

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

Les caisses de retraite pourraient-elles investir davantage au pays?

Par Mirza Shaheryar Baig, stratège en devises étrangères

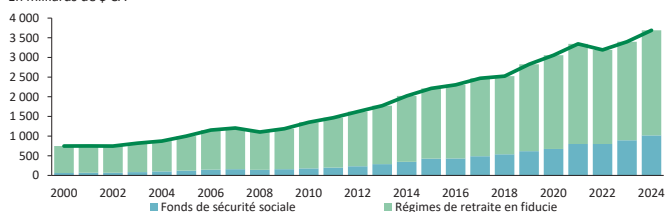
Les caisses de retraite canadiennes gèrent environ 3 600 G\$ CA d'actifs bruts. De ce montant, environ 1 000 G\$ sont gérés par les fonds de sécurité sociale (RPC et RRQ), et les 2 600 G\$ restants, par divers régimes de retraite d'employeurs ou en fiducie. Les caisses de retraite sont d'abord et avant tout des investisseurs institutionnels opérant avec un effet de levier limité. La plupart de leurs placements sont des actifs étrangers, tandis que leurs éléments de passif sont majoritairement libellés en dollars canadiens. En raison de leur taille importante relativement au marché intérieur, toute modification dans la répartition de leurs actifs ou dans leurs ratios de couverture de change peut avoir une incidence importante sur les marchés financiers, et la dynamique actuelle du marché suggère qu'un changement pourrait s'opérer.

Graphique 1

Les caisses de retraite canadiennes gèrent plus de 3 500 G\$ d'actifs

Total des actifs bruts par valeur de marché

En milliards de \$ CA



Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Achetez, achetez, diversifiez!

Les caisses de retraite canadiennes sont largement reconnues comme des précurseurs dans l'industrie, particulièrement pour leur approche novatrice en matière de gestion de portefeuilles internationaux. Elles ont constamment [surclassé](#) leurs pairs des autres pays au cours de la dernière décennie. Leur succès est attribuable à divers facteurs – leur gouvernance indépendante,

leur gestion interne professionnelle, leur envergure, ainsi que leur importante diversification par région géographique et catégorie d'actifs. La construction de leurs portefeuilles intègre des objectifs tels que la croissance à long terme, la diversification selon les régions et les catégories d'actifs ainsi que l'atténuation des risques. Leurs équipes d'investissement disposent généralement d'une certaine latitude pour gérer l'exposition dans chaque catégorie d'actifs ou le facteur bêta à l'intérieur des fourchettes stratégiques établies par leurs conseils.

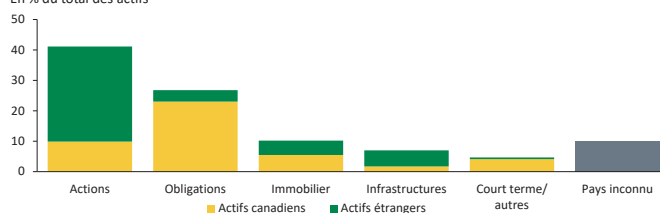
Les plus grandes institutions font souvent remarquer que les occasions offertes sur les marchés canadiens ne suffisent plus à leurs besoins. Cela se reflète dans la tendance globale de répartition des actifs, qui fait une part de plus en plus grande aux actifs étrangers, ainsi qu'aux capitaux privés et aux actifs réels (infrastructures et immobilier). Les graphiques ci-dessous illustrent cette situation.

Graphique 2

Répartition d'actifs des régimes de retraite en fiducie (au T3 2024)

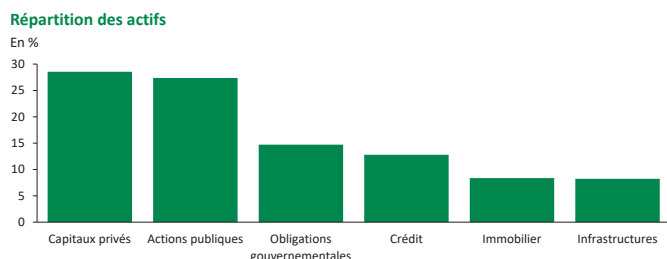
Actifs bruts par valeur de marché

En % du total des actifs



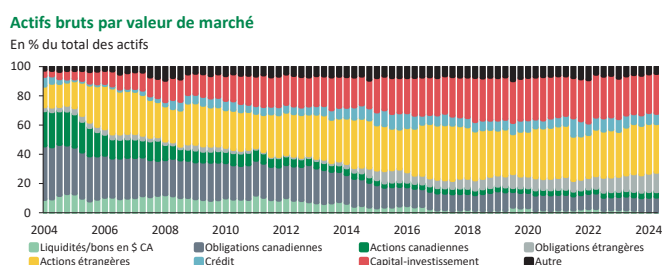
Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 3
Répartition des actifs de la sécurité sociale (en 2024)



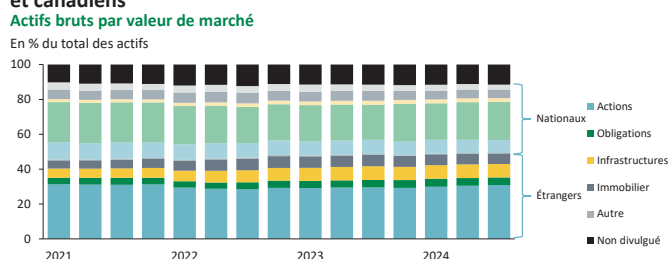
États financiers des caisses de retraite et Desjardins, Études économiques

Graphique 4
Répartition des actifs de la sécurité sociale



Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 5
Répartition des régimes de retraite en fiducie dans les actifs étrangers et canadiens



Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Flux passifs

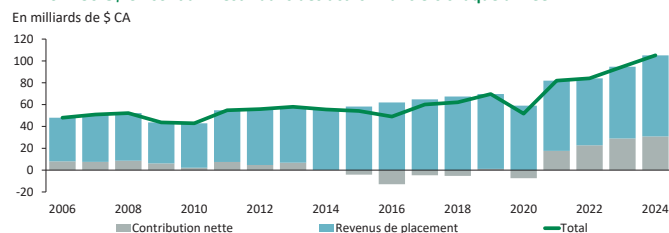
Les caisses de retraite doivent acquérir des actifs financiers pour mettre à profit leurs liquidités nettes. Cette approche est essentielle pour accroître leur actif et leur permettre d'assumer leurs obligations futures en matière de paiement des prestations. Les flux de trésorerie nets des caisses de retraite se composent de trois éléments clés : les cotisations des travailleurs actifs, les prestations aux retraités et les revenus de placement provenant des actifs financiers.

En 2024, l'excédent de trésorerie net était d'environ 105 G\$, dont 31 G\$ provenaient d'un excédent de cotisations nettes,

et le reste, de revenus de placement. Les cotisations nettes ont augmenté depuis la COVID grâce à une poussée du PIB nominal et de la croissance démographique. La hausse des taux d'intérêt, elle, a gonflé les revenus de placement. Cependant, la croissance démographique devrait ralentir brusquement cette année au Canada, et les taux d'intérêt sont en baisse dans la plupart des pays. Ainsi, nous estimons que les achats nets d'actifs financiers liés aux flux de trésorerie devraient se maintenir autour de leurs niveaux de 2024.

Les caisses de retraite doivent généralement vendre des dollars canadiens pour acheter des dollars américains. D'après nos calculs très approximatifs, elles devraient placer 45 G\$ CA dans des actions et des obligations étrangères uniquement. Toutefois, comme une partie des revenus de placement à réinvestir est gagnée en dollars américains, les fonds peuvent être recyclés sans qu'une conversion de devise soit nécessaire. Malheureusement, comme nous n'avons pas de données sur la composition en devises des revenus de placement, il est difficile d'en faire une estimation précise. De plus, les rendements relatifs ex post obligent les caisses de retraite à rééquilibrer leurs portefeuilles régulièrement. Il s'agit habituellement de vendre des actifs qui surpassent les attentes et d'en acheter d'autres qui performent moins bien, de manière à ce que le portefeuille continue de respecter ses pondérations cibles.

Graphique 6
Flux de trésorerie nets des caisses de retraite canadiennes (cotisations nettes + revenus de placement)
Environ 150 G\$ CA sont à investir dans des actifs financiers chaque année



Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Ramenez-les à la maison!

Récemment, certains ont encouragé les caisses de retraite canadiennes à investir davantage dans des actifs d'ici. L'Énoncé économique de l'automne 2024 présentait plusieurs initiatives pour améliorer l'environnement d'investissement de ces acteurs. Il s'agissait de petites modifications et non de changements profonds. Mais c'est quelque chose dont le nouveau gouvernement pourrait s'inspirer. En fait, il y a là un potentiel de « gagnant-gagnant ». Le Canada devra accroître ses investissements dans les infrastructures au cours des prochaines années, et ces projets pourraient bien convenir aux objectifs à long terme des caisses de retraite. Le fait d'approfondir les marchés financiers et de favoriser l'augmentation du nombre de sociétés inscrites au Canada serait également bénéfique.

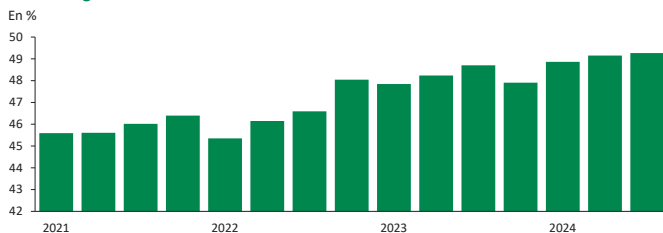
Dans l'ensemble, de bonnes politiques macroéconomiques et un environnement propice à l'investissement pourraient permettre d'obtenir le meilleur des deux mondes.

Des gains importants sont en jeu. Toutes autres choses étant égales par ailleurs, une sortie de 1 % des actifs étrangers pourrait se traduire par des achats nets d'actifs canadiens d'environ 10 G\$ dans le cas des fonds de sécurité sociale et de 24 G\$ dans le cas des régimes de retraite en fiducie. Pour mettre les choses en perspective, les émissions nettes d'obligations du gouvernement canadien en 2024 totalisaient environ 230 G\$. Soyons réalistes : la barre est haute pour qu'un tel virage se concrétise. Les actifs étrangers rapportent davantage que les actifs nationaux depuis plusieurs années. En outre, il faudrait du temps pour que des changements à la politique gouvernementale se traduisent par une modification des cibles de répartition stratégique des actifs.

Graphique 7

Les régimes de retraite en fiducie ont augmenté la part des actifs étrangers

Pourcentage des actifs nets hors du Canada



Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Couverture de change

Une décision que les caisses de retraite pourraient prendre plus rapidement serait d'augmenter leurs ratios de couverture de change. Une part importante des actifs des caisses de retraite est libellée en devises étrangères. Les variations des taux de change ont donc une incidence sur leurs résultats financiers, qui sont exprimés en dollars canadiens. Bien que les caisses de retraite aient des politiques de couverture différentes, les plus grandes ont tendance à ne pas couvrir la majeure partie de leur exposition au dollar US. Cette pratique repose sur la conviction que la devise américaine est une valeur refuge. Historiquement, lors de la chute des marchés boursiers, le dollar américain s'est apprécié par rapport au dollar canadien. Ainsi, les investisseurs en dollars canadiens souffraient moins de la volatilité liée à la valeur du marché de leurs placements en actions américaines si ceux-ci n'étaient pas couverts.

Cependant, cette idée est maintenant ouvertement remise en question. Le huard est devenu très sous-évalué selon une série de mesures. Et les corrélations du marché ont changé – le dollar américain n'a pas été un refuge durant la débâcle de cette année ni lors de la vente massive de l'été dernier. Les caisses de

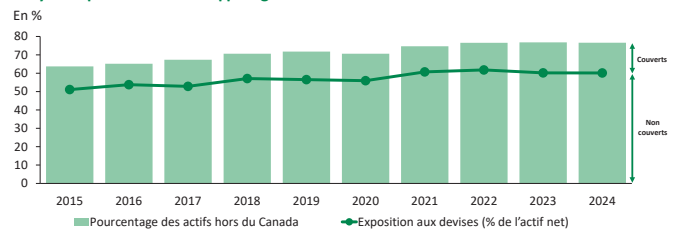
retraite doivent penser à long terme et être axées sur la valeur. La dépréciation du dollar canadien a contribué à la hausse des bénéfices au cours des dernières années. Mais il serait erroné de s'attendre à ce que cette source d'alpha se maintienne indéfiniment.

La question de savoir si le dollar américain a perdu son attrait de valeur refuge n'est pas encore tranchée. Mais si les caisses de retraite décidaient de couvrir leurs positions, un changement même minime dans leur exposition en devises aurait une incidence majeure sur le marché. Nous estimons que les cinq plus grandes caisses de retraite détiennent ensemble environ 1 100 G\$ CA d'actifs étrangers, dont environ 900 G\$ ne sont pas couverts. En somme, même un programme de couverture modeste ferait en sorte que le dollar canadien performe mieux que ce que laisserait croire son interaction habituelle avec les facteurs fondamentaux.

Graphique 8

Les actifs étrangers des caisses de retraite sont largement non couverts pour le change

Moyenne pondérée des cinq plus grandes caisses de retraite



États financiers des caisses de retraite et Desjardins, Études économiques

Conclusions

- ▶ Les caisses de retraite canadiennes devront investir environ 105 G\$ CA cette année. Avec un portefeuille diversifié à l'échelle mondiale, elles sont bien placées pour demeurer d'importants acheteurs d'actifs étrangers.
- ▶ Un changement de stratégie pour augmenter les investissements au Canada améliorerait considérablement la liquidité sur les marchés nationaux. L'élément le plus prometteur à cet égard réside dans les projets d'infrastructure à long terme. Il faudrait pour cela un plus grand nombre de possibilités parmi lesquelles choisir, ce à quoi le gouvernement peut contribuer.
- ▶ La plupart des caisses de retraite ont une exposition importante au dollar US par le biais de positions non couvertes sur des actifs américains. Le billet vert semble toutefois avoir perdu son attrait comme valeur refuge. Si les caisses de retraite augmentaient – ne serait-ce que marginalement – leurs ratios de couverture, le huard offrirait une bien meilleure performance que ne le suggèrent ses facteurs fondamentaux traditionnels, tels que les différentiels de taux d'intérêt. Peut-être même que cela a déjà commencé.