
**Allocution prononcée par David Dodge
gouverneur de la Banque du Canada
devant l'Association des MBA du Québec (AMBAQ)
Montréal, Québec
le 9 novembre 2005**

L'efficacité économique et financière : l'importance des régimes de pension

Au cours de la dernière année, j'ai abordé à quelques reprises le thème de l'efficacité et j'ai souligné à quel point il est essentiel que les décideurs canadiens ne perdent pas de vue l'objectif axé sur l'efficacité du système financier. Aujourd'hui, je veux faire porter mes observations sur les régimes de pension en vigueur au Canada et leur contribution à l'efficacité des marchés financiers et de l'ensemble de l'économie.

Avant d'entrer dans le vif du sujet, j'aimerais dire quelques mots sur l'efficacité du système financier en général. D'abord, je tiens à préciser ce que j'entends exactement par *système financier efficace*. Il s'agit d'un système qui aide à tirer le meilleur parti possible, de la façon la plus efficace qui soit, de ressources économiques limitées. Un tel système permet d'éviter en partie une mauvaise allocation ou le gaspillage de ressources économiques. Et il accroît nos chances de favoriser une croissance économique et une prospérité durables. Voilà pourquoi c'est important.

À la Banque du Canada, nous participons de diverses façons à la réalisation de l'objectif consistant à se doter d'un système financier efficace. Notre politique monétaire vise à garder l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible. Ce faisant, nous renforçons la confiance des Canadiens et des Canadiennes dans la valeur de leur monnaie, de sorte qu'ils n'ont pas autant besoin d'utiliser des ressources afin de se prémunir contre le risque d'inflation. La Banque contribue aussi à l'efficacité à titre d'entité responsable de la surveillance générale des grands systèmes de compensation et de règlement des paiements, des titres et des opérations de change et en fournissant des liquidités en périodes de stress financier. En réduisant les risques qui pèsent sur la fiabilité et la stabilité du système financier, nous rassurons les gens quant à la robustesse de ce dernier, lequel appuie aussi l'efficacité. La *Revue du système financier*, que nous publions deux fois l'an, a pour but de faire connaître les enjeux liés à ce système. De plus, la Banque collabore activement avec les participants au marché financier et les organismes de réglementation afin de favoriser et de promouvoir l'efficacité. Et nous menons des projets de recherche qui permettent aux pouvoirs publics de prendre des décisions éclairées en vue de la réalisation de cet objectif.

Dans des discours précédents, j'ai parlé de la nécessité de favoriser l'efficacité de nos institutions financières. Les autorités canadiennes doivent se doter d'un cadre de politiques qui continue de stimuler l'innovation et l'efficacité en encourageant la concurrence. Parallèlement, les institutions financières doivent pouvoir réaliser des gains d'efficacité grâce à des économies d'échelle. Ces gains, susceptibles de

se traduire par une baisse du coût des prêts aux entreprises et aux particuliers, profiteraient d'ailleurs à l'ensemble de l'économie. Cependant, d'autres questions pertinentes de politique publique sont aussi à l'ordre du jour, telles que la participation étrangère au capital des sociétés et les risques de concentration du pouvoir de marché entre une poignée d'acteurs. Il n'est certes pas simple de trouver un juste milieu entre tous ces intérêts. Mais il convient de garder à l'esprit que le niveau de concurrence peut être maintenu, voire renforcé, par la venue de nouveaux participants, ou même la menace de leur arrivée.

J'ai aussi traité de la nécessité de promouvoir l'efficacité de la réglementation des marchés des valeurs mobilières. Une plus grande efficacité exige que le secteur canadien des valeurs mobilières soit régi par des lois et des règlements uniformes, fondés sur des principes identiques pour tous. La question est de savoir comment appliquer cette réglementation en fonction des catégories d'émetteurs de façon à tenir compte des besoins variés de ceux-ci. Toutes les grandes administrations provinciales traitent avec des émetteurs de taille et de complexité très diverses. Il peut s'agir de grosses entreprises complexes qui veulent avoir accès aux marchés internationaux de capitaux, d'entreprises à moyenne capitalisation qui choisissent seulement d'accéder aux marchés nationaux de capitaux, ou de petites entreprises spéculatives d'exploitation des ressources naturelles qui, par le passé, ont obtenu du financement sur les marchés boursiers canadiens. Et les besoins des investisseurs sont similaires d'une administration à l'autre. Donc, si, dans l'application des lois et règlements, on doit tenir compte de la taille et de la complexité des entreprises, il n'y a pas lieu de les adapter uniquement en fonction de la province ou du territoire de l'émetteur ou de l'investisseur.

Aujourd'hui, je compte me pencher sur le système de pension du Canada. Il ne fait aucun doute que la santé d'un tel système est cruciale pour les gens dont il constitue la principale source de revenus de retraite. Elle est également indispensable dans l'optique de l'efficacité économique et des marchés financiers. Un rapport des suppléants du G10 publié en septembre met l'accent sur le fait que les fonds de pension représentent déjà la plus grosse catégorie d'investisseurs institutionnels au sein des pays du G10. Il souligne par ailleurs que l'épargne-retraite et les flux de capitaux connexes exerceront une influence grandissante sur les marchés financiers.

Ici, au Canada, les pouvoirs publics doivent se pencher sur la contribution que notre système de pension peut apporter à l'efficacité. Il faut investir à long terme dans l'infrastructure essentielle afin d'appuyer la capacité de production future du pays. Et certains fonds de pension peuvent être utiles à cet égard étant donné leur horizon de rendement à très long terme. Je reviendrai sur cette question dans une prochaine allocution. Mais, aujourd'hui, je compte consacrer le reste de mon discours à l'examen du système de pension en tant que tel et discuter des incitations dont sont l'objet ces bassins de capitaux. Nous devons veiller à ce que ces derniers soient constitués et investis d'une façon qui non seulement maximise leurs rendements en vue de la prise en charge des futurs retraités, mais aussi qui maximise la croissance future de la capacité de production de l'économie.

Le système de pension du Canada et les risques connexes

Le système de pension du Canada repose essentiellement sur trois piliers. Le premier est le soutien de l'État au revenu : la Sécurité de la vieillesse et le Supplément de revenu garanti. Le Régime de pensions du Canada et le Régime de rentes du Québec (RPC et RRQ) constituent le deuxième pilier, et les régimes de pension privés, le troisième. Ces derniers se composent des régimes d'épargne-retraite à impôt différé gérés par des particuliers et des régimes de pension d'employeur. Les données de Statistique Canada montrent que tout au long des années 1990, les revenus générés par le troisième pilier ont gagné en importance; leur proportion est en effet passée de 18 % à près de 30 % des revenus de retraite. Par comparaison, les revenus tirés du premier pilier — la Sécurité de la vieillesse et le Supplément de revenu garanti — ont baissé de 30 à 27 % en une décennie, tandis que les revenus produits par le RPC et le RRQ ont crû, de quelque 16 % à 20 % environ. Le reste des revenus de retraite est assuré par les rendements des autres placements des particuliers.

La première de ces sources de revenus de retraite — la Sécurité de la vieillesse et le Supplément de revenu garanti — n'est pas pertinente dans le contexte de notre discussion, car elle est financée à même les revenus courants du gouvernement fédéral et n'est pas adossée à un portefeuille d'actifs particuliers. Les autres piliers sont constitués de trois bassins de capitaux, dont la valeur globale des actifs s'élevait à plus de 1 000 milliards de dollars à la fin de 2003. Exprimés sous forme de pourcentages très approximatifs, les actifs du RPC et du RRQ représentaient la proportion la plus faible, soit moins de 10 %, alors que ceux détenus dans des REER correspondaient à environ 35 %. À 55 %, les régimes d'employeur étaient de loin le bassin de capitaux le plus important.

Dans la vaste majorité des cas, les régimes de pension d'employeur sont soit des régimes à prestations déterminées, soit des régimes à cotisations déterminées. Un régime à prestations déterminées promet un flux fixe et garanti de revenus de retraite. La pension est fonction des états de service de l'employé et est souvent exprimée sous forme de pourcentage du salaire qu'il a touché. En revanche, les prestations de pension en vertu d'un régime à cotisations déterminées ne sont pas préétablies. Elles dépendent du montant réel des cotisations versées au nom de l'employé et du taux effectif de rendement réalisé sur celles-ci.

Un système financier efficient répartit les divers risques de telle sorte qu'ils soient assumés par ceux qui sont le mieux disposés à les endosser. Et, en définitive, l'efficacité de ces trois bassins de capitaux repose dans une large mesure sur la façon dont ils gèrent deux principaux types de risque. Le premier est le risque lié au rendement, c'est-à-dire le fait que la valeur de la pension d'une personne est largement fonction des conditions du marché au moment où celle-ci prend sa retraite. Ce risque est géré de façons différentes selon le type de régime de pension. Par exemple, un régime à prestations déterminées atténue ce risque grâce à la mise en commun des actifs de l'ensemble des cotisants. Cela aide à protéger la capacité du promoteur du régime de verser des prestations de pension à tous les participants, même ceux qui prendraient leur

retraite le lendemain d'une chute des cours boursiers ou au moment où le rendement des obligations à long terme est particulièrement faible.

L'autre type de risque est le risque de longévité. Dans un régime à prestations déterminées, ce risque est endossé par le promoteur du régime, habituellement l'employeur, qui est tenu de couvrir tout déficit pouvant découler du fait que les retraités vivent plus longtemps que prévu en moyenne.

En mettant ces risques en commun, les fonds de pension génèrent d'importants gains sur le plan de l'efficacité économique. En faisant en sorte que le risque soit assumé collectivement et non plus par des particuliers, les fonds de pension contribuent à une affectation plus efficace de l'épargne. Ceux-ci, en particulier les très gros fonds, sont gérés habituellement par des gestionnaires aguerris. Ils sont disposés à investir des blocs de cotisations répartis de manière appropriée dans des catégories d'actifs variées et ont la capacité de le faire. En outre, ils font des placements à très long terme, de sorte qu'ils peuvent financer des projets d'investissement d'envergure à des taux de rendement concurrentiels. Tous ces facteurs jouent un rôle appréciable dans l'efficacité économique, grâce au transfert du risque aux investisseurs les plus aptes à l'assumer.

Examinons maintenant de plus près les trois importants bassins de capitaux du système de pension du Canada, et analysons leur incidence sur l'efficacité des marchés financiers et l'ensemble de l'économie.

Premièrement, permettez-moi de dire quelques mots sur le Régime de pensions du Canada et le Régime de rentes du Québec. Même s'ils ne sont pas entièrement capitalisés, comme doivent l'être les régimes privés, bon nombre des principes qui les régissent sont similaires à ceux des régimes à prestations déterminées dotés d'une structure solide. Les prestations sont fonction du salaire reçu par chaque participant au cours de sa vie. Les actifs des régimes sont gérés par l'Office d'investissement du Régime de pensions du Canada et la Caisse de dépôt et placement du Québec, dans l'optique d'en maximiser le rendement à long terme. Les cotisations sont placées dans un souci de diversification et favorisent ainsi l'efficacité des marchés financiers et de l'économie dans son ensemble.

Passons maintenant à la question des régimes de pension privés, et, en premier lieu, les régimes enregistrés d'épargne-retraite à impôt différé, soit les REER individuels et collectifs. Cette source de revenus de retraite des Canadiens et Canadiennes partage de nombreuses caractéristiques avec les régimes à cotisations déterminées. Le report d'impôt est une caractéristique des REER qui est appropriée pour inciter les gens à épargner. Ces dernières années, un peu moins du tiers des contribuables ont cotisé à leur REER au cours d'une année donnée, tandis qu'entre 1993 et 2001, près des deux tiers des personnes qui ont rempli une déclaration de revenus avaient cotisé à un régime. L'utilisation accrue des REER a contribué à la mise sur le marché de nouveaux produits financiers qui permettent aux particuliers de diversifier leurs risques. Naturellement, cette source de revenus est exposée au risque lié au rendement, puisque les participants

peuvent voir la valeur de leur portefeuille de titres fortement chuter juste avant le moment prévu de leur retraite¹.

Selon des recherches effectuées aux États-Unis², les particuliers ont tendance à être réfractaires au risque quand il s'agit des titres à détenir dans leur compte de retraite. Cela se remarque particulièrement lorsqu'ils ont la possibilité de choisir eux-mêmes leurs actifs dans le cadre de régimes à cotisations déterminées. Ils ont tendance à détenir trop d'obligations de qualité, de titres du marché monétaire et d'actions de sociétés à forte capitalisation, par comparaison avec un portefeuille qui maximiserait le montant attendu de leur pension. Et, naturellement, plus ils vieillissent, plus leur aversion pour le risque est grande. Par conséquent, la proportion de la réserve d'épargne que représentent les REER individuels et collectifs et d'autres régimes à cotisations déterminées qui est affectée à des placements plus risqués, moins liquides et ayant une échéance plus éloignée est sans doute relativement faible par rapport aux régimes à prestations déterminées. Cette différence d'appétit pour le risque qui s'observe entre les épargnants individuels détenteurs de REER et les promoteurs de régimes de pension à prestations déterminées a une grande incidence sur le fonctionnement des marchés de capitaux canadiens. C'est un aspect sur lequel je reviendrai dans un instant.

Penchons-nous maintenant sur le troisième bassin de capitaux au Canada, à savoir les régimes de pension d'employeur. J'insisterai tout particulièrement sur ces derniers, car ils soulèvent des préoccupations qui méritent d'être réglées au plus tôt sur le plan des politiques publiques.

Pendant des décennies, le gros de ce bassin — en termes d'actifs — a été détenu dans des régimes à prestations déterminées. Ceux-ci peuvent s'avérer attrayants pour les employés du fait qu'ils atténuent le risque de longévité ainsi que le risque lié au rendement³. Les régimes à prestations déterminées ont aussi des caractéristiques positives importantes en matière d'efficience. J'ai déjà expliqué la manière dont ces régimes favorisent l'efficience économique en permettant une meilleure affectation de l'épargne. Mais les marchés financiers en tirent aussi des gains d'efficience. Les administrateurs de régimes à prestations déterminées ont à la fois la capacité et le désir d'investir dans des catégories d'actifs qui, normalement, pourraient être délaissées par l'investisseur individuel moyen. Leur excellente connaissance des marchés financiers et des risques connexes les incite à investir dans d'autres catégories d'actifs et à tenir un rôle d'arbitragiste entre les différents marchés⁴. Toutes ces activités rendent les marchés financiers plus complets, et améliorent donc leur efficience. La taille et la complexité des régimes de pension imposent aussi à leurs administrateurs de s'intéresser activement aux bonnes pratiques de gouvernance au sein des entreprises dans lesquelles ils investissent,

¹ La capacité des particuliers possédant des REER d'utiliser un fonds enregistré de revenu de retraite plutôt qu'une rente viagère permet en effet, dans une certaine mesure, aux retraités les plus aguerris d'atténuer ce risque.

² Je n'ai pas eu vent d'études canadiennes sur le sujet. Mais il est raisonnable de penser que ces résultats pourraient aussi s'appliquer au Canada.

³ Néanmoins, beaucoup de ces régimes sont difficilement transférables, ce qui les rend moins attrayants.

⁴ L'arbitrage est une stratégie financière dont le but est de profiter des écarts de cours d'un actif sur des marchés différents.

ce qui concourt à la discipline de marché, laquelle soutient l'efficience globale des marchés financiers.

Le déclin des régimes de pension à prestations déterminées

Depuis quelques années, les régimes de pension à prestations déterminées sont en perte de vitesse. Le nombre de Canadiens et Canadiennes cotisant à un tel régime a chuté d'environ 5 % depuis 1992. Même si la majorité des régimes d'employeur demeurent à prestations déterminées, la part des régimes à cotisations déterminées a augmenté sensiblement. De nombreux employeurs ont converti leur régime à prestations déterminées ou ont restreint la participation de nouveaux cotisants. Et nous avons aussi observé des déficits se creuser dans plus d'un régime de ce type.

Même si le déclin des régimes à prestations déterminées est en partie imputable à des facteurs tels que l'évolution de la situation économique et de la population active, il est aussi dû aux incitatifs auxquels ces régimes sont soumis. En l'occurrence, les régimes à prestations déterminées devraient être administrés de sorte que la valeur escomptée de toutes les prestations à verser égale la valeur escomptée de toutes les cotisations plus le produit de placements attendu. Or, lorsque la valeur observée de l'une de ces variables ne correspond pas à la valeur attendue, c'est le promoteur qui doit couvrir le déficit.

Qu'est-ce qui pourrait pousser un promoteur de régime à accepter une telle responsabilité? On comprendrait qu'il le fasse s'il pouvait atténuer le risque de résultats moins bons que prévu par la possibilité de profiter de résultats meilleurs que prévu. Or, s'il est indiscutable que le promoteur est responsable de tout déficit de son régime, il n'est pas aussi évident qu'il puisse bénéficier de tout excédent qui apparaîtrait. La question de la propriété de l'excédent d'un régime à prestations déterminées a été examinée ces dernières années par bien des cours et des juridictions différentes. Bien que la réponse précise à cette question dépende de la teneur du règlement du régime concerné, en général, la législation provinciale et fédérale sur les pensions a évolué de sorte que les employés obtiennent de plus en plus de droits sur les excédents des régimes, même s'ils n'assument d'habitude aucune responsabilité en cas de déficit.

Les incitatifs viennent aussi à manquer dans les cas où les cotisations des régimes de pension sont détenues en fiducie et gérées par un fiduciaire. Actuellement, la plupart des fonds de pension en fiducie sont établis de façon que les employés soient les bénéficiaires de la fiducie. Selon les jugements successifs que les tribunaux ont rendus depuis les années 1980, la propriété exclusive de l'excédent d'un fonds de pension en fiducie ne peut revenir aux promoteurs que si la fiducie est établie d'une manière qui prévoit expressément ce privilège.

Afin que les régimes à prestations déterminées puissent survivre, prospérer et constituer une source de financement pour des actifs à long terme, plus risqués, il importe que les décideurs canadiens envisagent d'aller de l'avant pour rétablir des mesures qui inciteraient les promoteurs à privilégier les régimes à prestations

déterminées. Je mentionnerai quelques-unes des dispositions qui pourraient être prises en ce sens.

En premier lieu, les gouvernements provinciaux et fédéral doivent apporter les modifications qui s'imposent à leur législation sur les pensions afin que les promoteurs de régimes à prestations déterminées soient responsables de tous les risques résiduels associés au régime de pension — aussi bien des résultats qui entraînent des déficits que des résultats qui s'accompagnent d'excédents. Soyons clair : je ne soutiens pas que la propriété exclusive des excédents des régimes devrait revenir sans équivoque aux entreprises, mais bien aux promoteurs. Il existe une poignée de régimes de pension, tels que le Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario, dont les promoteurs sont à la fois les employeurs et les employés, ce qui signifie qu'ils se partagent la propriété de tout excédent, et, en corollaire, la responsabilité de tout déficit.

La seconde disposition viserait à envisager de rééquilibrer le traitement fiscal des cotisations de l'employeur. Actuellement, dans la plupart des cas, les employeurs n'ont pas le droit de déduire leurs cotisations à un régime à prestations déterminées si son évaluation actuarielle sur une base de permanence dépasse 110 % des charges futures attendues. Voilà qui a certainement accru le biais à l'encontre des promoteurs laissant grossir l'excédent de leur fonds de pension.

En troisième lieu, les normes comptables canadiennes liées à l'évaluation des régimes de pension posent aussi problème depuis leur adoption, en 1999. D'une part, les modifications du taux d'actualisation annuel utilisé aux fins de l'évaluation des engagements contractés au titre des régimes de pension peuvent se traduire par des variations importantes du montant des dépenses connexes déclaré. D'autre part, les évaluations actuarielles périodiques des régimes à prestations déterminées sont aussi comptabilisées dans l'état des résultats des entreprises. Ces deux facteurs entraînent une certaine volatilité des revenus déclarés, qui n'est pas appréciée des investisseurs. De fait, les normes comptables sont devenues une raison supplémentaire pour les employeurs d'éviter les régimes à prestations déterminées.

J'ai énuméré trois des problèmes les plus graves auxquels sont confrontés les promoteurs de régimes à prestations déterminées. Bien entendu, ce ne sont pas les seuls. Néanmoins, leur règlement contribuerait à rétablir les incitatifs qui permettraient aux régimes à prestations déterminées de conserver leur solidité sur le plan actuariel. Cela réduirait sensiblement le risque que les cotisations aux régimes de pension ne suffisent pas à couvrir les engagements futurs si les promoteurs tombent en faillite. Ceci dit, la faillite éventuelle des promoteurs est toujours un risque pour les participants de régimes du secteur privé, c'est pourquoi il serait souhaitable de trouver moyen de le partager. Un certain nombre d'options s'offrent en la matière, dont la création de régimes pris en charge par plusieurs employeurs, qu'il faudrait encourager. Je ne défendrai toutefois pas le recours à des fonds de garantie des prestations de retraite, parce qu'ils augmentent sensiblement le risque d'aléa moral et qu'ils accroissent encore le biais à l'encontre des employeurs qui sont les promoteurs de régimes à prestations déterminées.

Conclusion

Permettez-moi de conclure. Le système de pension canadien est essentiel à notre avenir, non seulement parce qu'il financera notre retraite, mais aussi parce qu'il appuie de manière non négligeable l'efficacité de nos marchés financiers et l'ensemble de notre économie. Les régimes à cotisations et à prestations déterminées, les REER ainsi que le RPC et le RRQ ont tous un rôle à jouer à cet égard.

Mais, comme nous l'avons vu, un pan important de notre système de pension, soit les régimes à prestations déterminées, connaît un déclin relatif. Celui-ci se traduit par un transfert du risque lié au rendement et du risque de longévité aux employés, qui sont moins en mesure de les assumer ou de les gérer. Or, ce transfert a une incidence négative sur l'efficacité économique globale et pourrait finir par représenter une menace importante pour la capacité des fonds de pension de financer les placements à long terme susceptibles de maximiser la croissance potentielle future de notre économie.

La tâche consistant à mettre en place les incitatifs adéquats est ardue, et je n'ai fait qu'effleurer le sujet aujourd'hui. Mais les pouvoirs publics ne peuvent pas éviter ces questions difficiles, et les enjeux sont trop grands pour que nous puissions rater le coche. Nous devons procéder aux analyses nécessaires, puis agir. Il y va de l'efficacité et de la santé future de notre économie.