

## Investir au Canada – Analyse des pous et contres

Depuis la publication de la Lettre Ouverte signée par plus de 90 dirigeants d'entreprises et syndicaux du Canada portant sur le rôle des fonds de pension dans l'économie canadienne, un débat indispensable s'est engagé sur la manière dont le Canada peut inverser le déclin de sa prospérité. Nous sommes heureux que cette conversation importante soit amorcée et remercions aimablement tous les signataires d'avoir contribué à son démarrage.

Nous présentons ici les arguments avancés et analysons leurs fondements. Une partie de l'analyse consiste simplement à vérifier les allégations avancées (rendements, échec des doubles mandats, ...). D'autres analyses abordent les préceptes communément acceptés et leur application (liant l'allocation à la taille du marché, au rôle réglementaire du gouvernement, ...). Enfin, il existe de nouveaux concepts qui ne semblent pas encore bien compris (le rôle de l'investissement national, la manière dont la perspective des gestionnaires de retraite est sévèrement limitée par rapport à une perspective macro-économique plus large, ...).

Il existe évidemment des hommes de paille qui sont faciles à incendier, mais qui ne sont pas d'eux dont il est question. Quelques exemples : il s'agit principalement d'équité publique; les gouvernements veulent revenir à la règle du 10 %; les partisans d'une plus grande prospérité canadienne sont en conflit; les fonds de pension seront invités à augmenter rapidement leurs investissements au Canada; ...

L'essence de la Lettre Ouverte n'est pas de forcer les fonds de pension à faire quoi que ce soit, ni de limiter leur flexibilité. Il s'agit de déterminer comment ne pas ignorer l'énorme impact et les avantages substantiels de l'investissement intérieur sur l'économie canadienne. On questionne le rôle que les fonds de pension peuvent et doivent jouer dans le développement futur du Canada, en tant qu'agrégateurs du plus grand bassin d'épargne institutionnelle long-terme au pays.

Nous vous encourageons à lire cette analyse et espérons qu'elle vous sera utile.

Références diverses

**Lettre Ouverte** : <https://www.lba.ca/fr/publication/lettre-ouverte-canada/>

**Sommaire exécutif** : <https://www.lba.ca/investir-au-canada-sommaire-executif/>

**Discours au PMAC** : <https://www.lba.ca/speech-2023-11-13-pmac-fr/>

**Général** : <https://www.lba.ca/fr/investir-au-canada/>

## Investir au Canada – Analyse des pous et contres

### 1 - Les gouvernements canadiens doivent faire du Canada un meilleur endroit où investir et alors, mais alors seulement, les fonds de pension s'engageront à y investir plus.

*A - Si le Canada offrait de meilleures opportunités, les fonds de pension y investiraient davantage.* Cela doit signifier que les rendements canadiens sont médiocres.

Les rendements du capital-privé, de l'immobilier et des infrastructures sont difficile à obtenir et le voile de valorisation les rends souvent suspects. Mais les rendements des marchés publics sont disponibles. Ils sont très favorables au Canada.

Au cours des 5, 10, 15, 20, 25 et 30 dernières années, le marché boursier canadien a fait mieux en moyenne que ceux des marchés émergents et développés, à l'exception des États-Unis. Toutefois, si l'on exclut le Magnificent 7, les rendements canadiens se classent bien parmi ceux offerts par le reste du S&P 500.

<b>Rendements au 31 décembre 2023</b>	5 ans (%)	10 ans (%)	15 ans (%)	20 ans (%)	25 ans (%)	30 ans (%)
Actions canadiennes (TSX)	11,3	7,6	9,0	7,7	7,7	8,2
Actions américaines (S&P 500)	14,9	14,5	14,5	9,8	6,9	10,1
Actions américaines ex Magnificent 7	10,4	11,2	12,1	8,0	5,5	8,8
Europe, Australasie, et Moyen Orient (MSCI EAFE)	7,4	6,5	7,5	5,7	3,8	5,3
Marchés émergents (MSCI EM)	3,0	4,9	7,1	6,9	6,9	4,4
<b>Différences au 31 décembre 2023</b>	5 ans	10 ans	15 ans	20 ans	25 ans	30 ans
Canada vs États-Unis	-3,6	-6,9	-5,5	-2,1	0,8	-1,9
Canada vs États-Unis ex Magnificent 7	0,9	-3,6	-3,1	-0,3	2,2	-0,6
Canada vs EAFE	3,9	1,1	1,5	2,0	3,9	2,9
Canada vs EM	8,3	2,7	1,9	0,8	0,8	3,8

Selon une étude récente de l'UBS, le Canada a le deuxième meilleur ratio risque-rendement de toutes les bourses mondiales depuis 100 ans, devant les États-Unis et les autres pays développés, à l'exception de l'Australie. Ces chiffres peuvent surprendre, voire choquer, mais le Canada a été un excellent pays où investir.

*B - Les gouvernements devraient vendre leurs aéroports et autoroutes pour attirer l'épargne canadienne.* Le Canada pourrait enfin être attrayant si seulement les investisseurs pouvaient y acheter des monopoles gouvernementaux établis. Ce serait sûrement attrayant pour n'importe qui.

*C - Le Canada doit créer des opportunités pour attirer les investisseurs.* Certes, mais cela reflète une vision très passive du rôle de l'investisseur, avec peu ou pas de pouvoir. Peut-on entrevoir un investisseur qui identifie et crée ces opportunités. L'investisseur actif favorise un environnement dynamique, nourrit ses investissements et lance des entreprises.

*D - Le Canada a connu un déclin important du dynamisme de ses marchés financiers.* Est-il devenu si petit et inintéressant qu'il pourrait tout aussi bien se consolider complètement avec les marchés financiers des États-Unis – éliminer le TSX, éliminer tous les courtiers en valeurs mobilières, éliminer les autorités de réglementation des valeurs mobilières, éliminer les actions publiques canadiennes ? L'investisseur actif voudrait développer les marchés financiers canadiens.

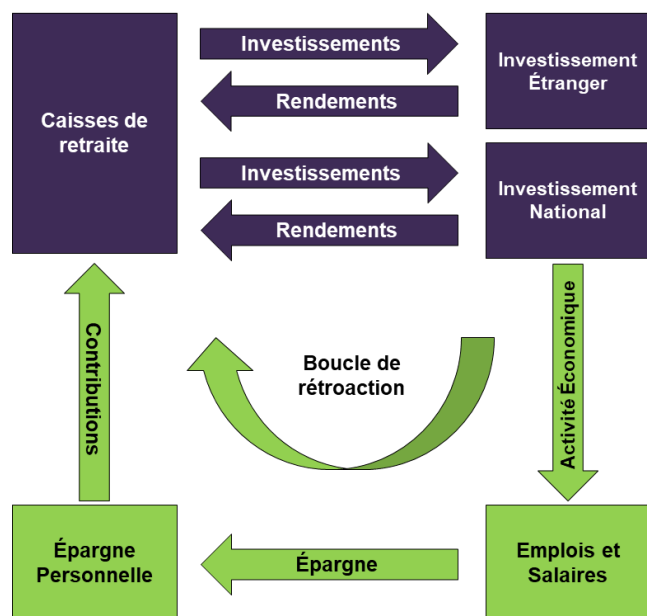
*E – Les défis d'affaire existent partout.* Le Canada est le plus grand pays démocratique de la planète, il regorge de ressources, dispose d'une main-d'œuvre bien instruite et d'un système juridique développé. Offrez cela à quiconque et on ne devrait pas rester vide d'initiatives. Le développement de l'économie canadienne en fera un meilleur pays pour tous, même pour les investisseurs.

## Investir au Canada – Analyse des pous et contres

### 2 – La responsabilité fiduciaire des gestionnaires doit s’axer sur les rendements et les risques.

Convenu.

A - Mais l’impact que les fonds de pension ont sur l’économie canadienne ne se limite pas aux rendements. Il existe une boucle de rétroaction qui alimente l’économie et les cotisations de retraite qu’on ne peut ignorer. Sans investissement domestique les revenus personnels souffriraient et les contributions se tariraient rapidement. Le déclin relatif du PIB par habitant, des revenus et de la productivité au Canada sont tous cohérents avec une carence d’investissement et une renonciation de la prise en charge de notre avenir.



B - L’impact de investissement intérieur est énorme. Une étude récente du Centre canadien d’analyse économique (CANCEA) indique qu’OMERS et ses membres contribuent annuellement à hauteur de 13,7 milliards de dollars au PIB de l’Ontario en 2023. Environ 9,7 \$ étaient dus aux paiements de pension et aux dépenses d’exploitation, dont aucun ne dépend d’où OMERS investit. Ce qui laisse un bénéfice de 4,0 milliards de dollars provenant des investissements. OMERS détient environ 20 milliards de dollars d’actions canadiennes, privées et publiques, d’immobilier et d’infrastructures. Ainsi, 1 \$ de PIB supplémentaire pour chaque 5 \$ investi au niveau national.

C – Les retombées de la CDPQ au Québec sont similaires. Les champions mondiaux qu’elle a contribué à créer et à faire grandir ont bénéficiés la Caisse, le Québec, et le Canada. Une bonne analyse démontre que les rendements de la Caisse n’en ont pas souffert et sont comparables à ceux du RPC.

D - En supposant néanmoins un impact négatif de 2 % sur les rendements, le résultat serait une baisse des rendements de 0,10 \$ pour chaque 5 \$ investi. De toute évidence, la hausse de 1 \$ du PIB pour chaque 5 \$ investi éclipsé la perte de rendement de 0,10 \$. Il est important de conserver le rendement de 0,10 \$, mais il est tout aussi important, sinon plus, de ne pas renoncer à la contribution décuplée, soit 1 \$, au PIB de l’investissement intérieur.

E - On ne peut ignorer la boucle de rétroaction et son impact sur les revenus et l’épargne des retraités par inattention. Renoncer aux avantages de l’investissement intérieur doit être une décision consciente.

F – Agir dans le meilleur intérêt des participants à un régime doit être la seule responsabilité de ses fiduciaires. Les gestionnaires de fonds ne peuvent pas facilement évaluer les avantages découlant des investissements sur leurs membres. Il n’y a rien qui entre dans leurs calculs. Mais cela ne veut pas dire que l’impact des investissements nationaux n’est pas ressenti par leurs membres.

G - Seul le gouvernement peut modifier l’équation pour refléter les énormes avantages auxquels nous renonçons. Les rendements ne doivent pas nécessairement en souffrir.

H – Priver le Canada de son épargne pourrait aller à l’encontre des meilleurs intérêts généraux des participants aux régimes de retraite en renonçant aux avantages sur leurs revenus qu’auraient les investissements nationaux.

## Investir au Canada – Analyse des pour et contres

### 3 – Le gouvernement n’a aucun rôle à jouer en matière de fonds de pension.

A – Les fonds de pension sont des créations gouvernementales. Sans une législation et une réglementation habilitante, les fonds de pension n’existeraient pas.

B – Les régimes de retraite bénéficient d’allègements fiscaux importants. Les gouvernements souhaitent, à juste titre, que les avantages fiscaux profitent à des initiatives qui bénéficient à tous les Canadiens.

C – Les fonds de pension constituent le plus grand réservoir d’épargne institutionnelle du pays. En raison de leur taille et de la nature de leurs actifs, les fonds de pension peuvent présenter des risques systémiques qui doivent être surveillés et contrôlés. Les fonds de pension sont aussi grands que les banques et 50 % plus grands que les compagnies d'assurance.

D – Les 8 plus grands régimes du pays, représentant 70 % de l’épargne-retraite, sont tous des régimes parrainés par le gouvernement et plusieurs sont gérés par des sociétés d'État.

E – La politique macroéconomique relève du domaine du gouvernement. Les avoirs de retraite constituent une épargne stable et à long terme, idéale pour les investissements en capital qui alimentent la croissance. Ces fonds sont en grande partie présentement détournés du Canada.

F – Les gouvernements réglementent les institutions financières depuis des décennies. Les banques, les compagnies d'assurance et les marchés financiers sont tous réglementés par les gouvernements depuis des décennies sans ingérence injustifiée ni plainte. Le rôle important du gouvernement dans la gestion des risques systémiques et de la politique économique est bien compris et accepté.

## Investir au Canada – Analyse des pous et contres

### **4 – Le Canada représente environ 2,5 % de l'économie mondiale et des marchés publics. Ergo, une allocation de 3 à 4 % au Canada est à peu près conforme au MSCI.**

A – L'indexation est mécanique. C'est facile, ne nécessite aucun effort et ne prête aucune attention aux fondamentaux de l'économie. Il n'y a aucune analyse des avantages naturels, aucune compréhension des industries et de leurs perspectives, aucune recherche d'entreprises innovantes ou proposant des produits et services uniques, des compétences particulières ou des coûts inférieurs.

B – L'indexation n'est pas la recherche des meilleurs rendements ou de l'excellence. La logique de l'indexation est totalement contraire aux affirmations de recherche des meilleurs investissements. Elle recherche le rendement moyen offert par le marché. Ni plus ni moins.

C – Est-ce le style de gestion que les managers professionnels devraient adopter ? Les gens d'affaires n'indexent pas. La stratégie d'investissement des entreprises repose sur la compréhension des éléments fondamentaux mentionnés en A ci-dessus.

D – Doit-il y avoir une relation entre ce que le Canada représente en pourcentage du PIB mondial et l'allocation que les régimes de retraite canadiens y attribuent? Pourquoi cette référence aux marchés mondiaux est-elle pertinente.

E – Comment l'indexation compte en double l'effet de taille est plus difficile à expliquer. Commençons avec un exemple.

F – Un exemple : Un pays représentant 50 % des marchés mondiaux alloue 50 % de ses 50 % d'épargne mondiale à son économie nationale, soit 25 % de l'épargne mondiale. Un pays beaucoup plus petit représentant 2,5 % des marchés mondiaux consacrerait 2,5 % de sa part de 2,5 % de l'épargne mondiale, soit 0,063 % de l'épargne mondiale, à son économie.

G – Bien qu'il ne soit que 20 fois plus grand que le petit pays, le plus grand investit 400 fois plus dans son propre développement (25 % / 0,063 % = 400). La logique d'indexation élève à tort au carré l'effet de la taille sur le niveau d'autofinancement, une forme de double comptage.

H – Si les États-Unis consacrent 70 % de leur épargne aux investissements nationaux, alors le Canada devrait également conserver 70 % de sa plus petite épargne pour investir dans sa plus petite économie.

I – Doit-on investir plus en Chine parce que son économie est plus grande?

J – Le jour où les fonds de pension canadiens auront la responsabilité d'investir toute l'épargne mondiale, dont 2,5 % seraient canadiennes, alors allouer 2,5 % au Canada aurait du sens. Mais d'ici là, cela peut paraître bon en apparence, mais ce n'est pas le cas, ni d'un point de vue économique ni mathématique. Une analogie serait une entreprise qui décidait de réinvestir seulement 2.5 % de ses flux de trésorerie dans ses propres opérations du fait qu'elle ne représente que 2.5 % de son industrie. Cela n'aurait de sens que si l'entreprise faisait partie d'un comité chargé de répartir l'ensemble des flux de trésorerie de l'industrie, auquel cas s'attribuer 2.5 % serait correct. Mais évidemment, l'entreprise ne fait pas partie d'un tel comité, elle se contente d'allouer ses propres flux de trésorerie. Les fonds de pension canadiens n'attribuent que le pool d'épargne canadien.

K – Une dissymétrie difficile à justifier se produit lorsque les petits pays n'affectent qu'une petite partie de leur épargne à leur propre développement alors que les grands pays y consacrent une grande partie. Pourquoi cette différence d'envergure et de dépendance? Cela ne ferait qu'élargir l'écart de PIB entre les pays.

L – Si investir seulement 2,5 % de son épargne nationale était la bonne réponse pour le Canada, alors cela signifierait que le pays deviendrait 97,5 % dépendant des investissements étrangers pour son développement et serait détenu à 97,5 % par des étrangers. Est-ce que c'est ce qu'on veut ?

## Investir au Canada – Analyse des pous et contres

### 5 – Le double mandat de la Caisse a fait souffrir ses rendements.

A – Le rendement sur 10 ans de la CDPQ au 31 décembre 2023 était de 7,4 % et celui du RPC était de 9,3 %. Sur une base composée, la différence est de 1,8 % en faveur du RPC.

B – La Caisse avait en moyenne une pondération en titres à revenu fixe plus élevée parce que les régimes qu'elle gère sont généralement plus matures et nécessitent une pondération en titres à revenu fixe plus élevée. Sur 10 ans, les rendements des marchés actions ont été en moyenne supérieurs de 6,9 % à ceux des marchés obligataires. Le RPC avait une pondération en titres à revenu fixe inférieure de 11 % à celle de la CDPQ. L'effet combiné de la pondération des titres à revenu fixe et du rendement explique environ 0,8 % de la différence de rendement.

C – Le RPC avait beaucoup plus investi en devises étrangères que la CDPQ, qui s'appariait davantage à son passif libellé en dollars canadiens. Au cours de la période, le dollar canadien est passé de 1,0636 \$ par rapport au dollar américain à 1,3186 \$, soit une baisse de 24 %, ou 2,2 % par année. La différence d'exposition aux devises entre les deux fonds était en moyenne d'environ 36 %. L'effet combiné de la pondération des devises et du rendement explique une autre différence de rendement d'environ 0,8 %. Pour reproduire cet impact au cours des 10 prochaines années, il faudrait que le dollar canadien chute à 1,74 \$ canadien pour 1 \$ US, ou 0,57 \$ US pour 1 \$ canadien.

D – L'effet combiné des titres à revenu fixe et du change explique environ 1,6 % du 1,8 % d'écart de rendement entre le RPC et la CDPQ.

E – Le double mandat de la Caisse n'a pas nui à ses rendements. Pas besoin d'invoquer le double mandat pour expliquer les différences de rendement entre la CDPQ et les autres membres du Maple 8.

## Investir au Canada – Analyse des pour et contres

### 6 – Le marché canadien est trop petit pour absorber l'épargne canadienne.

A – Les marchés boursiers publics représentent 39 % de l'épargne des ménages au Canada alors qu'ils représentent 37 % aux États-Unis. Le marché canadien est comparable au marché américain, en tenant compte de la taille de l'économie.

B – La valeur marchande totale des actions publiques représente 123 % du PIB au Canada, moins que les 164 % aux États-Unis mais comparable aux 127 % au Japon et supérieur aux 91 % au Royaume-Uni.

C – Le titre ayant la plus grande capitalisation boursière au Canada représente 6 % du PIB alors qu'il est de 12 % aux États-Unis. Les 100 plus grandes entreprises totalisent 104 % du PIB au Canada et 113 % aux États-Unis.

D – L'investissement en capital non résidentiel au Canada en 2021 était d'environ 10 % du PIB alors qu'il était de 13 % aux États-Unis, soit 30 % de plus. Si l'on tient compte du PIB par habitant plus faible au Canada, les États-Unis ont investi 75 % de plus par habitant que le Canada. Cela signifie qu'il y a amplement de place et de besoin pour des investissements supplémentaires au Canada. Si les États-Unis peuvent le faire, nous aussi.

E – Le plus gros fonds au Canada représente 20 % du PIB et seulement 3 % du PIB aux États-Unis. Les 10 principaux fonds représentent 79 % du PIB au Canada et seulement 12 % du PIB américain. La concentration de l'épargne est 6 à 7 fois plus importante au Canada qu'aux États-Unis.

F – Si tous les actifs étaient investis en actions publiques, la détention moyenne du plus grand fonds aux États-Unis serait de  $3\% / 164\% = 2\%$  de chaque entreprise tandis qu'au Canada, elle serait de  $20\% / 123\% = 16\%$ , soit 8 fois plus grande. En regroupant les 10 principaux fonds, leurs participations combinées représenteraient  $79\% / 123\% = 64\%$  de l'entreprise moyenne, contre  $12\% / 164\% = 7\%$  aux États-Unis.

G – Or tous les actifs ne sont pas investis dans les actions publiques et ce ne serait pas le cas sous aucun scénario raisonnable. Les alternatives : les investissements en capital-investissement, dans l'immobilier et dans les infrastructures comptent déjà pour 47% des actifs. Si on y ajoute les 21% investis dans le crédit privé et le revenu fixe, cela laisse 22% pour les actions publiques. Les moyennes de l'article F ci-dessus peuvent donc être réduits de cinq fois. Il est également toujours possible de créer davantage d'entreprises de classe mondiale.

H – La question de la liquidité concerne davantage la concentration des pools d'épargne que celle des opportunités d'investissement.

I – Les Maple 8 représentaient 76 % des actifs de retraite à la fin de 2022, en hausse par rapport à 27 % à la fin de 2000. Ils représentaient également 20 % de l'épargne totale des ménages canadiens en 2022, en hausse par rapport à 6,9 % en 2000. En tant que groupe, leur part des actifs de retraite et de l'épargne des ménages continue de croître.

J – Les gains marginaux découlant de la concentration des réserves d'épargne ne doivent pas empêcher les bénéfices importants provenant d'un accroissement de l'investissement intérieur.

K – Le Maple 8 investit six fois plus dans les infrastructures étrangères qu'au Canada. Une étude réalisée en 2020 par Deloitte intitulée « Une vision pour un Canada prospère en 2030 » estime que le Canada aura besoin de 200 à 400 milliards de dollars par an d'investissements pour répondre aux besoins en infrastructures et en immobilier au cours des 50 prochaines années. Le rapport ACT du gouvernement fédéral indique que le Canada aurait besoin de 88 milliards de dollars par an en infrastructure de chaîne d'approvisionnement pour maintenir la compétitivité des 62 % de son PIB qui dépendent du commerce extérieur.

L – Si vous voulez conquérir, vous devez investir dans votre propre base. Les chefs de file mondiaux investissent en eux-mêmes. Le Canada ne manque pas de capacité à absorber les investissements.

## Investir au Canada – Analyse des pour et contres

### 7 – Points soulevés dans la lettre ouverte.

A – Les fonds de pension investissent beaucoup plus à l'étranger qu'au Canada. Ils investissent 13 fois plus dans le

Classe d'actif	%	Can	Non-Can	Non-Can to Can
Revenu Fixe	21%	13%	9%	1 x
Crédit	10%	2%	9%	5 x
<b>Sous-total de la dette</b>	<b>32%</b>	<b>15%</b>	<b>17%</b>	<b>1 x</b>
Actions privées	21%	1%	19%	13 x
Actions publiques	22%	3%	19%	8 x
Infrastructure	13%	2%	11%	6 x
Immobilier	13%	4%	9%	2 x
<b>Sous-total capitaux propres</b>	<b>68%</b>	<b>10%</b>	<b>58%</b>	<b>6 x</b>
<b>Grand Total</b>	<b>100%</b>	<b>25%</b>	<b>75%</b>	<b>3 x</b>

capital-investissement étranger, 8 fois plus dans les actions publiques étrangères, 6 fois plus dans les infrastructures étrangères et 2 fois plus dans l'immobilier étranger qu'au Canada. Le problème ne se limite pas aux actions publiques.

B – Les fonds de pension représentent 37 % de l'épargne institutionnelle au Canada ; une part aussi importante que les banques, 50 % plus grande que les compagnies d'assurance.

C – Le Maple 8 avait davantage investi en Chine (environ 88 milliards de dollars) que dans les actions publiques et privées canadiennes (environ 81 milliards de dollars).

D – Pour chaque dollar que les Canadiens investissent dans les startups, les États-Unis investissent 40 \$.

E – L'investissement non résidentiel par travailleur au Canada représente moins de la moitié de celui des États-Unis.

F – Les fonds de pension ne devraient pas craindre, mais plutôt relever avec enthousiasme le défi d'investir au Canada. L'impact positif de ces investissements sur les revenus et le développement de leurs membres ne doit pas être ignoré.

G – Nous devons créer davantage de champions mondiaux au Canada.

H – Les gouvernements ne devraient pas dire aux fonds de pension où investir, mais l'impact des investissements nationaux sur l'économie doit être pris en compte dans les règles qui les régissent.