

Les grandes caisses de retraite publiques canadiennes sous l'angle du système financier

Guillaume Bédard-Pagé, Annick Demers, Eric Tuer et Miville Tremblay

- Les huit principales caisses de retraite publiques canadiennes (le Groupe des huit), qui gèrent un actif net de plus d'un billion de dollars, sont des investisseurs majeurs tant à l'échelle mondiale qu'au pays.
- Étant donné leur taille, leur horizon de placement à long terme, la diversité de leurs stratégies de placement et la stabilité des cotisations de leurs participants, ces caisses sont possiblement mieux à même que les autres participants aux marchés financiers d'investir de manière contracyclique et de jouer ainsi un rôle stabilisateur dans le système financier du Canada.
- Le levier total figurant au bilan des huit grandes caisses de retraite est peu élevé. Toutefois, la tendance de ces caisses à acquérir des actifs moins liquides, conjuguée au fait qu'elles recourent plus volontiers au levier financier à court terme en se tournant vers les marchés des pensions et des dérivés, risque, si elle n'est pas gérée adéquatement, d'engendrer une vulnérabilité qui pourrait être mise à l'épreuve en période de tensions sur les marchés financiers.
- Les huit plus importantes caisses atténuent cette vulnérabilité en prenant un éventail de mesures, notamment la réalisation de simulations de crises de liquidité. Par ailleurs, les grandes caisses publiques les plus actives sur le marché canadien des pensions travaillent avec la Banque du Canada et les banques canadiennes en vue de l'obtention d'un statut de membre compensateur à responsabilité limitée de la contrepartie centrale pour les opérations de pension exploitée par la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés. Cette adhésion aura pour effet de réduire les expositions au risque de contrepartie entre les caisses participantes et le secteur bancaire, et de renforcer la résilience de l'ensemble du marché des pensions.

Introduction

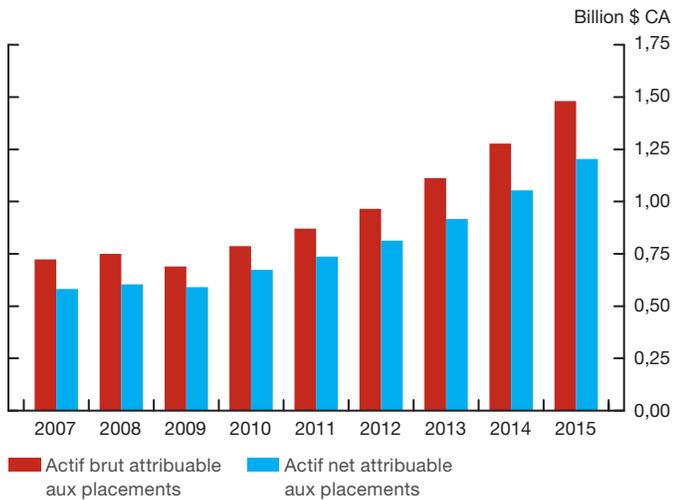
Sources importantes de revenu de retraite pour les Canadiens, les caisses de retraite injectent des capitaux patients dans l'économie mondiale. Le secteur des caisses de retraite représente quelque 15 % du total des actifs du système financier canadien, ou 1,5 billion de dollars¹. Environ les deux tiers de l'actif des régimes de pension sont gérés par les huit principales caisses de retraite publiques du Canada : l'Office d'investissement du régime de pensions du Canada (OIRPC), la Caisse de dépôt et placement du Québec (CDPQ), le Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario (RREO), la British Columbia Investment Management Corporation (bcIMC), l'Office d'investissement des régimes de pensions du secteur public (Investissements PSP), l'Alberta Investment Management Corporation (AIMCo), le Régime de retraite des employés municipaux de l'Ontario (OMERS) et le Healthcare of Ontario Pension Plan (HOOPP). Ces organismes, dont l'actif net attribuable aux placements atteint de 64 à 265 milliards de dollars, comptent parmi les plus grandes caisses de retraite au monde. Les huit figurent sur la liste des 100 principales caisses de retraite, et trois d'entre elles se classent parmi les 20 plus importantes².

Les membres du Groupe des huit gèrent les fonds de divers régimes de retraite à prestations déterminées : le Régime de pensions du Canada, le Régime des rentes du Québec ainsi que les régimes des employés de la fonction publique du gouvernement fédéral et de quatre gouvernements provinciaux. La valeur brute de l'actif dont ils ont la gestion, qui s'établit à 1,5 billion de dollars

¹ Selon Statistique Canada, 1,5 billion de dollars sont investis dans des régimes de retraite en fiducie d'employeur ou d'État.

² Boston Consulting Group (2016), *The Top 10: Investing for Canada on the World Stage*, février.

Graphique 1 : Placements gérés par les huit grandes caisses de retraite



Nota : L'exercice prend fin le 31 mars dans le cas de l'AIMCo, de la bcIMC, de l'OIRPC et d'Investissements PSP, et le 31 décembre dans le cas de la CDPQ, du HOOPP, de l'OMERS et du RREO.

Sources : rapports annuels les plus récents des caisses

Dernières observations : 31 mars et 31 décembre 2015

(Graphique 1)³, donne une mesure plus large de l'actif que contrôlent les caisses du Groupe. Afin de mettre ces chiffres en perspective, mentionnons que cette valeur est du même ordre que l'actif total des quatre principales sociétés d'assurance et représente environ le quart de l'actif total des six grandes banques.

Le levier financier inscrit au bilan, soit le rapport de l'actif brut à l'actif net, varie considérablement d'une caisse à l'autre, mais s'avère modeste à 1,3 contre 1 à l'échelle du Groupe (Tableau 1). Toutefois, comme le levier financier peut revêtir de nombreuses formes autres que ce qui paraît au bilan, il est impossible d'évaluer précisément le levier total à partir de sources publiques.

Du point de vue du système financier, les huit grandes caisses présentent un intérêt en raison non seulement de leur taille, de la composition de leur portefeuille d'actifs et de leurs stratégies de placement, mais aussi des liens qui les unissent à d'autres institutions financières. De fait, les opérations de financement et les transactions sur dérivés que ces caisses effectuent les lient aux grandes banques canadiennes par leurs expositions au risque de contrepartie.

³ L'actif net est une mesure des ressources actuelles servant à garantir le versement des prestations de retraite promises par le promoteur de régime ou détenues par d'autres fonds publics, tandis que l'actif brut est une mesure de l'actif contrôlé par la caisse de retraite et du levier financier inscrit au bilan. Par exemple, à une acquisition immobilière d'une valeur de un milliard de dollars financée à moitié par l'émission d'obligations correspondra un actif net de 500 millions de dollars et un actif brut de un milliard de dollars.

Tableau 1 : Actif attribuable aux placements géré par les huit grandes caisses de retraite

En milliards de dollars

Caisse	Actif brut attribuable aux placements	Actif net attribuable aux placements ^a
OIRPC	319	265
CDPQ	291	248
RREO	263	168
HOOPP	147	64
OMERS	129	80
bcIMC	127	124
Investissements PSP	125	112
AIMCo	100	90
Total	1 501	1 151

a. L'actif net attribuable aux placements comprend l'actif attribuable aux placements hors régime de retraite.

Nota : L'exercice prend fin le 31 mars dans le cas de l'AIMCo, de la bcIMC, de l'OIRPC et d'Investissements PSP, et le 31 décembre dans le cas de la CDPQ, du HOOPP, de l'OMERS et de du RREO.

Sources : rapports annuels les plus récents des caisses

Dernières observations : 31 mars et 31 décembre 2015

Le présent article décrit les principales caractéristiques des caisses de retraite du Groupe des huit. Il examine comment ces caisses sont en mesure de renforcer la stabilité du système financier et quelles sont les vulnérabilités potentielles associées à certaines de leurs activités, notamment pendant des périodes marquées par de vives tensions. Avant de conclure, il donne un aperçu de leurs pratiques de gestion des risques⁴.

Gouvernance des caisses de retraite

Les membres du Groupe des huit gèrent les fonds de divers régimes de retraite à prestations déterminées du secteur public⁵. Bien que ces concepts soient souvent employés de façon interchangeable, un régime de retraite renvoie aux prestations de retraite qu'un employeur promet aux participants au régime (les employés), alors qu'une caisse de retraite s'entend à la fois du portefeuille d'actifs servant à garantir le versement des prestations de retraite promises et de l'organisme qui gère ce portefeuille. Cinq des huit grandes caisses de retraite canadiennes sont distinctes des ministères et organismes qui agissent comme promoteurs des régimes de retraite⁶.

⁴ L'article n'examine pas le modèle des régimes de retraite, leur solvabilité ni leur caractère adéquat pour répondre aux besoins des futurs retraités canadiens.

⁵ Ce type de régime s'oppose au régime de retraite à cotisations déterminées, dans lequel les retraités touchent un montant forfaitaire égal aux cotisations qu'ils ont versées au fil du temps, majorées des rendements accumulés. Au Canada, les régimes à cotisations déterminées se trouvent surtout dans le secteur privé et leur taille est bien inférieure à celle des régimes gérés par les caisses du Groupe des huit.

⁶ Les trois caisses qui font exception sont le RREO, l'OMERS et le HOOPP.

Encadré 1

Caractéristiques du modèle canadien d'investissement des régimes de retraite du secteur public

Par rapport aux caisses de retraite plus petites et plus traditionnelles, les huit grandes caisses :

- recourent plus largement à la gestion interne grâce aux économies d'échelle qu'elles réalisent¹;
- comptent davantage sur des stratégies de placement visant à bénéficier des primes de liquidité offertes par les actifs non traditionnels moins liquides;
- investissent dans une plus vaste gamme de catégories d'actifs et de régions, suivant des styles de placement plus variés;
- font appel plus volontiers au levier financier et aux produits dérivés afin d'améliorer les rendements et d'atténuer les risques;
- disposent de plus grandes capacités internes de gestion des risques;
- proposent une rémunération plus concurrentielle vis-à-vis du secteur privé pour attirer et retenir des spécialistes de talent.

1 Le recours à des gestionnaires externes, dans certains marchés de niche ou à titre de coinvestisseurs, peut toutefois offrir un appui bienvenu.

Les caisses du Groupe des huit varient sur le plan du mandat et des passifs. À titre d'exemple, bien qu'elles gèrent toutes les actifs de régimes de retraite, certaines administrent également les fonds de plusieurs entités publiques⁷. Cela dit, le mandat entourant un régime de retraite est toujours leur responsabilité la plus importante. Les régimes sont par ailleurs à différentes étapes de leurs cycles de vie respectifs, et les participants à certains d'entre eux se composent en moyenne de personnes plus âgées⁸. Néanmoins, toutes les caisses visent un rendement annuel réel à long terme proche de 4 %.

Presque toutes ces caisses ont été créées en vertu d'une loi fédérale ou provinciale spécifique qui définit leur mandat respectif et attribue la surveillance de leurs activités à un conseil d'administration. Dans les trois cas où la même organisation est responsable à la fois des actifs et des passifs, les caisses relèvent d'un organisme de réglementation des régimes de retraite qui évalue la solidité des régimes, en fonction de leurs ratios de capitalisation et de solvabilité, et qui assure la protection des droits de leurs participants. Les conseils d'administration des cinq autres caisses rendent compte aux ministres fédéraux ou provinciaux concernés, soit directement, soit par l'entremise de ministères ou d'organismes publics.

Les lois sur les pensions imposent aux gestionnaires des caisses une obligation fiduciaire envers les retraités actuels et futurs. En effet, les décisions de placement

doivent servir les meilleurs intérêts de ces derniers. Ce principe constitue la pierre d'assise du cadre de gouvernance complexe propre à chacune des huit grandes caisses, lequel confère aux conseils d'administration et à leurs comités de placement respectifs la responsabilité fondamentale d'établir et de surveiller l'appétit pour le risque de l'organisme, sa politique de placement et son cadre de gestion des risques. La majorité des membres des conseils d'administration se compose de professionnels du monde des affaires et de spécialistes de la finance expérimentés qui sont généralement nommés par les gouvernements, souvent sur recommandation des comités de gouvernance relevant des conseils d'administration, ou par un comité de nomination indépendant. Une solide gouvernance est essentielle à la prospérité de grandes institutions financières complexes comme celles du Groupe des huit.

L'évolution du modèle d'investissement des caisses de retraite publiques canadiennes

Les huit grandes caisses se distinguent de la plupart des autres caisses de retraite canadiennes et de bon nombre de caisses de retraite étrangères par leur taille, leur mode de fonctionnement et leurs stratégies de placement. Leur approche en matière de gestion d'actifs, qu'on appelle parfois le « modèle canadien » d'investissement des caisses de retraite du secteur public (Encadré 1), a été adoptée dans d'autres pays par des caisses de retraite et des fonds souverains d'envergure. Ce modèle compte plusieurs caractéristiques importantes. Grâce à des économies d'échelle considérables qui réduisent les coûts moyens, les caisses sont en mesure d'appliquer des stratégies de placement complexes gérées à l'interne. En outre, elles

7 Ces autres fonds comprennent des régimes d'assurance et des fonds de dotation des provinces ainsi que divers autres portefeuilles des gouvernements provinciaux.

8 Dans le cas d'un régime en début de cycle, les entrées de fonds sont relativement élevées et les sorties (prestations versées) relativement faibles; dans le cas d'un régime plus mature, les entrées sont faibles et les sorties, élevées.

peuvent engager de vastes équipes de professionnels hautement spécialisés et ainsi investir directement dans une gamme élargie d'actifs et de marchés de niche. Les huit grandes caisses sont de plus en plus présentes sur la scène mondiale, où elles investissent dans des actifs non traditionnels moins liquides, notamment l'immobilier, les infrastructures et les placements privés dans des actions non cotées. Bien qu'elles aient des caractéristiques en commun, leurs approches de placement diffèrent, étant donné qu'elles ont une philosophie, un mandat et un profil démographique qui leur sont propres. Par conséquent, elles ne doivent pas être considérées comme un groupe homogène qui réagirait de la même manière à un choc sur le marché.

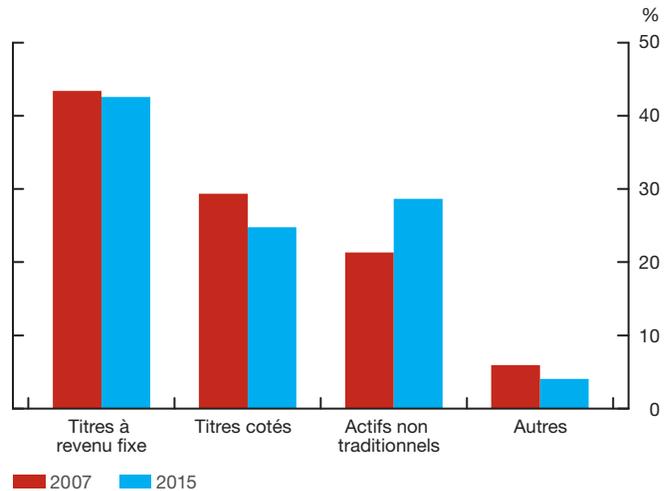
À l'instar de la plupart des autres caisses de retraite canadiennes, les membres du Groupe des huit estiment qu'une gestion active de leurs actifs ajoute de la valeur au fil du temps, mais se différencie des autres caisses du fait qu'elles gèrent ces actifs à l'interne, ce qui réduit nettement leurs coûts. Ils emploient près de 5 500 personnes au total (un nombre deux fois supérieur si l'on tient compte du personnel de leurs filiales immobilières) et gèrent environ 80 % de leurs actifs à l'interne.

Leurs frais de gestion totaux avoisinent 0,3 %, ce qui est inférieur aux frais de quelque 0,4 % d'une caisse de retraite type qui compte entièrement sur des gestionnaires de fonds externes du secteur privé. Cet écart serait toutefois plus marqué si la caisse de retraite type investissait autant que les huit grandes dans des actifs non traditionnels qui requièrent davantage de personnel et qui sont donc plus coûteux à gérer que les actifs traditionnels, en l'occurrence les actions et les obligations^{9, 10}.

La persistance des taux d'intérêt bas et la quête de rendements qui l'accompagne ont amené les investisseurs à se tourner davantage vers les actifs non traditionnels moins liquides. Vu la nature à long terme de leur passif et leur taille, les huit grandes caisses sont en bonne position, sur le plan structurel, pour bénéficier des primes de liquidité offertes par ces actifs. D'une

Graphique 2 : Répartition de l'actif du Groupe des huit

En pourcentage de l'actif brut attribuable aux placements



Nota : Les actifs non traditionnels englobent les titres non cotés et les actifs réels comme les actifs immobiliers et les infrastructures. La catégorie « Autres » comprend les positions principalement détenues dans des stratégies de superposition et des fonds de couverture externes. L'exercice prend fin le 31 mars dans le cas de l'AIMCo, de la bclMC, de l'OIRPC et d'Investissements PSP, et le 31 décembre dans le cas de la CDPQ, du HOOPP, de l'OMERS et du RREO.

Sources : rapports annuels les plus récents des caisses et calculs de la Banque du Canada. Dernières observations : 31 mars et 31 décembre 2015.

part, l'immobilier et les infrastructures génèrent des flux de trésorerie assez prévisibles, offrent une protection contre l'inflation et, dans une certaine mesure, peuvent être considérés comme un substitut partiel des obligations, quoiqu'avec un profil de liquidité sensiblement différent. D'autre part, les placements privés, qui sont généralement perçus comme un complément aux actions cotées, offrent aux gros investisseurs des rendements potentiellement supérieurs.

Entre 2007 et 2015, la part que les membres du Groupe des huit ont attribuée aux actifs non traditionnels moins liquides — immobilier, placements privés et infrastructures — dans leur portefeuille s'est accrue, passant de 21 à 29 % (Graphique 2). Ce changement d'orientation s'est opéré par une réduction graduelle des parts consacrées aux actions cotées et aux titres à revenu fixe, ce qui porte à croire que les caisses ont effectué cette transition principalement en canalisant les nouvelles cotisations vers les actifs non traditionnels plutôt qu'en vendant des actifs. Les données agrégées, cependant, cachent la forte hétérogénéité du Groupe quant au pourcentage des actifs réels détenus par chaque caisse — la proportion allant d'environ 10 % à quelque 40 % — et au rythme auquel la transition s'est opérée depuis 2007¹¹.

⁹ Les caisses de retraite investissent dans des actifs non traditionnels plus coûteux parce que leur rendement escompté est plus élevé que celui des actifs traditionnels. Ces actifs non traditionnels cadrent généralement avec l'horizon de placement axé sur le long terme des caisses et accroissent les avantages de la diversification.

¹⁰ Les placements non traditionnels (y compris les fonds de couverture) représentent environ 10 %, en moyenne, du portefeuille des plus petites caisses de retraite canadiennes, une proportion près de deux fois supérieure à ce qu'elle était avant la crise financière de 2007-2009; cela dit, ces placements prennent en grande partie la forme d'actifs immobiliers. Dans le cas des caisses de retraite d'une valeur de plus de un milliard de dollars (exception faite de celles du Groupe des huit), plus la caisse est importante, plus la part du portefeuille qu'elle attribue aux actifs non traditionnels tend à être considérable. Le plus souvent, ces caisses arrêtent leur choix sur des actifs immobiliers canadiens, mais elles manifestent un intérêt croissant pour les placements privés et les infrastructures.

¹¹ Certaines caisses attribuaient déjà une part appréciable de leur portefeuille aux actifs non traditionnels avant 2007.

Grâce à leur taille et à leur capacité d'effectuer des transactions d'envergure, les huit grandes caisses de retraite se classent parmi les investisseurs les plus actifs au monde dans le secteur des actifs réels¹². Elles réalisent une part notable de leurs investissements à l'étranger pour tirer un meilleur parti de la diversification, le Canada offrant un choix relativement limité de possibilités d'investissements de grande ampleur à prix attractifs. Les actifs étrangers des membres du Groupe des huit, qui englobaient déjà des placements considérables dans des actions internationales cotées, ont augmenté pour atteindre en 2015 de 35 à 81,5 % de leurs portefeuilles¹³. Une seule caisse fait exception, affichant une exposition négative une fois pris en compte le solde net de ses positions sur dérivés.

Règle générale, les huit grandes caisses de retraite accordent des mandats relativement modestes à des fonds de couverture externes, nombre d'entre elles menant déjà à l'interne des stratégies s'apparentant à celles de ce type de fonds. Ces stratégies de superposition reposent sur l'utilisation de produits dérivés et du levier financier dans le but d'ajouter de la valeur au portefeuille sous-jacent. Les dérivés sont également employés pour couvrir les risques de certains placements ou passifs, ou encore pour rajuster efficacement les expositions économiques sous-jacentes à l'échelle des catégories d'actifs ou des régions. Dans l'ensemble, les transactions sur dérivés des membres du Groupe des huit sont en hausse depuis la crise financière mondiale de 2007-2009, tant au regard de l'encours notionnel total que, dans la plupart des cas, en pourcentage de l'actif net. Bien qu'il soit important de tenir compte de la valeur notionnelle des transactions sur dérivés lorsqu'on évalue le levier financier, cette valeur ne fournit pas un portrait complet des risques auxquels s'exposent ces caisses, les produits dérivés pouvant aussi être utilisés à des fins de couverture ou comme outils d'atténuation des risques pour restreindre les expositions économiques. Par conséquent, de plus

amples renseignements sur l'ampleur et la nature des expositions des caisses de retraite apporteraient un éclairage additionnel^{14, 15}.

Les trois organisations qui gèrent le passif et l'actif d'un régime de retraite ont adopté un cadre de placement qui permet de réduire au minimum la volatilité des cotisations et la situation de capitalisation (c'est-à-dire la différence entre la valeur de l'actif et celle du passif). Lorsque l'actif est suffisant pour couvrir les prestations dues, les taux de cotisation des participants et des employeurs peuvent demeurer stables. Dans le cadre de ces stratégies de placement guidées par le passif, la sensibilité de l'actif et du passif des caisses de retraite aux taux d'intérêt doit être étroitement appariée. Par rapport à la plupart des autres caisses de retraite, ces trois caisses allouent une part plus élevée ou croissante de leurs placements aux titres à revenu fixe, et ces placements sont financés en partie par effet de levier sur le marché des pensions¹⁶.

Au cours des dix dernières années, les huit grandes caisses de retraite ont réalisé un rendement moyen avoisinant 8 %, atteignant ou dépassant ainsi leur rendement nominal cible, fixé à environ 6 % (ou 4 % après prise en compte de l'inflation). Elles ont réalisé cet objectif malgré les lourdes pertes qu'elles ont enregistrées durant la crise financière. Au cours de cette même période de dix ans, leur gestion active a permis d'ajouter de 30 à 210 points de base au rendement passif de leurs portefeuilles de référence^{17, 18}.

¹² Lorsque les huit grandes caisses de retraite investissent dans des actifs réels, elles forment souvent des partenariats entre elles ou avec d'autres investisseurs institutionnels. Elles recherchent habituellement des partenaires locaux dans les pays étrangers où elles investissent ou encore des partenaires qui possèdent une expertise sectorielle précise liée aux actifs réels visés.

¹³ Le Canada ne compte que pour 2 à 3 % des possibilités d'investissements à l'échelle mondiale. Par conséquent, une part plus élevée de placements canadiens en portefeuille constitue une préférence nationale. Jusqu'à 2005, les caisses de retraite étaient assujetties à la règle sur les biens étrangers de la *Loi de l'impôt sur le revenu*, qui limitait à 30 % les placements réalisés à l'extérieur du Canada. Initialement fixée à 10 % en 1971, cette limite a été portée à 30 % au fil des ans, avant d'être finalement abolie.

¹⁴ Bien que le risque de crédit découlant des opérations sur dérivés soit faible à l'heure actuelle en raison de la compensation et de la compensation centralisée, ces instruments sont aussi exposés au risque de marché. De soudaines variations du prix des actifs sous-jacents peuvent par conséquent causer des mouvements rapides de la valeur de marché des produits dérivés et avoir des répercussions non négligeables sur les résultats financiers et les niveaux de liquidité.

¹⁵ Les opérations sur dérivés sont régies par les conventions-cadres de l'International Swaps and Derivatives Association, qui permettent le règlement des opérations sur une base nette. De plus, les ententes bilatérales de soutien au crédit fournissent une protection additionnelle aux contreparties en leur donnant le pouvoir de réaliser les biens donnés en garantie par une autre contrepartie en cas de défaut.

¹⁶ Une baisse des taux d'intérêt entraîne une hausse de la valeur actualisée des passifs. Une part élevée de placements en obligations, dont la valeur augmente lorsque les taux d'intérêt diminuent, fournit par conséquent une bonne couverture contre le risque de taux d'intérêt. On trouvera de plus amples renseignements sur les stratégies de placement à effet de levier guidées par le passif aux pages 37 à 39 de la livraison de décembre 2012 de la *Revue du système financier* de la Banque du Canada (Internet : <http://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2012/12/rsf-1212.pdf>).

¹⁷ Le portefeuille de référence est la répartition stratégique à long terme des actifs. Son rendement est mesuré par les indices pertinents. La répartition des actifs du portefeuille réel diffère de celle du portefeuille de référence en raison de la prise de décisions de gestion active qui, si elles sont fructueuses, apportent une valeur ajoutée.

¹⁸ Même si les compétences entrent en ligne de compte, il est impossible de comparer les écarts de rendement entre les huit grandes caisses de retraite de manière équitable, car leurs objectifs en matière de rendement et de risques varient, en fonction principalement de leurs passifs et de leur situation de capitalisation.

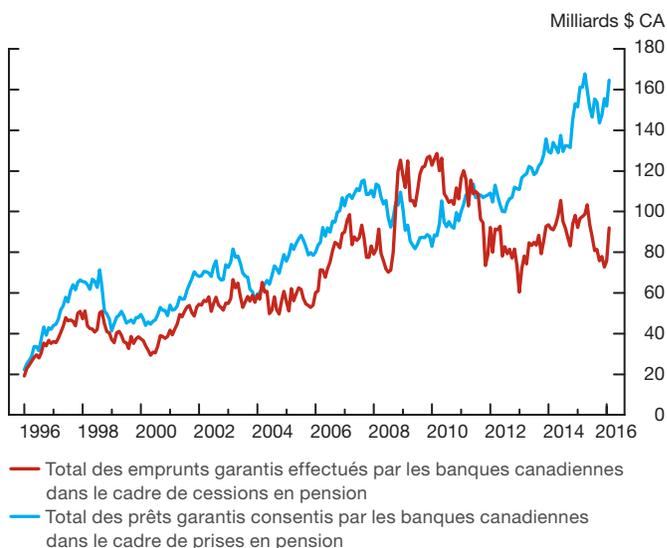
Contributions au système financier et vulnérabilités potentielles

Étant donné leur taille et les caractéristiques structurelles des régimes à prestations déterminées, les huit grandes caisses de retraite sont possiblement mieux à même que les autres participants aux marchés financiers d'investir de manière contracyclique et de jouer ainsi un rôle stabilisateur dans le système financier du Canada¹⁹. En raison de leur horizon de placement axé sur le long terme, les membres du Groupe des huit sont plus susceptibles d'être en mesure de faire face à la volatilité à court terme des marchés. Les politiques de placement et le rééquilibrage régulier du portefeuille des caisses de retraite peuvent contribuer au lissage du prix des actifs. Il est également plus probable que ces caisses soient en mesure d'adopter une stratégie de placement à court terme à contre-courant, en profitant des possibilités d'achat d'actifs dont le prix décline et atteint des niveaux déprimés. De plus, les régimes de retraite à prestations déterminées sont mieux outillés pour assumer le risque de liquidité que les régimes à cotisations déterminées, les fonds communs de placement ou les gestionnaires de fonds privés, car ils ne peuvent pas faire l'objet de retraits de la part de leurs bénéficiaires qui pourraient forcer les caisses à vendre des actifs sur un marché sous tension²⁰. Bien au contraire, elles peuvent continuer d'acquérir des actifs, car les cotisations au régime continuent d'être investies à mesure qu'elles sont versées. Il existe cependant peu de preuves empiriques formelles du comportement réel des régimes de retraite à prestations déterminées durant une crise financière²¹.

Le contexte de bas taux d'intérêt qui règne depuis la crise financière a posé des défis pour les caisses de retraite. Une faiblesse persistante des taux d'intérêt stimule habituellement le prix des actifs et entraîne une baisse du rendement attendu tout en réduisant également les coûts d'emprunt et en renforçant les incitations à recourir au levier financier. En réaction à cette situation, la plupart des huit grandes caisses de retraite ont augmenté la part qu'occupent les actifs non

Graphique 3 : Opérations de pension libellées en dollars canadiens de l'ensemble des banques du pays

Données mensuelles



Nota : Depuis 2011, les banques du Canada ont, dans l'ensemble, été des fournisseurs nets de liquidités (prenant des titres comme garanties) au système financier, ce qui inclut sans doute des opérations avec les membres du Groupe des huit.

Sources : relevés réglementaires soumis par les banques et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : février 2016

traditionnels²² dans leur portefeuille et nombre d'entre elles ont accru leur levier, souvent par un financement à court terme, pour soutenir des stratégies complexes de placement et d'atténuation des risques. Si elles ne sont pas gérées adéquatement, ces tendances risquent d'engendrer une vulnérabilité qui pourrait créer des difficultés dans un contexte de vives tensions financières.

L'emploi du levier financier et de produits dérivés ouvre également un canal par lequel des tensions dans le secteur bancaire pourraient se propager jusqu'à exercer un effet de débordement sur le bilan des caisses de retraite. Les stratégies qui s'appuient sur un levier financier issu du marché des pensions et de marchés similaires sont par conséquent tributaires de la résilience de ces marchés.

Une part considérable du levier financier de certaines des huit plus importantes caisses de retraite provient du marché des pensions. Globalement, les banques canadiennes, contrairement aux institutions de nombreux autres pays, sont des *fournisseurs* nets — et non des *demandeurs* nets — de liquidités sur le marché des pensions (Graphique 3). Les membres du Groupe des huit

19 L. Schembri (2014), *Double coïncidence des besoins : les caisses de retraite et la stabilité financière*, discours prononcé devant l'Association canadienne des gestionnaires de caisses de retraite, Québec (Québec), 15 mai.

20 Dans un régime à cotisations déterminées, les participants ont davantage de latitude pour modifier la répartition de leurs actifs. Par exemple, dans un mouvement de panique, les épargnants pourraient vendre leurs actifs à risque et en placer le produit dans des actifs sûrs.

21 Une étude menée récemment par la Banque d'Angleterre n'aboutit pas à des conclusions claires quant à l'effet stabilisateur potentiel de la répartition des actifs des caisses de retraite du Royaume-Uni. Voir Banque d'Angleterre et Procyclicality Working Group (2014), *Procyclicality and Structural Trends in Investment Allocations by Insurance Companies and Pension Funds: A Discussion Paper by the Bank of England and the Procyclicality Working Group*, document d'analyse, juillet.

22 Il est probable que cette tendance à la hausse des placements non traditionnels ait toutefois comme corollaire une diminution de la liquidité et un accroissement de la complexité. La concurrence féroce qui s'exerce à l'échelle mondiale dans l'immobilier, les infrastructures et les placements privés pourrait mener le Groupe des huit à effectuer des transactions d'ampleur, plus complexes et pouvant présenter davantage de risques.

se financent auprès des banques pour mettre à levier leur portefeuille obligataire et ainsi ajuster sa durée et augmenter son rendement. Les caisses pourraient aussi avoir recours au marché des pensions comme source de liquidités préférable à la vente d'actifs. On estime qu'à la fin de 2015, les huit grandes caisses étaient parties à environ 15 à 35 % de l'encours des opérations de pension inscrites au bilan des institutions financières canadiennes²³.

Si les banques elles-mêmes devaient connaître une période de fortes tensions financières causées par un événement défavorable imprévu, elles pourraient réduire leurs opérations de pension même avec leurs contreparties de premier ordre, comme les caisses de retraite publiques, ce qui pourrait forcer ces contreparties à vendre des actifs pour rembourser les fonds empruntés. Les produits dérivés pourraient déclencher une dynamique similaire si les caisses étaient confrontées à des appels de marge imprévus qui les obligeraient à vendre des actifs pour obtenir des liquidités. Les effets défavorables sur le prix des actifs pourraient ensuite entraîner une propagation des pertes à d'autres institutions financières, ce qui aurait des répercussions potentielles considérables sur le reste du système financier²⁴.

Cette dynamique met en lumière le rôle important que jouent les contreparties centrales bien réglementées dans la réduction des expositions au risque de contrepartie et du risque systémique des marchés tels que ceux des pensions et de certains produits dérivés. Pour accroître la résilience des principaux marchés de titres à revenu fixe et de pensions au pays, la Banque du Canada appuie depuis 2010 une initiative visant à mettre en place une contrepartie centrale pour le marché canadien des pensions. En 2012, la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (CDCC) a commencé à effectuer la compensation des transactions au comptant sur titres à revenu fixe et des opérations de pension conclues entre les banques qui sont les plus actives sur le marché canadien des pensions. La Banque collabore maintenant avec la CDCC, les membres compensateurs existants et les quatre caisses

de retraite publiques les plus actives sur le marché des opérations de pension dans le but d'élaborer un nouveau modèle de compensation pour permettre à ces caisses de devenir des membres compensateurs directs à responsabilité limitée de la contrepartie centrale pour les opérations de pension. Ces efforts permettront d'accroître davantage la résilience globale de ce marché de financement essentiel et faciliteront l'accès des caisses de retraite au financement au moyen d'opérations de pension en périodes de tensions.

Gestion des risques

Les huit grandes caisses de retraite sont confrontées à des vulnérabilités, mais l'importance et la composition de ces dernières varient grandement. Les caisses évaluent les vulnérabilités et les gèrent conformément à un cadre de gestion des risques adapté à leurs politiques de placement. La crise financière a amené nombre des caisses de retraite à nettement renforcer leur gestion des risques, particulièrement en ce qui a trait à leurs risques de liquidité. Elles ont également intensifié leurs investissements dans les technologies et les systèmes, réduit leur dépendance à l'égard des agences de notation externes, amélioré leurs tests de résistance et conféré une indépendance accrue à leur fonction de gestion des risques²⁵.

Comme les caisses de retraite canadiennes ont davantage recours à des stratégies de placement plus complexes, elles ont dû apporter des améliorations à leurs systèmes de gestion des risques. Les huit grandes caisses de retraite élargissent leurs modèles de risque, pour dépasser les modèles axés principalement sur la volatilité à court terme de la valeur de marché des actifs publics liquides afin d'intégrer des modèles pouvant mieux capter les risques à long terme des catégories d'actifs moins liquides.

Règle générale, les huit grandes caisses atténuent le risque de renouvellement des emprunts et le risque de liquidité en détenant un coussin d'avoirs liquides²⁶. C'est pourquoi il est essentiel d'avoir un solide cadre de gestion des risques de liquidité pour bien évaluer cette vulnérabilité. Les caisses qui recourent à des sources de financement externes (marché des pensions et des prêts de titres, papier commercial à court terme, financement

²³ Ces chiffres se fondent sur l'encours des opérations de pension libellées en devises et en dollars canadiens figurant dans les bilans consolidés. On estime les parts de marché en faisant le total des deux parties du bilan de tous les participants (cessions en pension et prises en pension), puis en comparant ce total à la part représentée par le Groupe des huit. Il est important de noter que les chiffres indiqués dans les bilans des participants sont des indicateurs imparfaits de l'encours des pensions, car il est possible dans une certaine mesure de contrebalancer (ou réduire) l'exposition aux opérations de pension au moyen d'accords de compensation bilatérale ou de la compensation centralisée.

²⁴ À l'échelle internationale, le Conseil de stabilité financière effectue des recherches sur les vulnérabilités potentielles des caisses de retraite et des fonds souverains dans le cadre de son analyse des questions structurelles liées à la gestion des actifs. Voir Conseil de stabilité financière (2015), *Meeting of the Financial Stability Board in London on 25 September*, communiqué de presse, 25 septembre. Internet : <http://www.fsb.org/2015/09/meeting-of-the-financial-stability-board-in-london-on-25-september>.

²⁵ La plupart des chefs de la gestion des risques relèvent directement du président et chef de la direction, ce qui permet de renforcer leur indépendance, et des rapports périodiques sont présentés aux conseils d'administration des caisses et à leurs comités de placement.

²⁶ Certaines caisses ont une définition restreinte de ce qui constitue des liquidités, qu'elles limitent au comptant et aux équivalents du marché monétaire; d'autres les définissent de manière plus large et y incluent des actifs liquides comme les obligations d'État. De 13 à 82 % des actifs sont susceptibles d'être considérés de manière variable comme des sources de liquidité. Généralement, les caisses qui reçoivent un flot de cotisations important et continu détiennent moins d'actifs liquides.

à plus long terme sur le marché obligataire, etc.) pour financer par emprunts l'acquisition d'une partie de leurs actifs²⁷ semblent être beaucoup plus conscientes des risques de telles pratiques, y compris le risque de refinancement à terme, et soumettent leurs réserves de liquidités à des tests de résistance rigoureux. Lors de l'élaboration de ces tests, il est important qu'elles prennent en considération les situations extrêmes dans lesquelles leur accès au levier financier par l'intermédiaire des marchés de produits dérivés et de pensions pourrait se resserrer.

Conclusion

Il est impossible pour une caisse de retraite d'enregistrer un rendement réel moyen de 4 % à long terme sans qu'elle assume une certaine part de risques adéquatement calibrés et bien diversifiés. Les huit grandes caisses de retraite canadiennes semblent généralement disposer des bons outils pour comprendre et gérer ces risques. Il est essentiel, tant pour le système financier que pour les bénéficiaires de ces fonds de pension, que les membres du Groupe des huit soient en mesure de résister à de fortes tensions. Ces caisses tirent parti des avantages structurels d'un horizon de placement axé sur le long terme et de la stabilité de leurs cotisations. De plus, elles ont renforcé leurs fonctions de gestion des risques depuis le sommet de la crise financière mondiale de 2007-2009.

²⁷ Les obligations de la plupart des huit grandes caisses de retraite et de leurs filiales immobilières sont notées AAA ou AA.