

Les caisses de retraite se départissent des actions canadiennes.

Répercussions sur la politique canadienne.

Daniel Brosseau

Letko, Brosseau & Associés Inc.

Remarque de l'auteur

Daniel Brosseau est Président de Letko, Brosseau & Associés Inc.

Toute correspondance concernant cette lettre doit être adressée à Daniel Brosseau à daniel.brosseau@lba.ca

Résumé

En 1990, les actions cotées canadiennes représentaient près de 80 %¹ des placements en actions des caisses de retraite canadiennes. En 2020, cette proportion était tombée à seulement 10 %². Ce déclin a d'importantes répercussions sur la politique canadienne : l'épargne-retraite représente 30 %³ de l'épargne des Canadiens et, contrairement à l'épargne détenue dans les banques et les compagnies d'assurance, elle est investie à long terme et peut tolérer le risque lié aux actions. Qu'est-ce qui façonnera l'avenir de notre pays si l'épargne des Canadiens ne joue pas son rôle économique essentiel, en finançant les investissements au Canada et en créant des emplois de grande qualité? Quelle incidence cela aura-t-il sur la croissance et les revenus? Ce n'est là qu'un des divers enjeux qui ont pris de l'importance en raison du raccourcissement de l'horizon de placement imposé aux caisses de retraite par les changements dans la réglementation.

Les promoteurs de régime ont réagi au cadre réglementaire qu'on leur a imposé : ils ont cherché à abandonner un bon système de retraite, le régime à prestations déterminées, au profit d'un piètre système de retraite, le régime à cotisations déterminées; ils ont soustrait leur actif à la vue et à l'examen en abandonnant les marchés cotés en faveur des titres non cotés; ils ont accru leurs placements dans des actifs à faible rendement plus volatils à long terme au détriment des actifs à rendement plus élevé moins volatils à long terme; ils ont opté pour la gestion indicielle, ouvertement ou de façon déguisée; ils ont réparti leur actif en se fiant davantage à l'analyse des statistiques historiques qu'à une analyse prospective approfondie; ils ont délaissé le Canada et accentué le recours à l'effet de levier. Rien de tout

¹ Pension Investment Association of Canada. (s.d.) *Pension investment association of Canada*. PIAC 2022. <http://piacweb.org/>

² Pension Investment Association of Canada. (s.d.) *Pension investment association of Canada*. PIAC 2022. <http://piacweb.org/>

³ Statistique Canada. (2022, mars 11). *Table: 36-10-0580-01 National balance sheet accounts (x 1,000,000)*. Statscan. <https://www150.statcan.gc.ca/t1/tbl1/en/tv.action?pid=3610058001>

cela n'est particulièrement bon. Ce n'est d'ailleurs probablement pas ce que recherchaient les autorités de réglementation.

Les gestionnaires de placements canadiens ne font pas un mauvais travail; ils réagissent simplement aux signaux de la réglementation des régimes de retraite. Ces signaux politiques doivent être réexaminés afin de rétablir une saine gestion de notre épargne collective.

Introduction

Letko, Brosseau & Associés Inc. gère des actifs de retraite depuis plus de 30 ans. En fait, l'équipe d'investissement de cette société a une expérience cumulée de 118 ans dans le secteur des caisses de retraite.

Le fait que l'épargne-retraite est de plus en plus investie à l'extérieur du Canada est ce qui a motivé notre réflexion. Selon la Pension Investment Association of Canada (PIAC), le principal organisme du secteur, la part des actions cotées canadiennes dans les portefeuilles d'actions est passée de presque 80 %, en décembre 1990, à seulement 10 %, en décembre 2020, et leur part dans l'actif total des caisses de retraite n'est plus que de 4 %. Certaines des principales caisses du pays ne détiennent que 1 %⁴ de leur actif en actions cotées canadiennes. Cette situation a de nombreuses répercussions sur la croissance économique et devrait représenter un enjeu politique important pour les Canadiens et notre gouvernement.

Ce n'est là qu'une des tendances observées, dont certaines sont propres au pays et d'autres, endémiques au secteur.

⁴ Pension Investment Association of Canada. (s.d.) *Pension investment association of Canada*. PIAC 2022. <http://piacweb.org/>

Dans les années 1990, les gestionnaires, promoteurs et participants des régimes de retraite réclamaient tous plus de latitude au niveau des placements, ce que les autorités de réglementation, avec le temps et une certaine résistance, leur ont accordé. Puis il y a eu les faillites de Nortel, d'Abitibi et de plusieurs autres entreprises, ce qui a mis en péril la capacité de payer leurs retraités. Par ailleurs, entre les promoteurs et les participants des régimes, les querelles se sont multipliées quant à qui devrait assumer les conséquences des piètres rendements du marché et, par après, qui devrait profiter des excédents croissants.

Les autorités de réglementation sont donc intervenues en accordant davantage de liberté, mais aussi en serrant la vis : désormais, il faudrait évaluer l'actif au marché et calculer plus fréquemment le passif. Le temps était révolu où l'on pouvait amortir les fluctuations de la valeur marchande de l'actif ou combler un déficit actuariel sur 25 ans.

Raccourcissement de l'horizon de placement

Le résultat a été l'adoption d'une optique à court terme pour ce qui devrait être en fait un projet à long terme, à savoir l'épargne en vue de la retraite. Cela a changé la donne.

Il est bien établi qu'à long terme, les actions produisent le meilleur rendement, qui dépasse de loin celui des produits de base, des liquidités ou des obligations. Sur des périodes de 20 ans, les rendements boursiers sont même moins volatils que ceux des obligations à long terme! Cependant, sur une période beaucoup plus courte, les actions paraissent plus volatiles. Par exemple, par rapport à leur sommet précédent, les marchés boursiers mondiaux affichaient un recul de 50 %⁵ en mars 2009 et de 30 %⁶ en février-mars 2020. Pourtant, malgré ces chutes vertigineuses, les portefeuilles d'actions ont dégagé un rendement respectable sur les 15 dernières années.

⁵ MSCI. (2022, mars 1). *Real time index data search*. <https://www.msci.com/real-time-index-data-search>

⁶ MSCI. (2022, mars 1). *Real time index data search*. <https://www.msci.com/real-time-index-data-search>

Un stress inacceptable

L'optique à court terme de la réglementation et les fluctuations des marchés cotés ont soumis les promoteurs de régime à un stress considérable, habituellement au pire moment. La dynamique est relativement simple. Une piètre conjoncture économique fait baisser les cours boursiers et la valeur de l'actif des régimes. Parallèlement, les banques centrales abaissent les taux d'intérêt pour relancer l'économie. Cela alourdit le passif des régimes parce que la réglementation exige qu'il soit évalué d'après les taux d'intérêt. La baisse de l'actif et la hausse du passif font augmenter les déficits des régimes de retraite, que les promoteurs ou garants doivent combler au moment précis où leurs affaires vont mal, alors qu'il serait nettement plus utile d'investir cet argent ailleurs dans l'entreprise. D'où beaucoup de stress.

Six réactions au stress

Que font les gens quand ils sont plus stressés? Ils ont toutes sortes de réactions, parce qu'ils n'ont d'autre choix que de réagir.

Premièrement, ils essaient de se soustraire à la situation. Cela s'est produit et cela continue. Les régimes de retraite à prestations déterminées se ferment aux nouveaux participants ou sont liquidés en grand nombre, pour faire place à des régimes à cotisations déterminées. Pourtant, personne ne croit qu'à long terme, les régimes à cotisations déterminées sont plus avantageux que les régimes à prestations déterminées pour les participants. En fait, les calculs montrent qu'au même niveau de cotisations cumulatives, ils procurent moins de la moitié du revenu de retraite en raison de différences dans les coûts et de l'incapacité de répartir le risque lié à l'espérance de vie entre les participants. Il ne faut pas sous-estimer l'impact à long terme de cette tendance.

Deuxièmement, ils s'attaquent de front à la cause du problème, à savoir l'importance accordée à la volatilité de l'actif à court terme par la réglementation. La volatilité est le plus visible sur les marchés cotés où les actions sont négociées à toute heure du jour, mais dissimulée sur les marchés non cotés où les opérations sont moins fréquentes et requièrent l'opinion d'un évaluateur. Certaines études récentes soutiennent que les actions non cotées sont beaucoup moins – peut-être deux fois moins – volatiles que les actions cotées. En fait, peu de gens croient vraiment que les actions non cotées sont moins volatiles que les actions cotées, mais la volatilité perçue est le produit de la façon dont on mesure le rendement des actions non cotées : à partir d'un petit nombre d'opérations et de données, et d'évaluations peu fréquentes et subjectives. Les recherches sérieuses indiquent que les actions non cotées sont plus (et non moins) volatiles, principalement en raison de leur manque de liquidité, auquel s'ajoute aujourd'hui un important effet de levier. L'évaluation annuelle – plutôt que quotidienne – d'un placement est très utile pour faire paraître l'actif moins volatil.

Troisièmement, ils abordent de front un autre problème, à savoir l'effet des variations à court terme des taux d'intérêt sur le passif des régimes de retraite. Dans ce cas, l'achat d'actifs dont les fluctuations épousent celles du passif de la caisse de retraite peut neutraliser les variations. C'est ce qu'on appelle l'appariement de l'actif et du passif. Aujourd'hui, cela consiste à acheter des obligations à long terme et, dans une certaine mesure, des placements immobiliers. Cette stratégie pose toutefois un problème : en raison du très faible niveau actuel des taux d'intérêt, l'écart de rendement à long terme prévu entre les obligations et les actions frôle probablement un sommet historique, en faveur des actions. Ainsi, au lieu d'investir dans l'actif qui produira le rendement le plus élevé, les caisses de retraite investissent dans un actif qui rapporte 2 %. Ce n'est pas beaucoup, et cela ne compensera probablement pas l'inflation sur la durée du placement ni ne répondra aux exigences de rendement à long terme de la caisse de retraite. Pour ce qui est de l'immobilier, de combien d'immeubles de bureaux, d'immeubles d'appartements et de centres commerciaux le pays a-t-il besoin?

Quatrièmement, ils se protègent. Comme le zèbre qui ne veut pas s'isoler de son troupeau de crainte d'être la cible du lion, les promoteurs de régime se sont montrés beaucoup plus attentifs à ce que font les autres, en veillant à investir dans les mêmes catégories d'actif et dans les mêmes proportions que leurs homologues. Il n'est pas rare qu'un promoteur modifie sa répartition d'actif simplement parce qu'elle fait figure d'exception, plutôt qu'en fonction de sa propre analyse des rendements prévus. C'est la gestion indicielle.

Le Canada ne représentant que 3 % à 4 %⁷ du marché boursier mondial, ils concluent qu'ils devraient investir 3 % à 4 % de leur portefeuille dans les actions canadiennes. La logique qui sous-tend ce raisonnement est difficile à suivre.

Les petites économies représenteront toujours une plus faible part de l'économie mondiale que les grandes. Cela revient-il à dire que plus l'économie est petite, moins un promoteur devrait y investir son épargne, déjà plus limitée? Les petites économies devraient-elles investir principalement dans les grandes économies? Les Américains investissent 75 %⁸ de leur actif dans leur propre économie; les Canadiens devraient-ils se contenter de 3 % et laisser les autres façonner leur avenir, ou investir eux aussi 75 % de leur actif au Canada?

La gestion indicielle suppose aussi que les investisseurs ont tous le même profil de risque. Mais peut-on remplacer le contenu canadien d'un portefeuille par des placements internationaux, y compris des actions des marchés émergents, à raison de un dollar pour un dollar (ou l'équivalent), sans tenir compte des divers risques liés au change, à la fiscalité et au contexte politique et juridique?

⁷ Sponsored Content. (2021, septembre 16). *A complete geographic breakdown of the MSCI ACWI IMI*. Visual Capitalist. <https://www.visualcapitalist.com/a-geographic-breakdown-of-the-msci-acwi-imi/>

⁸ Board of Governors of the Federal Reserve System. (2022, mars 10) *Financial accounts of the United States - Z.1*. <https://www.federalreserve.gov/releases/z1/>

Cinquièmement, ils partagent la responsabilité avec un tiers, d'où la dilution du mandat et le recours croissant aux spécialistes de la répartition d'actif. Lorsqu'ils veulent obtenir les conseils d'un expert, ils en choisissent de préférence un qui est déjà très sollicité, de sorte que si les choses ne tournent pas comme prévu, le groupe affecté sera important. Lorsqu'on dit à un conseiller municipal qui siège au comité de retraite de sa ville que sa caisse devrait sérieusement envisager d'investir 10 % de son actif dans l'immobilier international, que devrait-il faire? Aller chercher la liste des baux de certains immeubles de bureaux de Londres, Francfort ou Tokyo? Se renseigner sur les taux de capitalisation utilisés? Poser des questions sur les frais exigés? Ou plutôt, se contenter de lire le tableau des rendements et des corrélations qui lui est présenté en demandant qui d'autre fait de même? À l'heure actuelle, l'analyse de la répartition d'actif se fait surtout à partir d'une analyse statistique des rendements et corrélations historiques, sans faire de place ou presque à l'analyse économique fondamentale prospective. Les gouvernements ont sagement mis en garde contre cette méthode en exigeant que les gestionnaires de placement stipulent dans leurs documents promotionnels que les rendements passés ne sont pas garants des rendements futurs. Désormais, les spécialistes de la répartition d'actif font des recommandations de répartition d'actif très détaillées, mais, contrairement aux décisions des gestionnaires de placement, le rendement attribuable à ces recommandations n'est pas mesuré; après tout, ce ne sont que des recommandations. La décision finale revient au promoteur du régime, qui se fie aux recommandations de l'expert. Tout cela semble très raisonnable, mais ce n'est pas le cas.

Sixièmement, ils tâchent de fuir le problème en appuyant sur l'accélérateur. Comment? En recourant davantage à l'effet de levier. Phénomène inexistant il y a 40 ans, les caisses de retraite ont désormais couramment recours aux emprunts. Bon nombre d'entre elles détiennent des placements substantiels dans des produits dérivés qui font souvent beaucoup appel à l'effet de levier. On n'envisage plus le risque de la même façon.

Solutions possibles

1 – Tenir compte des risques

La plupart reconnaîtraient immédiatement que les niveaux de risque de contrepartie, de gouvernance et de change diffèrent entre une banque indonésienne et une banque canadienne. Toutefois, le simple enregistrement des investissements à leur valeur marchande dans le rapport actuariel évaluant la solvabilité d'une caisse de retraite ne tient pas pleinement compte du risque.

Dans le même ordre d'idées, un placement dans un fonds indicel, pour lequel l'investisseur ou le gestionnaire de fonds n'effectue aucune analyse des placements individuels, ne comporte probablement pas le même niveau de risque qu'un portefeuille de titres de sociétés qui sont soumises à une analyse financière et économique détaillée.

La réglementation oblige les banques à tenir compte des différents niveaux de risque en appliquant une réserve pour les actifs plus risqués. Un modèle semblable pourrait être envisagé pour les caisses de retraite.

2 – Uniformiser les règles du jeu et allonger l'horizon de placement

En 2009, au plus fort de la récession, les marchés boursiers avaient chuté de 50 %⁹ par rapport à leurs sommets; dans n'importe quelle ville canadienne d'importance, il aurait alors été extrêmement difficile de vendre même les meilleurs immeubles de bureaux, peu importe le prix. Mais comme aucune caisse de retraite n'a eu à le faire, les évaluations des immeubles n'ont pas été sensiblement révisées.

De la même façon, seules les personnes qui ont dû vendre leurs actions de sociétés ouvertes ont réellement souffert de la faiblesse des cours d'alors. En ne vendant aucun titre, on évitait les pertes permanentes. Les caisses de retraite ont pourtant été forcées de comptabiliser les pertes non réalisées subies sur leurs placements en actions, traitement qui contraste avec celui des actifs immobiliers. La

⁹ MSCI. (2022, mars 1). *Real time index data search*. <https://www.msci.com/real-time-index-data-search>

rigueur exige que les investissements privés et publics soient évalués sur la même base impartiale afin d'évaluer correctement les actifs des fonds de pension.

Il convient de faire preuve de jugement pour évaluer la valeur des actions, tout comme celle de n'importe quel autre actif. Cela implique de reconnaître que les turbulences à court terme sont, de fait, temporaires.

3 – Accroître la transparence et renforcer la responsabilité

Les normes GIPS (Global Investment Performance Standards) ont été créées pour fournir un cadre éthique pour le calcul et la présentation de l'historique de rendement des placements d'une société de gestion de placements.

Actuellement, les investisseurs ont beaucoup de mal à obtenir des comparaisons pertinentes entre les recommandations formulées par les conseillers en répartition de l'actif. Étant donné que ces conseillers jouent maintenant un rôle essentiel, et précis, dans les placements des caisses de retraite, il est important d'établir des normes impartiales pour assurer la précision, l'exhaustivité, la transparence, la visibilité et la comparabilité de leur historique de conseils. Il devrait être possible d'élaborer ces normes, comme on a pu le faire pour le secteur de la gestion de placements. C'est une question de responsabilité.

En conclusion

Les promoteurs de régime ont réagi au cadre réglementaire qu'on leur a imposé : ils ont souhaité abandonner un bon système de retraite, le régime à prestations déterminées, au profit d'un piètre système de retraite, le régime à cotisations déterminées; ils ont soustrait leur actif à la vue et à l'examen en abandonnant les marchés cotés en faveur des titres non cotés; ils ont accru leurs placements dans des actifs à faible rendement plus volatils à long terme au détriment des actifs à rendement plus élevé moins volatils à long terme; ils ont opté pour la gestion indicielle, ouvertement ou de façon déguisée; ils ont réparti leur actif en se fiant davantage à l'analyse des statistiques historiques

qu'à une analyse prospective approfondie; ils ont délaissé le Canada et accentué le recours à l'effet de levier. Rien de tout cela n'est particulièrement bon. Ce n'est d'ailleurs probablement pas ce que recherchaient les autorités de réglementation.

Il faut un débat public plus large sur ce qu'il est advenu de notre système de retraite. Est-ce vraiment ce qui était voulu? Comment changer les choses? Chacun veut bien faire, mais les promoteurs de régime réagissent de façon très prévisible au cadre réglementaire dans lequel ils évoluent, et la seule façon de modifier leur comportement est de modifier ce cadre. Il faut impérativement allonger de façon significative l'horizon de placement et couper court à cette insistance malsaine sur la volatilité à court terme – pour accroître la transparence, encourager l'investissement actif et veiller à ce que l'épargne des Canadiens joue le rôle qui lui revient, en contribuant à façonner l'avenir de notre pays et en créant des emplois de haute qualité. Ce n'est qu'ainsi que nous aurons une chance de nous remettre dans la bonne voie.

Liste de références

Board of Governors of the Federal Reserve System. (2022, mars 10). *Financial accounts of the United States - Z.1*. <https://www.federalreserve.gov/releases/z1/>

MSCI. (2022, mars 1). *Real time index data search*. <https://www.msci.com/real-time-index-data-search>

Pension Investment Association of Canada. (s.d.) *Pension investment association of Canada*. PIAC 2022. <http://piacweb.org/>

Sponsored Content. (2021, septembre 16). *A complete geographic breakdown of the MSCI ACWI IMI*.

Visual Capitalist. <https://www.visualcapitalist.com/a-geographic-breakdown-of-the-msci-acwi-imi/>

Statistique Canada. (2022, mars 11). *Table: 36-10-0580-01 National balance sheet accounts (x 1,000,000)*. Statscan. <https://www150.statcan.gc.ca/t1/tbl1/en/tv.action?pid=3610058001>

Avis de non-responsabilité

Les informations et opinions contenues dans les présentes sont fournies à titre indicatif seulement, sont sujettes à changement et ne visent pas à fournir des conseils d'ordre comptable, juridique ou fiscal, ni des recommandations en matière de placement, et ne doivent pas être utilisées comme tel. À moins d'indication contraire, les renseignements sont présentés aux dates indiquées. Bien que ces renseignements soient considérés comme exacts à la date où ils ont été préparés, Letko, Brosseau & Associés Inc. ne peut garantir qu'ils sont exacts, complets et à jour en tout temps.

Lorsque les renseignements proviennent ou sont dérivés de sources externes, les sources sont considérées comme fiables, mais la société n'en a pas effectué une vérification indépendante. Aucune représentation ou garantie n'est fournie quant à l'exactitude, à l'exhaustivité ou à la fiabilité de ces renseignements. Les opinions ou estimations présentées constituent notre jugement à cette date et sont modifiables sans préavis.

Les présentes peuvent contenir certaines déclarations prospectives qui reflètent nos attentes actuelles ou prévisions quant à des événements futurs concernant l'économie, les changements du marché et ses tendances. De par leur nature, les énoncés prospectifs sont assujettis, entre autres, à des risques, à des incertitudes et à des hypothèses concernant les devises, la croissance économique, les conditions actuelles et prévues et d'autres facteurs appropriés dans les circonstances qui peuvent faire en sorte que les performances, perspectives, événements ou résultats réels diffèrent sensiblement de ceux exprimés dans, ou sous-entendus par, lesdits énoncés. Les lecteurs sont avisés de ne pas se fier indûment à ces énoncés prospectifs.