transféré aux bénéficiaires, leurs représentants devraient prendre toutes les décisions. Comme pour les régimes à CD.

La tendance actuelle au Québec est de partager le risque des régimes à PD à 50-50 entre employeurs et employés. Cette orientation réduit de moitié l'écart entre la valeur d'une rente garantie et le coût prévu d'une rente non garantie.

Références

- CIRANO (2011), Allaire, Laurence, Bryan Campbell, Paul Gauthier , Richard Guay et Michel Magnan (2011), « Pension 4-2 au Québec : vers un nouveau partenariat ».
- D'Amours et al. (2013), «Innover pour pérenniser le système de retraite», Archives nationales du Québec.
- Guay, Richard (2013), « Le Rapport d'Amours : une bonne approche et des débats à l'horizon », Options Politiques juin 2013.
- Hamilton, Malcom (2014), «Evaluating Public-Sector Pensions: How Much Do They Really Cost?», CD Howe Institute, March 2014.
- McKinsey&Company (2015), «Préparation à la retraite au Canada : Bâtir sur de acquis solides, Pratique Services Financiers»

Merci