



L'OFFICE  
D'INVESTISSEMENT  
DU RPC

(Seul le texte prononcé fait foi)

---

***Connais-toi toi-même : Ce que les régimes  
de retraite canadiens peuvent apprendre les  
uns des autres***

Allocution de

David Denison

Président et chef de la direction

Office d'investissement du régime de pensions du Canada  
prononcée devant

l'Association canadienne des gestionnaires de fonds de retraite

Conférence du printemps

Le 8 mai 2008

---

Bonjour à tous et merci, Dan, de la présentation. Au nom de toutes les personnes ici présentes, je tiens à remercier le personnel et les administrateurs de l'Association canadienne des gestionnaires de fonds de retraite de leur excellent travail qui permet aux intervenants de notre secteur de se rencontrer dans le cadre d'un forum pour partager leurs connaissances et de défendre une position commune auprès des législateurs et des organismes de réglementation.

L'Office d'investissement du régime de pensions du Canada est fier d'être membre de l'Association canadienne des gestionnaires de fonds de retraite. Bien sûr, l'Office possède ses propres programmes de perfectionnement professionnel, de gouvernance et de défense des intérêts, mais ils ne peuvent remplacer les efforts de l'Association pour ce qui est de la promotion de normes relatives au placement prudent, de la représentation des régimes de retraite canadiens sur des questions de politique et de la sensibilisation aux pratiques exemplaires en matière de gouvernance de caisse de retraite.

Je tiens donc à vous remercier tous pour votre travail, et pour l'invitation à participer à la conférence.

---

Si l'on se fie au programme de la conférence, mon allocution de ce matin doit porter sur le thème « Ce que les caisses de retraite canadiennes, grandes et petites, peuvent apprendre les unes des autres ».

Bien que cette question soit intéressante, je crois que ce n'est pas celle qu'il faut poser.

Je ne veux pas dire que des caisses de retraite de tailles différentes ne peuvent pas apprendre les unes des autres – c'est bien sûr possible –, mais plutôt que la clé de la réussite, pour tout organisme, est la concordance entre sa stratégie, sa gouvernance et ses pratiques commerciales, et les valeurs, les défis et les caractéristiques *qui lui sont propres*.

Une question plus appropriée serait donc : « Que peut-on apprendre de *soi-même*? » Je profite donc de la prérogative de conférencier pour rebaptiser mon allocution de ce matin « Connais-toi toi-même : Ce que les régimes de retraite canadiens peuvent apprendre les uns des autres ».

En tentant d'organiser ma réflexion sur cette question, je me suis souvenu du célèbre conseil de Polonius à son fils, Laertes, dans *Hamlet* : « Sois ce que tu es vraiment. »

C'était un conseil pertinent pour un jeune homme s'appêtant à partir pour Paris, et c'en est un bon aussi pour nous tous qui cherchons à bâtir un portefeuille et à établir une stratégie de placement afin de progresser vers la réalisation de nos objectifs respectifs.

En poursuivant ma lecture, j'ai noté un passage dans lequel Polonius met ainsi Laertes en garde : « Ne soyez ni un emprunteur, ni un prêteur! » Un autre judicieux conseil de nos jours!

Finalement, mais du même souffle, il a rappelé à son fils que « La brièveté est l'âme de l'esprit. »

Je suivrai moi aussi ce conseil et entrerais dans le vif du sujet avant qu'un coup de poignard ne vienne transpercer le rideau!

---

Je vous épargne le récit intégral de l'historique de l'Office d'investissement du régime de pensions du Canada, mais je tiens quand même à en rappeler quelques éléments pertinents :

- En 1996, le Régime de pensions du Canada (RPC) était confronté à une crise. Cette année-là, il a perçu 11 milliards de dollars en cotisations, mais a versé 17 milliards de dollars en prestations. Il disposait alors d'un actif de 35 milliards de dollars.

- Les ministres des Finances fédéral et provinciaux, qui ont réformé le RPC en 1997, ont envisagé la création d'un portefeuille diversifié pour obtenir une croissance supérieure à celle du portefeuille de 35 milliards de dollars composé d'obligations gouvernementales fédérales, provinciales et territoriales non négociables qui était en place.
- L'Office d'investissement du RPC a été constitué en 1997, en vertu d'une loi du Parlement, pour assurer la viabilité du RPC en plaçant les fonds dont il n'a pas besoin pour verser les prestations de retraite courantes.
- Il exerce ses activités sans lien de dépendance avec les gouvernements et conformément à son mandat clair et unique, prévu dans la loi, qui consiste à « dégager un rendement maximal tout en évitant les risques de perte indus ».
- Au moment de sa création, l'Office ne comptait que sur un conseil d'administration et une loi du Parlement. Il n'avait ni bureaux, ni équipe de direction, ni stratégie.
- À l'heure actuelle, l'Office dispose d'un actif sous gestion d'environ 120 milliards de dollars. Au cours des quatre derniers exercices, son portefeuille diversifié a produit un rendement annualisé de 13,6 pour cent, pour un revenu de 43 milliards de dollars.
- Enfin, l'actuaire en chef du Canada, dans son plus récent rapport, estime que les cotisations au RPC seront supérieures aux prestations versées jusqu'en 2019, soit un délai de 12 ans avant qu'il soit nécessaire d'utiliser une partie du revenu de placement pour financer les prestations du RPC. L'actuaire en chef prévoit également que la valeur de la caisse du RPC s'élèvera à environ 312 milliards de dollars d'ici 2019, et qu'elle sera viable pour la période de 75 ans suivant son rapport.

Ces quelques faits nous fournissent le contexte nécessaire pour aborder cette discussion sur ce que nous pouvons apprendre de nous-mêmes :

- premièrement, qu'il nous a fallu créer un organisme, et élaborer une stratégie de placement, à partir de zéro et en peu de temps;
- deuxièmement, que de par notre mission, notre mandat, notre taille et les défis auxquels nous devons faire face, nous différons des autres caisses de retraite;
- troisièmement, que notre stratégie découle de nos principes en matière de placement ainsi que de défis et de caractéristiques qui nous sont uniques.

Je me permets d'élaborer sur ce dernier point afin de retracer l'évolution de la stratégie de l'Office, car il me semble que les questions clés que chaque régime de retraite doit se poser par rapport à sa stratégie, comme l'a lui-même fait l'Office, sont les suivantes :

- Quels sont nos objectifs?
- Quelles sont nos principes en matière de placement?
- Quels sont nos avantages et nos désavantages relatifs?
- Quels choix stratégiques s'offrent à nous?

Si je réussis à répondre de manière satisfaisante à ces questions pour ce qui est de l'Office, j'espère arriver à dégager des principes généraux qui pourront être utiles à tous.

#### Quels sont nos objectifs?

Comme je l'ai indiqué précédemment, au milieu des années 1990, le RPC était devenu non viable. Le montant des prestations versées surpassait de beaucoup celui des cotisations perçues, et le régime se dirigeait vers l'insolvabilité. L'Office a été créé dans

le cadre d'un plan visant la mise en place d'un nouveau mécanisme de capitalisation pour le RPC.

La solution comportait trois facettes :

1. une réduction modeste des prestations futures;
2. un accroissement rapide du taux de cotisation de 5,6 à 9,9 pour cent, afin de constituer un fonds de réserve d'une certaine importance;
3. la création de l'Office d'investissement du RPC qui serait chargé de gérer la caisse du régime au bénéfice des 17 millions de cotisants et de bénéficiaires canadiens.

Dès sa création, l'objectif précis de l'Office était de produire un revenu de placement suffisant pour maintenir le taux de cotisation au RPC à 9,9 pour cent.

Lorsque nous avons analysé les hypothèses utilisées pour établir le taux de cotisation à 9,9 pour cent, il est apparu évident que les artisans des réformes du RPC s'étaient fondés sur des hypothèses de rendement comparables à celles d'autres caisses de retraite importantes du secteur public alors en activité, ainsi que sur un niveau de risque systématique correspondant au portefeuille prévu pour la caisse du RPC.

Pour être plus précis, l'actuaire en chef du Canada a estimé que la caisse du RPC devait obtenir un rendement après inflation de 4,2 % à long terme pour que le taux de cotisation actuel puisse être maintenu.

C'est donc là notre objectif, du moins en matière de placement. C'est le seuil minimal de réalisation de nos objectifs.

Je crois que les spécialistes des placements ici présents conviendront qu'il ne s'agit pas d'une mince tâche. Cependant, cette tâche a le mérite de constituer un objectif précis, ce qui s'avère très utile pour établir notre stratégie à long terme.

### Quelles sont nos principes en matière de placement?

Nos principes en matière de placement, et les raisons qui en font une question de gouvernance importante pour les caisses de retraite, pourraient en eux-mêmes faire l'objet d'un long exposé. D'ailleurs, le vice-président principal aux Placements sur les marchés privés de l'Office y consacrerait un chapitre dans un livre qui sera publié prochainement.

Il faut se rappeler que la finance est une discipline relativement nouvelle, que les données dont on dispose sont limitées ou biaisées, voire les deux, et que la proportion de bruit par rapport à l'information pertinente est très élevée. Autrement dit, il est très difficile de savoir quoi que ce soit avec certitude en matière de théorie des placements, il nous faut donc croire en certaines choses, et adapter nos stratégies à ces convictions.

Voici deux exemples des principes de l'Office en matière de placement.

- Le premier, c'est qu'il est plus facile de prévoir les coûts de placement que les risques, et que les risques sont quant à eux plus prévisibles que le rendement.
- Le deuxième, c'est qu'une forte corrélation existe entre le rendement moyen de placements non liquides, par exemple les actions de sociétés fermées et les biens immobiliers, et celui de placements passifs comparables dans des sociétés cotées en bourse sur un long horizon temporel.

Comme il en sera question un peu plus tard, de tels principes sont d'autant plus importants que l'objectif de l'élaboration d'une stratégie doit être de déterminer le lieu, le

moment et la façon, pour un organisme, de se doter de capacités et d'infrastructures qui cadrent avec ses principes et ses objectifs de placement.

Ce qui nous ramène au conseil formulé par Polonius : « Connais-toi toi-même ».

Connaître ses principes est une chose, savoir les mettre en pratique et comprendre les ressources à sa disposition en est une autre.

### Quels sont nos avantages et nos désavantages relatifs?

Dans ses premières années d'existence, la caisse du RPC était gérée de façon passive. Elle était soumise à certaines restrictions visant l'ensemble des investisseurs canadiens, notamment la règle relative aux biens étrangers, et à certaines autres qui ne s'appliquaient qu'à elle, par exemple celles concernant l'utilisation de produits dérivés. Les restrictions du second type ont été établies de façon intentionnelle, afin que l'organisme « apprenne à marcher avant d'essayer de courir ».

Toutefois, ces restrictions ont été écartées peu à peu, et le temps est venu de définir nous-mêmes notre ligne de conduite en matière de stratégie.

Après avoir cerné notre défi en matière de placement, nous nous sommes penchés sur les ressources à notre disposition. Dans le cas de l'Office, ces ressources sont plutôt uniques. Nous avons constaté que l'Office profite de deux types d'avantages relatifs.

Le premier découle de sa structure. Il s'agit d'avantages que lui confère la nature de son rôle et de son mandat, notamment son horizon de placement à très long terme, la certitude de ses rentrées de fonds ainsi que la taille actuelle et projetée de son portefeuille.

Je me permets d'aborder brièvement chacun de ces éléments. Étant partiellement capitalisée, la caisse du RPC dispose implicitement d'une période d'amortissement minimale de 75 ans pour le rendement des placements. Il s'agit d'une différence très



importante par rapport aux régimes de retraite par capitalisation intégrale, qui laisse plus de latitude pour choisir des placements caractérisés par des rendements à plus long terme.

Par ailleurs, le RPC jouit d'une certitude relative quant à l'importance et à la fréquence de ses rentrées d'argent. Contrairement à la plupart des organismes de gestion de placements, l'Office n'a pas à se soucier de rachats ou de retraits imprévus de la part des clients, et n'a donc pas à se préoccuper d'avoir à se départir d'éléments d'actif à un moment potentiellement inopportun. Ses liquidités peuvent donc servir à saisir des occasions d'achat lorsque d'autres intervenants sur le marché font face à des restrictions ou doivent vendre des placements pour obtenir les liquidités dont ils ont besoin.

Enfin, la taille de notre portefeuille est suffisante pour nous permettre de profiter, à l'interne, de capacités de placement, de technologie et d'exploitation d'avant-garde. Grâce à ces capacités, nous sommes concurrentiels dans des catégories d'actif exigeant capitaux et expertise, par exemple les placements en infrastructures. Nous pouvons ainsi faire des placements importants à titre individuel qui sont inaccessibles pour de nombreux autres organismes ou qui dépassent leurs limites de concentration. La taille de la caisse nous permet aussi d'investir à l'échelle mondiale dans des régions géographiques clés.

Le deuxième type d'avantages est celui que nous nommons les « avantages acquis ». Ce sont les choix que nous faisons relativement à nos activités en tant qu'organisme de placement, notamment notre capacité à établir des partenariats avec des sociétés de renommée internationale et ce que nous appelons la gestion du portefeuille global.

Concept simple, la gestion du portefeuille global a néanmoins de profondes répercussions sur la structure de l'Office et sur ses activités de placement. En bref, la gestion du portefeuille global vise la diversification de l'ensemble du portefeuille plutôt que par catégorie d'actif. Pour ce faire, nos équipes chargées de la conception du portefeuille et des placements doivent analyser les placements potentiels en fonction de leurs

caractéristiques en matière de risque-rendement et de leur incidence sur l'ensemble du portefeuille plutôt qu'à l'intérieur de leur catégorie d'actif.

Selon cette vision, il existe des similitudes entre le fait de posséder une autoroute à péage, par exemple, et d'être titulaire d'une obligation d'État. Le fait d'équilibrer l'ensemble du portefeuille en fonction de ces caractéristiques, plutôt qu'en fonction de catégories comme « infrastructures » ou « titres à revenu fixe », peut contribuer à clarifier le processus décisionnel et à révéler les risques sous-jacents d'un portefeuille.

La gestion du portefeuille global présente de nombreux avantages, mais exige en retour :

- une politique de gestion active du portefeuille global et un organe décisionnel;
- un niveau élevé d'échange d'information et de collaboration entre tous les services de placement;
- une évaluation objective des caractéristiques de risque-rendement des placements potentiels;
- des systèmes d'attribution du risque et du rendement de pointe;
- des politiques de rémunération qui cadrent avec cette approche.

Comme vous pouvez le constater, la gestion du portefeuille global exige un portefeuille d'une certaine taille et comporte un degré de complexité des activités relativement élevé. Elle ne convient donc pas à tous les régimes de retraite, mais elle illustre le lien qui existe entre les principes en matière de placement, la stratégie de placement et la structure organisationnelle.

Après vous avoir brièvement présenté les avantages dont jouit l'Office, voici maintenant les désavantages dont il doit tenir compte. Le plus évident réside, encore une fois, dans la

taille de son portefeuille. Son importance nous permet d'accroître nos capacités à l'interne, d'établir des partenariats stratégiques et de saisir des occasions dont seuls quelques très grands investisseurs peuvent profiter, mais elle rend par ailleurs moins attrayants les placements en actions à faible capitalisation boursière ou en capital de risque qui sont, de par leur nature, difficilement réalisables à petite échelle.

### Quels choix stratégiques s'offrent à nous?

Nous en sommes maintenant rendus à la question cruciale. En tenant compte de notre objectif, de nos principes et des ressources à notre disposition, quels choix stratégiques s'offrent à nous?

Selon nous, deux options étaient envisageables pour obtenir le rendement réel de 4,2 % nécessaire au maintien du taux de cotisation actuel du RPC.

La première option était l'établissement d'un modèle simple et économique cadrant avec les objectifs et les préférences en matière de risque prévus par les divers intervenants, de même qu'avec notre perception actuelle quant à la nature unique des obligations financières du RPC.

En adoptant cette approche totalement passive, la caisse aurait profité, à faible coût, du rendement de placements liquides sur des marchés financiers à maturité. Cette approche n'aurait exigé qu'une petite équipe principalement consacrée à la conception du portefeuille et misant sur des programmes de placement passifs dirigés par des gestionnaires externes. La réduction maximale des coûts aurait constitué une priorité, et la surveillance du conseil d'administration aurait été moins élaborée.

Selon des hypothèses raisonnables en ce qui a trait au rendement des marchés financiers, un tel portefeuille aurait vraisemblablement pu produire, à long terme, le rendement nécessaire au maintien du taux de cotisation. Cette option aurait donc constitué une

solution stratégique viable. C'est d'ailleurs la stratégie qu'a adopté l'Office au cours de ses premières années d'existence.

La deuxième option était une approche axée sur la plus-value, faisant appel à des stratégies de placement plus actives en vue d'obtenir un rendement corrigé du risque supérieur. Comme j'y ai fait allusion un peu plus tôt, cette approche exige plus de personnel et une structure plus complexe. Les employés doivent avoir des compétences et des expériences diverses, et des systèmes, des politiques et des procédures adéquats doivent être mis en place.

Lorsque nous avons été confrontés au choix difficile entre ces deux approches entièrement différentes, nous avons agi comme toute personne rationnelle l'aurait fait : nous avons choisi les deux. Enfin, d'une certaine façon.

La première option, le modèle simple et économique, nous sert d'indice de référence. C'est le « portefeuille de référence du RPC », l'outil de comparaison qui nous permet d'évaluer nos décisions stratégiques et de mesurer notre rendement.

La deuxième option, l'approche axée sur la plus-value, est celle que nous avons retenue, parce qu'elle nous permet de tirer profit de nos avantages, qu'elle cadre avec notre mandat prescrit par la loi, soit de « dégager un rendement maximal tout en évitant les risques indus », et qu'elle tient compte de la nature des obligations financières du RPC.

Cette option s'harmonise également avec nos principes en matière de placement, notamment avec ceux dont j'ai parlé précédemment.

J'ai mentionné que les coûts de placement sont plus faciles à prévoir que les risques, et que les risques sont plus prévisibles que le rendement. Cela laisse entendre qu'il pourrait être préférable pour un organisme, dont la petite taille l'empêche d'être concurrentiel dans le recrutement et la fidélisation de personnel talentueux en vue de l'établissement de systèmes, de partenariats et d'autres capacités de calibre mondial en matière de

placement, d'adopter une stratégie qui lui permettra de réduire ses coûts tout en générant le rendement du marché. Dans cette optique, chaque dollar économisé en frais est un dollar d'alpha en plus, ce qui constitue assurément une stratégie profitable.

J'ai aussi affirmé que nous croyons qu'une forte corrélation existe entre le rendement moyen de placements non liquides, les actions de sociétés fermées par exemple, et celui de placements passifs comparables dans des sociétés cotées en bourse sur un long horizon temporel. À défaut d'avoir la taille suffisante et les autres caractéristiques requises pour avoir accès aux fonds et aux placements directs du premier quartile – voir du premier décile –, dont les rendements à long terme sont bien supérieurs à ceux qui peuvent être réalisés sur les marchés financiers, il est donc préférable d'éviter ces catégories d'actif.

Nous croyons en effet que la gestion active peut non seulement permettre de générer une plus-value, mais qu'elle peut le faire sans accroître outre mesure le risque auquel est exposé le portefeuille.

Quel que soit le cas, les implications sont claires : il n'existe pas de règle unique et universelle en matière de gestion d'une caisse de retraite. On peut en apprendre plus en examinant sa propre situation qu'en observant les autres. En l'absence de principes fondamentaux, il pourrait arriver qu'un organisme de placement se rende compte que plutôt que d'obéir à une stratégie, il a suivi le troupeau en investissant dans une catégorie d'actif, une région géographique ou un type de valeur mobilière qui ne correspond pas à son objectif.

Pour établir une stratégie de placement efficace, il importe tout d'abord de se connaître afin d'établir ses principes et de déterminer ses avantages et ses désavantages. Ce n'est qu'après cela que l'on peut procéder à l'établissement d'une stratégie et s'attaquer à la concurrence en vue d'obtenir des rendements qui cadrent avec ses objectifs et ses obligations financières.

Une fois cette étape franchie, il ne faut pas oublier l'importance de partager ses connaissances à l'occasion de forums comme celui-ci afin de progresser vers la réalisation de l'objectif principal, soit la sécurité de la retraite et l'adoption d'une position commune sur les questions d'intérêt.

J'ai abordé de nombreux sujets aux cours de mon allocution, et j'espère que vous pourrez en tirer quelque chose. Je serai heureux de répondre à vos questions.

Merci.