

Rapports

Introduction

La section « *Rapports* » permet d'approfondir des questions intéressant les diverses composantes du système financier (institutions, marchés et systèmes de compensation et de règlement).

Les obligations dites « feuille d'érable » sont des titres libellés en dollars canadiens, émis par des emprunteurs étrangers sur le marché canadien. Dans l'article intitulé « **Le marché des "obligations feuille d'érable"** », James Hatley examine ce segment du marché obligataire canadien, qui a connu l'expansion la plus rapide depuis l'abrogation, en 2005, de la règle sur les biens étrangers. Le développement du marché des titres d'émetteurs étrangers reflète la mobilité accrue des capitaux à l'échelle mondiale et favorise vraisemblablement l'efficacité du système financier international. Au Canada, le marché des obligations feuille d'érable a contribué à élargir l'éventail des placements à la disposition des investisseurs nationaux, permettant ainsi à ces derniers de diversifier davantage leurs portefeuilles, de réduire leurs risques et de bénéficier de rendements potentiellement plus élevés. La popularité et la pérennité des marchés des obligations d'émetteurs étrangers, dans d'autres pays, donnent à penser que le segment naissant des obligations feuille d'érable demeurera une composante viable du marché obligataire canadien.

Au Canada et dans d'autres pays industriels, la capitalisation des régimes de retraite à prestations déterminées pose des difficultés qui se sont aggravées considérablement depuis 2000, ce qui s'explique en grande partie par le fait que l'actif comme le passif de ces régimes ont souffert de l'évolution des marchés financiers. Tout engagement de retraite non capitalisé peut avoir un effet négatif sur la situation financière de l'entreprise ou de l'organisme gouvernemental qui joue le rôle de promoteur du régime, en exposant celui-ci à une ponction possible sur sa trésorerie. Une telle situation peut, à tout le moins, entraîner certaines

difficultés financières et, dans le pire des cas, avoir des conséquences néfastes sur l'ensemble du système financier. Dans son article ayant pour titre « **Le point sur la capitalisation des régimes de retraite à prestations déterminées au Canada** », Jim Armstrong passe en revue l'évolution récente de la situation de capitalisation des régimes de retraite au Canada, et évalue son incidence sur le système financier. L'auteur met en lumière les résultats d'une nouvelle étude de Mercer, Consultation en ressources humaines, qui actualise une étude antérieure dont il avait été question dans la livraison de juin 2004 de la *Revue du système financier*. L'étude présente une analyse de l'état actuel des choses ainsi qu'une projection sur cinq ans établie en fonction de trois scénarios économiques.

En décembre 2005, la Banque du Canada a sondé les lecteurs de la *Revue du système financier*. Dans l'article qu'elle consacre à ce sujet, « **Résultats du sondage mené auprès des lecteurs de la *Revue du système financier*** », Jean Mair souligne que la publication attire des lecteurs divers aux intérêts multiples et que, dans l'ensemble, ces derniers sont satisfaits de la *Revue*.

Le marché des « obligations feuille d'érable »

James Hately

Au Canada, l'émission d'obligations de sociétés a connu un essor appréciable au cours de la dernière décennie. Depuis l'abrogation de la règle sur les biens étrangers, au début de 2005, un segment de ce marché, celui des obligations feuille d'érable, a enregistré une croissance particulièrement rapide. Les émissions de ce type de titre ont totalisé plus de 17 milliards de dollars jusqu'à maintenant en 2006, et quelque 30 milliards de dollars depuis le début de 2005.

Les obligations feuille d'érable sont définies comme des obligations libellées en dollars canadiens, émises par des emprunteurs étrangers sur le marché national canadien des titres à revenu fixe. Les obligations émises par des entités étrangères jouissent d'une grande popularité sur la plupart des principaux marchés de titres à revenu fixe, en particulier aux États-Unis (obligations Yankee), au Royaume-Uni (obligations bouledogue), au Japon (obligations samouraï), en Nouvelle-Zélande (obligations kiwi) et en Australie (obligations kangourou). Même si le marché canadien des titres à revenu fixe possède lui aussi des caractéristiques propres à intéresser les émetteurs étrangers (notamment un marché bien développé des obligations d'État et un marché liquide des produits dérivés de change), les obligations feuille d'érable ont été pratiquement inexistantes jusqu'en 2005.

Le présent article passe en revue l'évolution du marché de ce type d'obligations et explique en quoi il a vraisemblablement amélioré l'efficacité du système financier canadien. Nous examinons d'abord la croissance du marché de ces titres et les facteurs à l'origine de celle-ci. Dans les deuxième et troisième sections, nous étudions les raisons pour lesquelles les obligations feuille d'érable intéressent aussi bien les émetteurs que les investisseurs. La quatrième section est consacrée à des questions liées à la liquidité du marché secondaire. Enfin, la cinquième section présente une évaluation des répercussions potentielles de cette catégorie

relativement nouvelle de titres à revenu fixe sur l'efficacité des marchés financiers canadiens.

L'essor du marché des obligations feuille d'érable

Le développement rapide du marché des obligations feuille d'érable peut être attribué principalement à la conjoncture financière fondamentalement favorable, qui a alimenté l'expansion continue des émissions d'obligations de sociétés canadiennes, et à l'abrogation récente de la règle sur les biens étrangers. Bien que ces facteurs aient contribué à la forte demande d'obligations feuille d'érable de la part des investisseurs, l'offre de ce nouveau type d'instrument à revenu fixe a également bénéficié de conditions avantageuses sur le marché des swaps.

Un climat favorable au marché canadien des obligations de sociétés

Deux facteurs ont soutenu la croissance du marché canadien des obligations de sociétés. Le premier est la réduction des emprunts du gouvernement fédéral. Comme les déficits budgétaires des années 1980 et du début de la décennie suivante avaient considérablement amplifié les besoins de financement du gouvernement fédéral, les émissions brutes de titres de dette de ce dernier atteignaient 60 milliards de dollars en 1996. Le niveau élevé des émissions de titres d'État étouffait en quelque sorte les émissions d'obligations de sociétés au Canada, si bien que le montant des émissions non gouvernementales était relativement modeste (Graphique 1).

La réduction subséquente de la valeur brute des emprunts du gouvernement fédéral s'est accompagnée d'une hausse appréciable des émissions d'obligations de sociétés, qui ont doublé depuis 1996 (Graphique 2).

Le second facteur à l'origine de cet essor est l'augmentation de la taille et du degré de sophistication des investisseurs institutionnels sur le marché des titres à revenu fixe au Canada. L'aptitude accrue de ces investisseurs à analyser le risque de crédit, la gamme de plus en plus étendue d'instruments offerts et la capacité de couvrir certains risques de crédit grâce aux produits dérivés sont autant d'éléments qui ont contribué à stimuler leur intérêt pour les titres émis par des entités étrangères.

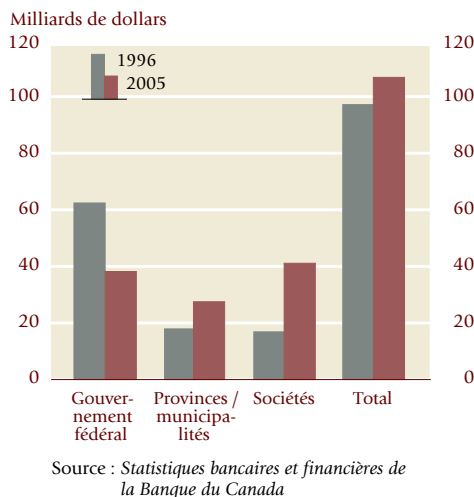
L'abrogation de la règle sur les biens étrangers

Dans son budget de 2005, le gouvernement fédéral a annoncé l'abrogation de la règle sur les biens étrangers. Cette règle, instaurée en 1971, limitait à 10 % de la valeur totale du portefeuille les placements que les particuliers et les institutions pouvaient détenir en actifs étrangers donnant droit à un impôt différé. Ce plafond a été augmenté à quelques reprises dans les années suivantes, et, à partir de 2001, la part des actifs étrangers détenus dans des régimes de retraite et fonds de pension au pays ne pouvait excéder 30 %.

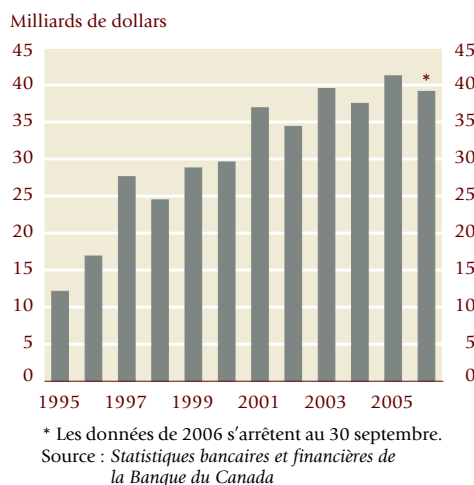
Chaque fois que cette limite a été haussée, les placements nets des Canadiens dans des titres étrangers se sont aussi accrus. La plupart des investisseurs ont toutefois consacré la presque totalité de la proportion permise de contenu étranger à l'achat d'actions étrangères, généralement jugées plus avantageuses que les obligations sur le plan de la diversification et du rendement. Cette préférence a fait presque tripler la valeur des actions étrangères acquises par les Canadiens, qui est passée d'un peu plus de 20 milliards de dollars en 1999 à plus de 60 milliards en 2000, tandis que la limite de contenu étranger était relevée de 20 à 25 % (Statistique Canada 2006). Le montant total investi dans des obligations étrangères est cependant demeuré assez faible, à environ 3 milliards de dollars. Le marché canadien des titres à revenu fixe était habituellement considéré comme « fermé », du fait que la quasi-totalité des actifs de cette catégorie détenus par les investisseurs étaient toujours issus d'émissions canadiennes intérieures. Cette situation, estimait-on généralement, expliquait le fait que les émissions canadiennes, en particulier celles des sociétés financières, étaient assorties d'écarts de rendement plus étroits — par rapport aux obligations du gouvernement canadien sur le marché intérieur — que ne le justifiait la qualité de leur crédit.

L'abrogation de la règle sur les biens étrangers devait toutefois fournir aux investisseurs l'occasion

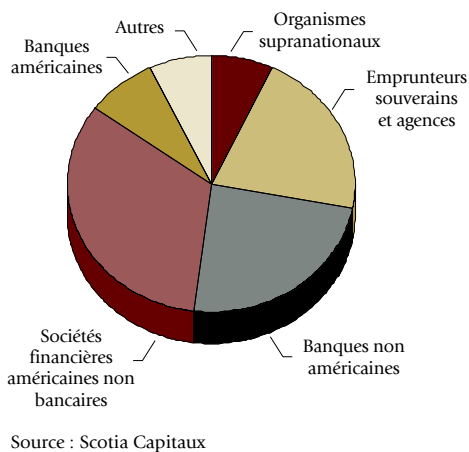
Graphique 1
Valeur brute des émissions d'obligations canadiennes



Graphique 2
Valeur brute des émissions d'obligations de sociétés canadiennes



Graphique 3
Émetteurs d'obligations feuille d'érable



de diversifier davantage leurs portefeuilles, non seulement par l'acquisition d'actions étrangères, mais aussi de titres de dette étrangers. Depuis l'abolition de cette règle, l'investissement des Canadiens dans les titres étrangers, en particulier dans les émissions d'obligations étrangères (dont les obligations feuille d'érable), a progressé sensiblement pour atteindre un niveau mensuel record de 5,2 milliards de dollars en mars 2006.

Conditions favorisant l'émission d'obligations feuille d'érable

Les émetteurs d'obligations feuille d'érable sont habituellement de grandes institutions, qui se livrent à des opérations de trésorerie complexes et qui sont actives sur les marchés mondiaux de capitaux. Quelque 50 % des émissions d'obligations de ce type ont été lancées par des emprunteurs européens, et un peu plus de 40 %, par des emprunteurs américains¹. Par ailleurs, environ les deux tiers des obligations émises en 2006 l'ont été par des États souverains et des organismes gouvernementaux, ainsi que par des sociétés financières des États-Unis (Graphique 3).

La plupart des entités émettrices d'obligations feuille d'érable n'ayant pas naturellement besoin de dollars canadiens, l'activité sur le marché tend à être générée par les possibilités d'arbitrage. Les emprunteurs recourent d'ordinaire aux obligations feuille d'érable lorsque cette option leur permet de mobiliser des fonds à un coût équivalent ou inférieur à celui d'une émission sur d'autres marchés. La mesure dans laquelle il est financièrement avantageux, pour un émetteur, d'emprunter des fonds en dollars canadiens puis de les convertir dans la monnaie de son choix, au moyen de swaps, influe donc sur la décision d'émettre ou non des obligations feuille d'érable.

Avant la suppression de la règle sur les biens étrangers, les opérations du marché canado-américain des swaps de base étaient habituellement menées à l'initiative de grands emprunteurs canadiens (principalement les gouvernements provinciaux et les banques), qui lançaient des émissions en dollars É.-U. sur le marché américain et en convertissaient le produit en dollars canadiens au moyen de swaps. La rareté des opérations en sens inverse

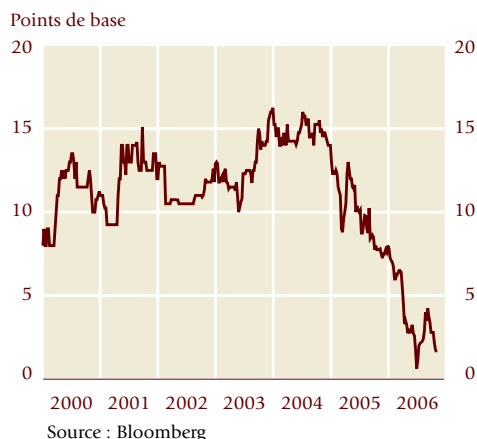
1. Les 10 % restants proviennent d'émetteurs établis en Australie ou en Asie.

a donné lieu à des écarts de taux relativement larges sur les swaps de base².

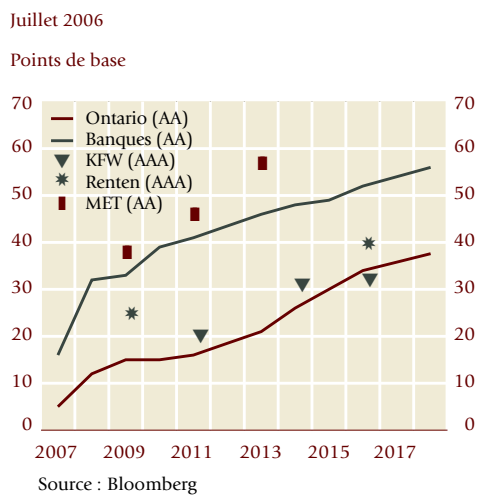
La croissance récente des émissions de titres en dollars canadiens par des entités étrangères, et la nécessité d'en convertir le produit en une monnaie de financement différente, ont toutefois rétréci les écarts sur les swaps de base (Graphique 4). Ce resserrement devrait rendre les emprunteurs étrangers moins enclins à émettre des obligations feuille d'érable, de sorte que l'offre pourrait potentiellement dépendre des cycles du marché des swaps de base. Cette situation s'apparenterait à celle déjà observée dans d'autres marchés de titres étrangers, comme celui des obligations kangourou, où l'offre a diminué en 2002-2003 par suite du rétrécissement des écarts sur les swaps de base australiens³.

L'avantage que présente une émission d'obligations feuille d'érable, sur le plan des coûts, est aussi déterminé par le niveau général des écarts de rendement sur les obligations de sociétés dans le marché canadien. De l'avis général, l'application de la règle sur les biens étrangers explique pourquoi les coûts de financement des sociétés financières et des gouvernements provinciaux canadiens ont été bas, ces dernières années, par rapport à ceux que des émetteurs ayant une cote de crédit similaire auraient assumés sur d'autres marchés. À preuve, les emprunteurs étrangers bien cotés ont la possibilité, dans bien des cas, d'émettre des obligations feuille d'érable assorties d'écarts de rendement supérieurs à ceux d'émissions canadiennes moins bien cotées, tout en s'assurant un financement à coût avantageux. Parmi les exemples récents figure celui de KFW, une institution financière allemande cotée AAA dont la dette est entièrement garantie par l'État allemand. KFW a mis en vente, sur le marché canadien, des obligations présentant un écart de rendement légèrement supérieur à celui des obligations d'échéance similaire émises par la province de l'Ontario, lesquelles sont cotées AA (Graphique 5)⁴.

Graphique 4
Écart sur swap de base à cinq ans – Canada vs États-Unis

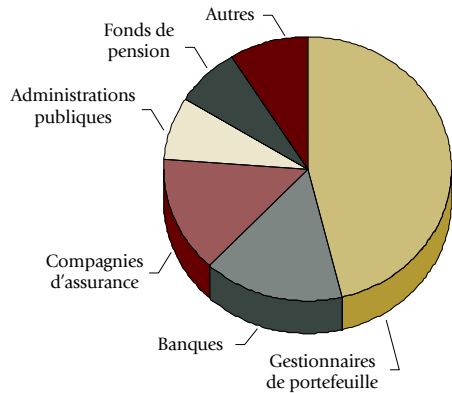


Graphique 5
Écarts de rendement comparés



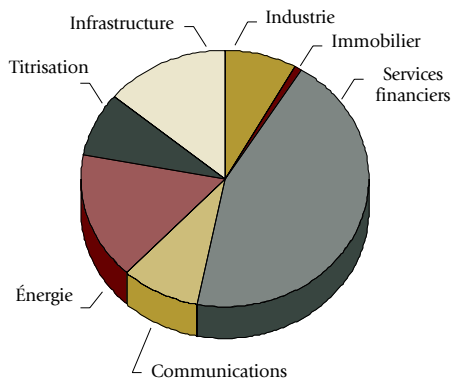
2. Aucune raison économique ne justifie que des swaps de base présentent un écart différent de zéro. Tout écart positif ou négatif dénote généralement un déséquilibre entre les pressions exercées par l'offre et la demande à l'égard d'une monnaie ou d'un taux variable de référence.
3. Les chiffres des émissions peuvent être obtenus auprès du Australian Bureau of Statistics. Pour de plus amples renseignements sur les obligations kangourou, voir Battellino et Chambers (2006).
4. Il est probable, aussi, que cet écart plus élevé soit offert en contrepartie de la liquidité moindre des obligations feuille d'érable. Rentenbank (l'agence allemande de l'agriculture, cotée AAA) et MetLife figurent également au Graphique 5.

Graphique 6
Acheteurs d'obligations feuille d'érable en 2006



Source : Scotia Capitaux

Graphique 7
Indice Scotia Capitaux des obligations de sociétés
Pondération sectorielle



Source : Scotia Capitaux

Le coût total des fonds mobilisés par KfW grâce à cette opération est toutefois comparable à celui qu'aurait impliqué l'émission de titres de dette analogues sur d'autres grands marchés obligataires. Bien que la majorité des émetteurs d'obligations feuille d'érable soient des sociétés financières ou des organismes supranationaux, ce marché est également ouvert aux sociétés non financières. Les firmes Network Rail de Grande-Bretagne, France Télécom et New Zealand Telecom, par exemple, ont elles aussi procédé à des émissions d'obligations en dollars canadiens.

Les investisseurs

Les obligations feuille d'érable continuent de susciter un intérêt croissant chez les investisseurs. À l'heure actuelle, ces titres font partie du portefeuille d'une centaine d'institutions, soit environ trois fois plus qu'il y a un an. En outre, d'autres investisseurs ont manifesté leur intention d'acheter de telles obligations dans les mois à venir⁵.

Les obligations feuille d'érable élargissent l'univers des actifs à revenu fixe proposés aux investisseurs institutionnels sur le marché canadien. Elles offrent également aux investisseurs nationaux la possibilité de diversifier leurs avoirs en titres à revenu fixe et de toucher un rendement plus élevé (par rapport à celui des émissions nationales de titres de dette dont la qualité du crédit est similaire), tout en évitant le risque de change. Les plus gros acheteurs sont les gestionnaires de portefeuille (Graphique 6).

La diversification du risque de crédit est la principale raison qui incite les investisseurs à acheter des obligations feuille d'érable. Ces titres permettent en effet aux institutions de limiter leur exposition face aux grands émetteurs du pays (gouvernements provinciaux et sociétés financières). Les émissions intérieures sur le marché canadien des titres à revenu fixe demeurent assez concentrées, environ 75 % des émissions provinciales provenant de l'Ontario et du Québec. En 2005, moins de 25 milliards de dollars d'obligations ont été émises par des sociétés non financières au Canada. Les sociétés financières, en majorité des grandes banques, forment 44 % de l'indice Scotia Capitaux des obligations de sociétés (Graphique 7)⁶. Dans une enquête récente, 35 % des clients institutionnels ont déclaré qu'ils comptaient acheter

5. Sources : Scotia Capitaux et Greenwich Associates

6. L'indice Scotia Capitaux des obligations de sociétés couvre toutes les émissions en dollars canadiens d'obligations de haute qualité de sociétés établies au Canada, dont la taille est d'au moins 100 millions de dollars et qui comptent 10 souscripteurs ou plus.

des obligations feuille d'érable comme substitut des obligations provinciales⁷.

Les obligations feuille d'érable étant vendues par un grand nombre de sociétés financières internationales, ce genre de placement rend surtout possible une diversification du crédit parmi différents emprunteurs, et non parmi différents secteurs. Il permet néanmoins aux investisseurs d'acquérir des titres de grandes firmes internationales, et non seulement de sociétés financières canadiennes, moyennant des écarts de rendement comparables.

Les obligations feuille d'érable offrent également des possibilités de diversification du risque de crédit hors du cercle des grands émetteurs nationaux sans aucun risque de change. Elles peuvent aussi présenter des écarts de taux plus avantageux que les instruments intérieurs similaires, le rendement des émissions d'obligations feuille d'érable bien cotées étant habituellement assorti d'une prime de risque supérieure à celles offertes par les principaux émetteurs nationaux.

Les investisseurs du marché des titres à revenu fixe peuvent profiter de cette diversification sans recourir aux obligations feuille d'érable, en achetant des titres libellés en monnaie étrangère sur le marché national de l'émetteur, puis en convertissant les flux monétaires en dollars canadiens grâce à des swaps. L'opération est plus complexe que l'achat de titres en dollars canadiens; comme les investisseurs peuvent être appelés à déposer des garanties de temps à autre, ils doivent avoir préalablement conclu un accord ISDA avec leurs banques pour pouvoir effectuer des swaps. Suivre la valeur d'un swap et d'une émission étrangère peut aussi exiger des systèmes supplémentaires et entraîner des coûts d'exploitation accrus pour les investisseurs. De plus, bon nombre d'entre eux gèrent des mandats qui restreignent l'usage qu'ils peuvent faire des swaps.

La liquidité du marché des obligations feuille d'érable

La liquidité du marché secondaire des obligations feuille d'érable est plutôt limitée, ce qui n'a rien d'étonnant dans un marché obligataire en expansion où les émissions peuvent être irrégulières et de taille modeste. Deux facteurs structurels peuvent également restreindre la liquidité du marché secondaire.

Premièrement, le processus d'émission des obligations feuille d'érable diffère souvent de celui des

obligations de sociétés nationales. Les premières sont habituellement offertes dans le cadre d'un placement privé de titres étrangers, tandis que les secondes sont vendues par l'intermédiaire d'un appel public à l'épargne lancé par un groupe, ou un syndicat, de courtiers en valeurs mobilières. L'émetteur étranger qui recourt à un placement privé a l'avantage de ne pas être obligé de soumettre un prospectus d'émission complet au Canada à des fins de communication financière⁸. Il lui suffit d'utiliser un prospectus préalable déjà déposé en Europe ou aux États-Unis. Cette procédure permet d'économiser temps et argent et d'émettre régulièrement des obligations sur d'autres marchés. Les frais juridiques sont moins élevés, les états financiers trimestriels n'ont pas à être vérifiés, et l'émetteur n'est pas tenu de présenter des documents officiels aux commissions provinciales et territoriales des valeurs mobilières⁹.

Bien que la demande d'obligations feuille d'érable provenant des investisseurs institutionnels soit relativement forte et qu'elle continue de croître, le fait que les émetteurs choisissent de s'en tenir à leur propre filière de dépôt de prospectus contribue peut-être à restreindre la liquidité. En cas de faillite de l'émetteur, les investisseurs canadiens pourraient être contraints d'entamer des poursuites judiciaires dans un autre pays, un risque qui a incité certains d'entre eux à limiter leurs achats d'obligations feuille d'érable.

Deuxièmement, la taille relativement modeste des syndicats de courtiers chargés des émissions d'obligations feuille d'érable peut aussi limiter la liquidité des titres. Bon nombre de ces émissions ne font intervenir qu'un ou deux courtiers. Peu de courtiers sont donc disposés à assurer la tenue du marché d'une obligation feuille d'érable en particulier, ce qui réduit la liquidité globale de l'émission en question. Cette situation a suscité certaines inquiétudes chez les investisseurs quant aux conditions du marché secondaire. Ces inquiétudes, conjuguées au fait que les obligations feuille d'érable sont généralement vendues dans le cadre

7. Enquête sur le marché des titres à revenu fixe réalisée par BMO auprès de 85 clients institutionnels en mars 2006.

8. Le régime d'information multinational permet aussi aux sociétés de procéder à des émissions sans devoir déposer un prospectus complet. Ce régime, établi conjointement par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières et la U.S. Securities and Exchange Commission, réduit les exigences touchant la communication financière régulière et les autres déclarations.

9. Beaucoup d'investisseurs particuliers canadiens n'ont pas accès aux obligations feuille d'érable offertes en tant que placement privé. La réglementation provinciale sur les valeurs mobilières limite généralement l'achat de placements privés non exemptés aux investisseurs jugés admissibles (selon les critères de la valeur nette et du niveau de revenu).

de placements privés de titres étrangers, peut inciter les investisseurs à conserver celles-ci jusqu'à l'échéance, ce qui vient accentuer davantage le problème de liquidité. À mesure que les marchés gagneront en maturité, on peut s'attendre à ce que les émetteurs recherchent des syndicats réunissant plusieurs courtiers, procèdent à des émissions plus fréquentes et privilégient les appels publics à l'épargne plutôt que les placements privés. Cette stratégie contribuerait à porter la liquidité du marché secondaire à un niveau comparable à celle d'autres marchés obligataires étrangers.

Les répercussions sur l'efficacité du marché canadien des titres à revenu fixe

L'essor que connaissent les obligations d'émetteurs étrangers dans plusieurs pays améliore l'efficacité des marchés à l'échelle mondiale. Ces titres ont élargi le bassin des instruments à la disposition des investisseurs et assuré un financement à meilleur coût aux émetteurs. La croissance qu'a enregistrée dernièrement le marché des obligations feuille d'érable, à la suite de l'abrogation de la règle sur les biens étrangers, a permis au Canada de suivre la tendance mondiale dans ce domaine et a favorisé une plus grande efficacité des marchés de capitaux nationaux¹⁰.

Le développement du marché des obligations feuille d'érable a rendu le marché obligataire canadien plus complet, en élargissant l'éventail des produits offerts aux investisseurs canadiens. Ces derniers ont ainsi davantage de possibilités de diversifier leur portefeuille et d'en améliorer l'efficacité.

En intensifiant la concurrence dans le secteur des fonds de placement nationaux, la croissance du marché des obligations feuille d'érable s'est également traduite par une allocation plus efficace des ressources. De fait, la présence de ces titres peut contribuer à une meilleure détermination des prix des autres émissions de sociétés nationales et au resserrement des écarts sur les swaps de base. S'il n'en résulte pas nécessairement un financement à moindre coût pour les grands emprunteurs nationaux, la meilleure évaluation des risques qui en découle profite au système financier canadien dans son ensemble. Des observations empiriques tendent à indiquer que l'émission d'obligations feuille d'érable a exercé une certaine

pression à la hausse sur les écarts de rendement du marché national, en particulier pour les sociétés financières canadiennes et les emprunteurs provinciaux¹¹. Mais un tel élargissement des écarts de taux serait compensé en partie par les avantages que tirent certains émetteurs canadiens de la réduction des écarts sur les swaps de base, et par les rendements plus élevés, et plus représentatifs du risque, que touchent les investisseurs du pays. Pour les grands émetteurs nationaux, une réduction des écarts sur les swaps crée des possibilités de financement à moindre coût sur les marchés étrangers.

Certes, le développement du marché des obligations feuille d'érable a eu une influence positive sur l'efficacité des marchés canadiens de titres à revenu fixe, mais celle-ci a été tempérée par le faible niveau d'activité sur le marché secondaire et par l'éventail restreint des émetteurs étrangers. Le dynamisme accru du marché secondaire des titres existants augmenterait l'efficacité du marché en général, en abaissant les coûts d'ajustement des portefeuilles des investisseurs. De plus, l'élargissement du bassin des émetteurs étrangers permettrait aux investisseurs de diversifier davantage leurs avoirs et de prendre des engagements dans différents secteurs, plutôt qu'auprès de différentes institutions seulement. De telles conditions pourraient apparaître à mesure que les marchés gagneront en maturité, si bien que d'autres gains d'efficacité sont à prévoir dans l'avenir.

Des progrès marquants continuent d'être enregistrés sur le marché des obligations feuille d'érable. Ainsi, Scotia Capitaux a créé le premier indice des obligations feuille d'érable au Canada (l'indice Maple). Celui-ci a englobé dès le départ 55 titres d'une valeur marchande totale d'environ 20 milliards de dollars. Cet indice est important, car il offre aux investisseurs un point de repère pour évaluer le rendement de leurs obligations. D'autre part, la firme Moody's a annoncé en mai 2006 qu'elle évaluerait dorénavant toutes les obligations canadiennes cotées émises par des entités étrangères. La firme a inscrit plus de 70 émetteurs étrangers à son service canadien d'évaluation du crédit, et de nouvelles sociétés y seront ajoutées à mesure qu'elles entreront sur le marché.

10. Voir Bauer (2004) ainsi que Hendry et King (2004) pour une analyse de l'efficacité des marchés financiers.

11. Selon Marchés mondiaux CIBC (4 juillet 2006), l'élargissement des écarts sur les obligations de société observé en 2006 serait imputable en partie à l'émission d'obligations feuille d'érable.

Conclusion

Depuis un certain temps déjà, les obligations d'émetteurs étrangers libellées en monnaie nationale sont très répandues dans la plupart des grands marchés de titres à revenu fixe. Ce ne fut toutefois pas le cas au Canada, où le développement de ce marché a été freiné par des dispositions législatives limitant la proportion de placements étrangers que les investisseurs pouvaient détenir en exonération d'impôt.

L'essor récent de ce marché a accru l'efficacité du système financier canadien. Les investisseurs du pays ont accès à un éventail de placements plus large, qui leur donne la possibilité de diversifier davantage leurs portefeuilles, de réduire leurs risques et d'augmenter leurs rendements. De plus, la concurrence accrue que se livrent les émetteurs pour attirer les investisseurs nationaux permet une meilleure évaluation du risque lié aux opérations financières. Le marché des obligations feuille d'érable en est encore à ses balbutiements; l'activité est limitée sur le marché secondaire, et les émissions sont fortement concentrées dans les secteurs des institutions financières et des organismes supranationaux. Mais l'expérience vécue par d'autres pays au chapitre des obligations d'émetteurs étrangers donne à penser que le marché des obligations feuille d'érable demeurera un segment viable du marché obligataire canadien dans l'avenir, bien que sa taille relative dépendra sans doute de facteurs cycliques.

Bibliographie

- Australian Bureau of Statistics (2006). « Kangaroo Bonds », *Year Book Australia, 2006*. Document accessible à l'adresse www.abs.gov.au.
- Banque de Montréal (2006). « Quarterly Account Survey (Q1 2006) », mars.
- Banque des Règlements Internationaux (2005). « Sharing Experiences in Developing Corporate Bond Markets », allocution prononcée par Malcolm Knight lors d'un séminaire tenu sous les auspices de la Banque populaire de Chine, Kunming, novembre.
- Battellino, R., et M. Chambers (2006). « An Overview of the Australian Corporate Bond Market », coll. « BIS Papers », n° 26, p. 45-55.
- Batten, J., P. McKeen et P. G. Szilagyi (2004). *Kangaroo Bond Issuance in Australia*.

- Bauer, G. H. (2004). « Typologie de l'efficacité des marchés », *Revue du système financier*, Banque du Canada (décembre), p. 39-42.
- Davies, M., et L. D. Smith (2004). « Credit Quality in the Australian Non-Government Bond Market », *Financial Stability Review*, Banque de réserve d'Australie (mars), p. 46-51.
- Greenwich Associates (2006). « Foreign Fixed Income in Canada: A Toe in the Water », août.
- Hendry, S., et M. King (2004). « L'efficacité des marchés canadiens de capitaux : survol des travaux de recherche de la Banque du Canada », *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 5-19.
- Marchés mondiaux CIBC (2006). « Corporate Debt Research », 4 juillet.
- Statistique Canada (2006). « Opérations internationales du Canada en valeurs mobilières », *Le Quotidien* (17 mai).

Le point sur la capitalisation des régimes de retraite à prestations déterminées au Canada

Jim Armstrong

Depuis 2000, la situation de capitalisation des régimes de retraite à prestations déterminées, au Canada et dans d'autres pays industriels, s'est détériorée, principalement en raison des retombées défavorables qu'a eues l'évolution des marchés financiers sur l'actif et le passif de ces régimes. Or, tout engagement de retraite non capitalisé peut avoir des incidences négatives sur la situation financière de l'entreprise ou de l'organisme gouvernemental qui joue le rôle de promoteur du régime, en entraînant une ponction sur sa trésorerie aux fins de cotisations spéciales. À tout le moins, les coûts peuvent se révéler assez lourds et, dans le pire des cas, le système financier pourrait en pâtir, sans parler du promoteur et de ses salariés.

Les salariés pourraient naturellement devoir porter en partie le fardeau que représente le déficit persistant des régimes à prestations déterminées, par une augmentation de leurs cotisations, une diminution de leurs prestations ou, dans certains cas, la conversion ou la liquidation du régime. En effet, les déficits de capitalisation se rangent au nombre des facteurs susceptibles de menacer la viabilité des régimes à prestations déterminées¹.

Le système de pension joue un rôle important au sein du système financier. Le présent article traite des perspectives à court terme en matière de solvabilité des régimes de retraite et plus particulièrement de l'influence qu'exerce, à cet égard, l'évolution des marchés financiers. L'auteur donne un aperçu des résultats obtenus par Mercer, Consultation en ressources humaines dans le cadre d'une étude menée pour le compte de la Banque du Canada et qui fait suite à une autre effectuée en 2004 (Armstrong, 2004). Mercer s'est servi de l'information contenue dans sa base de données clients

au sujet des promoteurs de régime. Cette base de données réunit des renseignements sur les régimes de retraite agréés de compétence fédérale ou provinciale, partout au Canada, dans les secteurs public et privé².

Aux fins de l'étude, on a présumé que, à brève échéance, il revenait aux promoteurs de combler les déficits de capitalisation au moyen de cotisations spéciales accrues. Il est toutefois entendu que cette hypothèse n'est qu'une schématisation des issues les plus probables, c'est-à-dire que les salariés devraient également assumer une partie de ces déficits.

Contexte

C'est la faiblesse des marchés boursiers entre 2000 et la fin de 2002 qui a d'abord soulevé des inquiétudes quant à la détérioration de la situation financière des régimes de retraite à prestations déterminées des entreprises au Canada (Graphique 1). En effet, les actions constituent généralement entre 50 et 60 % de l'actif des grandes caisses de retraite canadiennes. Aspect plus préoccupant encore, la baisse des taux d'intérêt à long terme a affaibli la capitalisation des régimes, en faisant augmenter les estimations du passif actuariel. Ce dernier dépend de la valeur actualisée des

1. Pour en savoir plus sur les questions touchant l'avenir des régimes à prestations déterminées au Canada, voir Armstrong et Selody (2005).

2. Selon les données de Statistique Canada, les régimes gérés par Mercer comptent pour environ 35 % des régimes de retraite agréés au Canada. Ainsi, la base de données de cette entreprise est celle qui fournit l'image la plus complète du système. Sont exclus de l'étude les régimes publics, tels que la Sécurité de la vieillesse, le Régime de pensions du Canada et le Régime de rentes du Québec, qui sont partiellement capitalisés et qui ne sont pas des régimes de retraite agréés, ainsi que les régimes de pension des fonctionnaires dont l'actif se trouve en tout ou en partie dans les fonds de revenus consolidés d'administrations publiques, comme les régimes des employés de l'État et du gouvernement du Québec.

prestations de retraite futures³. Les marchés boursiers ont fini par remonter la pente, mais les rendements obligataires sont demeurés généralement bas (Graphique 1)⁴.

Le problème de capitalisation a été aggravé par le fait que de nombreux promoteurs de régime se sont accordé des périodes de suspension des cotisations dans les années 1990, les régimes affichant alors un excédent. Quand ce choix n'était pas volontaire, il était motivé par la *Loi de l'impôt sur le revenu*, qui prévoit un plafond aux surplus que peuvent détenir les régimes.

Les règles de capitalisation des régimes de retraite

Au Canada, les régimes à prestations déterminées sont régis par les autorités fédérales ou provinciales, selon que les salariés travaillent dans un domaine relevant de l'un ou l'autre ordre de gouvernement.

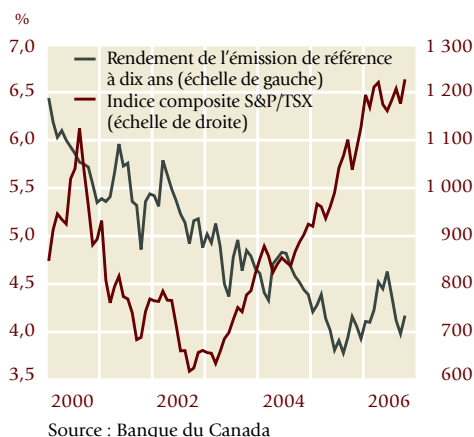
Les règles de capitalisation

Au moins une fois tous les trois ans, les régimes à prestations déterminées doivent soumettre un rapport d'évaluation actuarielle à leur organisme de réglementation, à savoir le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) à l'échelon fédéral ou l'organisme de réglementation de la province concernée.

Le rapport doit contenir deux évaluations : l'une effectuée selon *l'approche de continuité* et l'autre suivant *l'approche de solvabilité*. L'évaluation réalisée selon l'approche de continuité se fonde sur la valeur à long terme de l'actif et du passif du régime⁵.

3. La baisse des rendements obligataires entraîne une plus-value des portefeuilles d'obligations (qui constituent généralement quelque 40 % de l'actif des régimes), mais elle gonfle aussi 100 % de la valeur du passif. Par conséquent, l'effet net sur la capitalisation s'avère très nuisible. Ce problème est aggravé du fait que la durée des obligations en portefeuille est souvent inférieure à celle des éléments du passif, de sorte que ces derniers deviennent relativement plus sensibles aux fluctuations des taux d'intérêt.
4. Il convient de souligner également que la capitalisation des régimes a souffert des changements apportés récemment aux normes actuarielles pour tenir compte de l'accroissement de l'espérance de vie. De ce fait, l'évaluation du passif de solvabilité est plus étroitement assujettie aux taux d'intérêt en vigueur.
5. L'évaluation selon l'approche de continuité peut reposer sur la valeur marchande de l'actif du régime ou sur sa valeur à long terme, cette dernière étant calculée suivant une méthode de lissage ou un processus de modélisation. Le passif correspond à la valeur actualisée des versements de rente prévus, valeur qui incorpore l'incidence de variables comme les hausses de salaire.

Graphique 1
Variables clés touchant la capitalisation des régimes de retraite



Tout déficit (situation où le passif est supérieur à l'actif, de sorte que le ratio de capitalisation est inférieur à 100 %) dégagé selon cette méthode doit être comblé sur une période d'au plus quinze ans par le promoteur. À cette fin, ce dernier est tenu de verser des cotisations spéciales, outre les cotisations régulières couvrant le coût normal des prestations.

Pour l'évaluation de la solvabilité, on présume que le régime est liquidé sur-le-champ. Suivant cette méthode, la valeur marchande ou la juste valeur est assimilée à l'actif du régime, et la valeur liquidative, au passif du régime. Si un déficit apparaît, il doit être corrigé sur une période d'au plus cinq ans.

Quand un régime accuse à la fois un déficit de solvabilité et un déficit de continuité, la loi exige que soit effectué le versement minimum le plus élevé. Dans presque tous les cas, ce versement correspond au paiement de solvabilité prévu par le législateur. C'est pourquoi la présente étude porte principalement sur les problèmes de solvabilité.

Parmi les autres règles de capitalisation, la *Loi de l'impôt sur le revenu* appliquée par le gouvernement fédéral interdit toute cotisation aux promoteurs dont le régime affiche un excédent supérieur à certains seuils⁶.

Des mesures d'allègement des déficits de solvabilité

Dans son budget de mai 2006, le gouvernement fédéral a annoncé des mesures temporaires visant à alléger le fardeau du déficit de solvabilité, « ce qui contribuera au rétablissement ordonné de l'entière capitalisation [des] régimes, tout en assurant la protection des prestations promises ». Parmi ces mesures, la principale autorise les promoteurs de régime à répartir leurs paiements de solvabilité sur dix ans au lieu de cinq, sous réserve de certaines conditions : obtenir l'approbation d'une proportion préétablie de participants et de retraités ou obtenir des lettres de crédit garantissant l'écart entre les paiements de solvabilité étalés sur dix ans et ceux qui auraient été exigés sur cinq ans.

Par l'entremise de son organisme de réglementation, la Régie des rentes du Québec, la province de Québec a adopté des mesures d'allègement semblables pour les régimes sous réglementation québécoise.

6. Aux termes de l'article 147.2 de la *Loi de l'impôt sur le revenu*, les cotisations de l'employeur à un régime de retraite agréé doivent prendre fin une fois atteint le surplus maximum permis, soit généralement 10 % du passif du régime.

Une évaluation de la solvabilité actuelle des régimes

L'étude de Mercer évalue comme suit la solvabilité actuelle des régimes. Premièrement, pour chaque régime contenu dans l'échantillon, Mercer établit par extrapolation la situation de capitalisation entre la date du dernier rapport réglementaire et le 31 décembre 2005, puis le 31 mai 2006. La valeur marchande projetée de l'actif du régime est calculée à partir des rendements obtenus par la caisse de retraite, qui sont eux-mêmes déterminés dans chaque cas sur la base de la composition cible de l'actif du régime et des rendements effectifs du marché. Le passif du régime est projeté en fonction des renseignements que renferme la base de données sur chaque client.

Le Tableau 1 présente un état de la solvabilité au 31 décembre 2003 (date de l'étude précédente) et au 31 mai 2006, soit la dernière date d'estimation. Tout compte fait, il semble que la situation de capitalisation se soit quelque peu améliorée au cours des deux années et demie écoulées :

- la proportion de l'actif des régimes insolubles (ratio de solvabilité inférieur à 100 %) par rapport à l'actif de tous les régimes de l'échantillon (ligne 4) a chuté de 79 à 44 %;
- le ratio de solvabilité global (l'actif par rapport au passif) de tous les régimes (ligne 5) est passé de 93 à 95 %, surtout parce que des régimes de taille respectable qui étaient auparavant légèrement déficitaires sont désormais modérément excédentaires.

La modeste progression enregistrée au cours de cette période est attribuable à la vigueur des marchés boursiers au Canada et au fait que de nombreux promoteurs ont procédé à des paiements de solvabilité spéciaux. Toutefois, le rendement des obligations de référence du gouvernement du Canada a diminué d'environ 0,60 % (ligne 10) durant la même période. Ce facteur a considérablement entravé les efforts en vue de rehausser les ratios de solvabilité.

La distribution des ratios de solvabilité

Le Tableau 2 ventile l'actif des régimes selon le ratio de solvabilité aux trois dates d'estimation : le 31 décembre 2003, le 31 décembre 2005 et le 31 mai 2006.

Il apparaît qu'au 31 mai 2006, environ 46 % de l'actif était détenu par des régimes légèrement excédentaires (ratio de solvabilité entre 100 et

110 %), 22 % par des régimes faiblement déficitaires (ratio entre 90 et 100 %), 10 % par des régimes déficitaires (ratio entre 80 et 90 %) et environ 12 % par des régimes gravement déficitaires (ratio inférieur à 80 %).

On notera qu'entre le 31 décembre 2005 et le 31 mai 2006, le nombre de régimes modérément déficitaires (ratio entre 90 et 100 %) a beaucoup diminué au profit des régimes légèrement excédentaires (ratio entre 100 et 110 %). Autre point intéressant : la proportion de régimes gravement déficitaires (ratio inférieur à 80 %) a reculé, passant de 16 % à la fin de 2005 à 12 % à la fin de mai 2006.

La rapide amélioration de la distribution des ratios de solvabilité, entre le 31 décembre 2005 et le 31 mai 2006, témoigne de la sensibilité de la solvabilité d'un régime aux variations des rendements obligataires, lesquels ont gagné presque 50 points de base pendant la période.

Comparaison entre les résultats de l'étude et ceux du test de solvabilité du BSIF appliqué aux régimes sous réglementation fédérale

Mentionnons que le BSIF (2006) a publié les résultats de son test de solvabilité pour tous les régimes à prestations déterminées assujettis à la réglementation fédérale, qui représentent quelque 10 % de l'actif de tous les régimes à prestations déterminées au Canada. Les résultats du BSIF sont semblables à ceux obtenus par Mercer à partir de l'échantillon créé pour le Canada. Selon le BSIF, le ratio de solvabilité global avoisinait en moyenne 90 % en décembre 2005, contre 91 % en juin 2005; de plus, environ les trois quarts des régimes à prestations déterminées sous réglementation fédérale sont déficitaires.

L'échantillon de Mercer réunit des régimes relevant du gouvernement fédéral et d'autres, des gouvernements provinciaux. À l'échelle nationale, approximativement 50 % de l'actif total est détenu par des régimes réglementés en Ontario.

Les projections relatives à la capitalisation d'ici la fin de 2010

Dans le cadre de son analyse prospective, Mercer projette les ratios de solvabilité jusqu'au 31 décembre 2010 selon trois scénarios économiques : un scénario de base, un scénario A

Tableau 1

Évolution de la solvabilité

En milliards de dollars

		31 décembre 2003	31 mai 2006
1	Nombre de régimes	847	761
2	Nombre de régimes déficitaires	603 (71 %)	594 (78 %)
3	Nombre de régimes excédentaires	244 (29 %)	167 (22 %)
4	Actif des régimes déficitaires/ actif de tous les régimes	79 %	44 %
5	Ratio de solvabilité global	93 %	95 %
6	Ratio de solvabilité des régimes déficitaires	89 %	85 %
7	Ratio de solvabilité des régimes excédentaires	112 %	104 %
8	Excédent (déficit) total de solvabilité, tous régimes confondus	(15,4)	(14,1)
9	Solvabilité globale des régimes déficitaires	(20,0)	(20,2)
10	Rendement des obligations du Canada à dix ans ou plus	5,13 %	4,53 %

Tableau 2

Répartition des ratios de solvabilité

Pourcentage de l'actif

Ratio (%)	31 décembre 2003	31 décembre 2005	31 mai 2006
< 80	11	16	12
80-90	11	15	10
90-100	57	51	22
100-110	10	9	46
> 110	11	9	10

Tableau 3

Hypothèses économiques

En pourcentage

Rendements	Niveau initial, 31 mai 2006	2010, scénario de base	2010, scénario A	2010, scénario B
Écart entre les obligations à long terme à rendement nominal et à rendement réel du gouvernement canadien		2,25 ^a	2,62	1,94
Bon du Trésor du gouvernement du Canada	4,18	3,76	4,49	3,12
Obligations à dix ans ou plus du gouvernement du Canada	4,53	4,53	5,27	3,90
Obligation à rendement réel	1,87	2,28	2,65	1,96
Rendement moyen du portefeuille ^b		5,76	8,80	2,88

- a. L'écart entre les rendements à long terme des obligations du gouvernement du Canada à rendement nominal et à rendement réel fournit une mesure de l'inflation attendue, compte tenu des distorsions possibles, comme l'illiquidité du marché des obligations à rendement réel. Depuis 1998, l'écart se situe à 2,25 %, en moyenne.
- b. Il s'agit de rendements prévus pour un régime à composition représentative : 35 % d'actions canadiennes, 12 % d'actions américaines, 10 % d'actions étrangères, 40 % de titres à revenu fixe et 3 % de valeurs à court terme.

Tableau 4

Évolution de la solvabilité des régimes étudiés par Mercer

En pourcentage

	31 mai 2006	2010, scénario de base	2010, scénario A	2010, scénario B
1. Ratio de solvabilité — tous les régimes	95	109	131	92
2. Ratio de solvabilité — régimes déficitaires au 31 décembre 2005	85	107	128	91
3. Ratio de solvabilité — régimes excédentaires au 31 décembre 2005	104	120	150	100
4. Proportion de l'actif du système détenu par des régimes déficitaires	44	6	0	94

(favorable à la solvabilité) et un scénario B (défavorable à la solvabilité).

Ces projections sont obtenues en deux étapes. On utilise d'abord un modèle stochastique (avec centiles) pour projeter les points finaux en 2010, puis on recourt à un modèle déterministe pour projeter la valeur des variables à des dates intermédiaires. Chaque variable converge vers sa valeur correspondante pour 2010.

Les résultats des scénarios sont exposés au Tableau 3. Le scénario de base suppose la prolongation de l'actuel contexte de faible inflation sur l'horizon projeté. Dans le scénario A, les marchés financiers évoluent d'une façon favorable à la solvabilité des régimes de retraite : les taux d'intérêt sont plus élevés et les rendements boursiers sont meilleurs. En outre, le modèle stochastique de Mercer s'appuie, pour ces variables, sur des prévisions correspondant au 25^e centile. Dans le scénario B, la conjoncture économique n'est pas favorable à la solvabilité des régimes de retraite : les taux d'intérêt et les rendements boursiers sont plus bas, et Mercer retient, pour ces variables, des prévisions correspondant au 75^e centile⁷.

Le Tableau 4 présente les projections relatives à la solvabilité en 2010 pour les trois groupes — *tous les régimes, régimes déficitaires, régimes excédentaires* — établies suivant les trois scénarios sur la base de la situation au 31 décembre 2005.

Les projections montrées au Tableau 4 tiennent compte du fait que, pour la plupart des régimes affichant un déficit au départ, les promoteurs effectuent des cotisations spéciales pour éliminer le déficit de solvabilité sur une période de cinq ans. Le paiement de solvabilité requis a tendance à varier d'une année à l'autre, car les fluctuations des marchés financiers se répercutent sur l'estimation de la solvabilité; par conséquent, dans le cadre de l'étude, le montant de la cotisation de solvabilité exigée est recalculé pour chaque année.

Les projections de solvabilité pour 2010

Voici les projections de solvabilité établies par Mercer.

Dans le scénario de base, on fait l'hypothèse que le système connaîtra dans l'ensemble une amélioration marquée, qui donnera lieu à un ratio de

7. L'effet net de l'inflation sur les situations de solvabilité projetées se révèle complexe. Il dépend de la proportion respective, dans l'échantillon, des régimes dont le passif est indexé sur l'inflation et de ceux dont le passif ne l'est pas. Il dépend également des incidences de l'inflation sur les rendements du portefeuille.

109 % en 2010 (ligne 1 du Tableau 4). De plus, seule une très faible proportion (6 %) de l'actif sera détenue par des régimes déficitaires (ligne 4).

Selon le scénario A, le système dégagera un excédent substantiel. Le ratio de solvabilité, tous régimes confondus, s'élèvera à 131 %, et la proportion de régimes déficitaires sera négligeable.

Enfin, dans le scénario B, on postule que le système affichera un ratio de solvabilité de 92 % (ligne 1), accusant un recul par rapport au point de départ du 31 mai 2006. En outre, 94 % de l'actif sera détenu par des régimes déficitaires, comparativement à 44 % à la fin de mai 2006 (ligne 4).

Le fardeau projeté des cotisations de solvabilité

Dans le cadre de l'étude, la prochaine étape consiste à projeter, une année à la fois, les cotisations de solvabilité jusqu'en 2010.

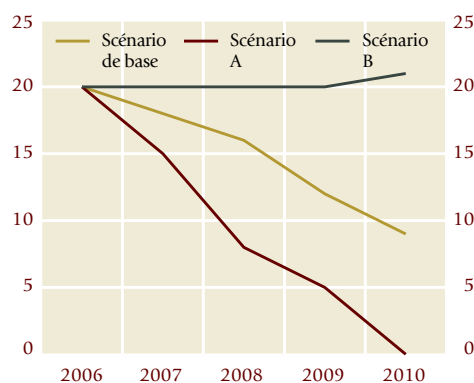
Les Graphiques 2 et 3 illustrent les projections, au 31 décembre 2010, des cotisations totales des employeurs (exprimées en pourcentage de la masse salariale) dans le cas des régimes respectivement déficitaires et excédentaires, suivant les trois scénarios de Mercer. Implicitement, on suppose que le risque de capitalisation est assumé exclusivement par l'employeur et que le taux de cotisation des salariés et celui de leurs prestations demeurent invariables, indépendamment de toute modification que peuvent subir les variables financières pendant la période étudiée.

Le Graphique 2 montre que les régimes qui accusaient un déficit au départ doivent bénéficier de cotisations relativement élevées par rapport à la masse salariale de l'entreprise, surtout comparativement aux régimes excédentaires (Graphique 3). Suivant le scénario de base (trait doré), les promoteurs dont le régime était déficitaire au début de la période devront collectivement cotiser au total entre 16 et 20 % de leur masse salariale pour couvrir le déficit au cours des trois premières années, puis 11 % la quatrième année et 9 % la cinquième. Les régimes excédentaires à la fin de 2005 (Graphique 3), quant à eux, nécessiteront des cotisations constantes équivalant à 9 % de la masse salariale de l'entreprise.

Selon le scénario B, défavorable à la solvabilité (Graphique 2, trait vert), les entreprises dont le régime est déficitaire au début de la période devront, au total, verser jusqu'en 2010 entre 20 et 21 % de leur masse salariale pour combler le déficit, soit beaucoup plus que selon les deux autres scénarios.

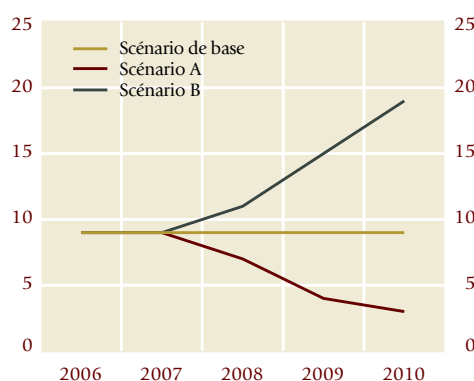
Graphique 2
Régimes déficitaires

Cotisations totales des employeurs en pourcentage de la masse salariale suivant trois scénarios



Graphique 3
Régimes excédentaires

Cotisations totales des employeurs en pourcentage de la masse salariale suivant trois scénarios



L'effet des mesures d'allégement des déficits de solvabilité

Les nouvelles projections de Mercer ne tiennent pas compte de l'effet éventuel des mesures d'allégement des déficits de solvabilité.

Pour évaluer l'incidence possible de ces mesures temporaires appliquées par le gouvernement fédéral et celui du Québec, on a préparé une projection fondée sur l'hypothèse que les employeurs choisiront, en moyenne, d'amortir le déficit de solvabilité de leur régime sur sept ans au lieu de cinq⁸. On estime en outre que l'effet bénéfique des mesures atteindra son apogée la première année, permettant ainsi de réduire de 9 % le montant des cotisations de solvabilité spéciales. Cette réduction s'établirait ensuite à 4 % la deuxième et la troisième année.

Il semble donc que, dans l'ensemble, l'effet potentiel des mesures soit assez limité. Par contre, cet effet pourrait être considérable dans le cas de régimes pris individuellement, surtout ceux qui auront choisi d'amortir leur déficit sur dix ans, comme le permet la nouvelle réglementation.

Autres études sur la capitalisation des régimes de retraite au Canada

D'autres études récentes portant sur la capitalisation des régimes de retraite ont été menées à partir d'échantillons de promoteurs différents de celui auquel Mercer a eu recours.

Par exemple, le Dominion Bond Rating Service (DBRS) (2006) s'est penché sur l'aspect sectoriel des déficits. Dans son étude, l'organisme souligne ce qui suit au sujet des régimes à prestations déterminées des entreprises canadiennes et américaines : [traduction] « Les régimes de retraite ne suscitent des préoccupations que dans une minorité de branches d'activité et d'entreprises, soit celles qui doivent composer avec le risque lié à des effectifs vieillissants, qui présentent une forte intensité de main-d'œuvre et où les syndicats jouissent d'un grand pouvoir. Il suffit de penser aux secteurs des pièces automobiles, de la foresterie et de la fabrication. »

L'étude du DBRS dresse ensuite la liste d'une quarantaine d'entreprises, au Canada et aux États-Unis, dont le régime accuse un déficit — constaté non pas grâce à une évaluation de la solvabilité,

mais plutôt en fonction des principes comptables généralement reconnus (PCGR) — de plus de 20 % de la valeur nette de la caisse de retraite. Le DBRS calcule que, si les taux d'intérêt gagnaient 200 points de base, les déficits de capitalisation s'en trouveraient atténués de beaucoup sans que les promoteurs aient à intervenir.

La société Towers Perrin a récemment terminé sa sixième revue annuelle des états financiers des régimes de retraite à prestations déterminées. Cette étude porte sur 83 des 100 plus grandes sociétés non financières canadiennes dont les titres se négocient à la Bourse de Toronto (S&P/TSX). On y compare un certain nombre de résultats financiers clés, tirés du rapport annuel pour 2005 de chacune de ces sociétés. Towers Perrin constate que, bien que les régimes de retraite examinés aient affiché des rendements en moyenne supérieurs à 10 % et que leurs promoteurs aient versé des cotisations d'un montant sans précédent, aucune amélioration de leur niveau de capitalisation (suivant les PCGR) n'a été enregistrée pour la troisième année de suite. Les auteurs attribuent l'absence d'amélioration à la baisse des rendements obligataires, mais ils sont d'avis que la hausse de ces derniers en 2006 pourrait soulager quelque peu les promoteurs.

Conclusion

Les résultats de la nouvelle étude de Mercer sur les régimes de retraite sont assez encourageants. Ils font toutefois ressortir combien la solvabilité des régimes (et, partant, le montant des cotisations futures) est sensible à la conjoncture économique, et plus particulièrement aux fluctuations des rendements dégagés par les obligations de premier rang.

Le scénario de base, qui postule essentiellement la prolongation de l'actuel contexte de faible inflation et des rendements modestes, donne à penser que le système, dans son ensemble, sera excédentaire en 2010 (le ratio de solvabilité global s'établissant à 109 %). Bien entendu, pour bénéficier de cette amélioration, bon nombre de promoteurs dont le régime est déficitaire dès le départ devront effectuer, pendant environ cinq ans, des cotisations spéciales équivalant à une proportion substantielle (jusqu'à 21 %) du total de leurs coûts salariaux. On peut donc raisonnablement supposer que, dans bien des cas, le fardeau des promoteurs sera lourd.

De surcroît, il ne faut pas oublier que, suivant le scénario B, celui qui est défavorable, les promoteurs devraient cotiser des sommes énormes pendant près de cinq ans et que, au bout du compte, leur

8. Le choix d'une période d'amortissement de sept ans pour l'ensemble des régimes déficitaires repose sur une évaluation de Mercer quant au nombre de régimes sous réglementation fédérale ou québécoise qui décideront de ne pas se prévaloir des mesures d'allégement ou qui ne le pourront pas en raison des conditions afférentes.

régime serait encore plus déficitaire qu'au début de la période.

Enfin, il semble que les conséquences directes, sur le système financier canadien, des déficits qu'accusent actuellement les régimes de retraite soient limitées. Ces déficits pourraient toutefois avoir une incidence importante sur la situation financière d'entreprises individuelles qui appartiennent à des secteurs vulnérables, surtout s'ils coïncident avec un autre choc. En définitive, les participants aux régimes devront probablement assumer leur part des répercussions néfastes découlant d'un grave problème de capitalisation, par une hausse de leurs cotisations, une réduction de leurs prestations ou même la liquidation du régime.

Bibliographie

- Armstrong, J. (2004). « La situation de capitalisation des régimes de retraite à prestations déterminées des entreprises canadiennes », *Revue du système financier*, Banque du Canada (juin), p. 49-56.
- Armstrong, J., et J. Selody (2005). « Pour un renforcement de la viabilité des régimes de retraite à prestations déterminées », *Revue du système financier*, Banque du Canada (décembre), p. 31-38.
- Bureau du surintendant des institutions financières (2006). « Les nouveaux enjeux de la surveillance des régimes de retraite », exposé présenté dans le cadre du colloque *L'actualité législative*, Ottawa, 12 mai.
- Canada. Ministère des Finances (2006). *Le plan budgétaire de 2006 — Cibler les priorités*.
- Dominion Bond Rating Service (2006). *Pension Plans: It's All About Assumptions*, 29 août.
- Towers Perrin Services RH (2006). *Will rising bond yields provide relief to defined benefit pension plan sponsors?*

Résultats du sondage mené auprès des lecteurs de la *Revue du système financier*

Jean Mair

Tableau 1

Sommaire des réponses au sondage

Profil des lecteurs	Nombre de réponses reçues	Pourcentage de l'ensemble
Résidents canadiens	112	83,0
Habitants d'un autre pays	16	11,9
Non précisé	7	5,2
Affiliation		
Services bancaires ou financiers	34	25,2
Enseignement	24	17,8
Milieu des affaires	20	14,8
Administration publique	16	11,9
Étudiant	9	6,7
Autre	21	15,6
Non précisé	11	8,1

Tableau 2

Sections de la *Revue* lues régulièrement

Section	Pourcentage des répondants
Évaluation des risques planant sur le système financier	69,6
Aspects importants de l'évolution ayant une incidence sur le système financier	71,9
Rapports	50,8
L'évolution des politiques et de l'infrastructure	47,4
Sommaires de travaux de recherche	49,6

Tableau 3

Opinion sur la *Revue*

Question	Cote moyenne ^a
Textes très bien rédigés	4,03
Sujets intéressants	3,98
Mise en page attrayante	3,96
Analyse économique rigoureuse	3,86
Évaluation claire des risques pour le système financier	3,82
Textes faciles à comprendre	3,73

a. Le questionnaire demandait aux répondants d'apprécier sur une échelle de 1 (cote la plus faible) à 5 (cote la plus élevée) certains aspects de la *Revue du système financier*.

La Banque du Canada publie la *Revue du système financier* depuis décembre 2002. Celle-ci compte actuellement quelque 1 500 abonnés. En outre, environ 3 000 personnes sont avisées de chaque nouvelle parution de la *Revue* par le Messenger de la Banque, un service spécial de messagerie électronique.

Au début de 2005, la Banque du Canada a décidé de mener un sondage auprès de ses lecteurs. Un questionnaire a donc été inséré dans la livraison de décembre de la *Revue* et versé dans le site Web de la Banque. Le présent article rend compte des résultats de cette enquête. La Banque remercie tous ceux et celles qui ont pris le temps d'y participer.

Quelque 135 personnes ont répondu au questionnaire. Leurs réponses, résumées dans les tableaux 1 à 3, indiquent que la *Revue* attire un public divers aux intérêts multiples et que, dans l'ensemble, elle satisfait ses lecteurs. La Banque tiendra compte, dans les livraisons à venir, des intérêts et des opinions exprimés par les participants au sondage.

Qui sont les lecteurs de la *Revue du système financier*?

Le sondage a révélé que ce sont surtout des résidents canadiens qui lisent la *Revue* (soit près de 90 % des personnes qui ont indiqué leur lieu de résidence). Le lectorat est par ailleurs très divers, le groupe le plus important ne représentant guère plus du quart de celui-ci. Les lecteurs sont concentrés dans les secteurs des services bancaires ou financiers, l'enseignement, le milieu des affaires et l'administration publique.

Pourquoi les gens lisent-ils la *Revue du système financier*?

Le but de la *Revue du système financier* est de permettre au lecteur de mieux comprendre la situation et les tendances actuelles des systèmes financiers canadien et international, ainsi que les facteurs les influençant. De plus, elle résume les travaux de recherche récents effectués par des spécialistes de la Banque sur certaines politiques touchant le secteur financier et sur certains aspects de la structure et du fonctionnement du système financier.

Environ 80 % des participants au sondage lisent la *Revue* pour se renseigner sur l'évolution du système financier canadien. Près de la moitié recherchent de l'information sur le secteur bancaire canadien, le système financier mondial et l'évaluation de la solidité du système financier canadien. Environ le tiers des répondants s'intéressent aux initiatives visant à accroître l'efficacité du système financier

canadien. Enfin, environ la moitié considèrent la *Revue* comme une source de référence.

La majorité des lecteurs prisent le contenu relativement varié de la publication :

- pratiquement toutes les personnes sondées ont déclaré lire la *Revue* pour se renseigner sur le système financier canadien, mais plus de 70 % veulent aussi y trouver de l'information de portée internationale;
- plus de 80 % des participants au sondage s'intéressent à l'analyse conjoncturelle; deux tiers des participants lisent la *Revue* pour ses articles de recherche; enfin, quelque 60 % des personnes consultées ont affirmé lire, en moyenne, plusieurs articles de recherche dans chaque livraison;
- près de 60 % des répondants souhaitent obtenir à la fois des aperçus et des analyses approfondies des questions touchant le système financier; environ 30 % veulent uniquement des aperçus, tandis que les autres s'intéressent uniquement aux analyses approfondies.

Environ deux participants au sondage sur trois attachent plus d'importance au contenu informatif qu'à l'actualité des sujets traités.

Que lisent les lecteurs dans la *Revue du système financier*?

La section « Évolution récente et tendances » de la *Revue* est la plus lue : près de 70 % des personnes sondées lisent régulièrement la partie sur l'évaluation des risques planant sur le système financier ainsi que celle consacrée aux aspects importants de l'évolution ayant une incidence sur le système financier. Presque la moitié des répondants ont déclaré lire régulièrement les trois autres sections de la *Revue* (« Rapports », « L'évolution des politiques et de l'infrastructure » et « Sommaires de travaux de recherche »).

Quelle opinion ont les lecteurs de la *Revue du système financier*?

Dans l'ensemble, les personnes qui ont répondu au sondage sont satisfaites de la *Revue*.

Le questionnaire demandait d'apprécier sur une échelle de 1 (cote la plus faible) à 5 (cote la plus élevée) certains aspects de la *Revue*. Les moyennes pondérées des réponses sont regroupées entre 3,7 et 4, ce qui est plutôt positif. Les cotes les plus fortes ont été attribuées à la haute qualité de la rédaction, à l'intérêt des sujets abordés et à la mise en page. C'est dans la catégorie « Textes faciles

à comprendre » que la cote obtenue a été la plus basse. À la lumière de ces résultats, la Banque s'efforcera à l'avenir de présenter de façon claire et directe le contenu de la *Revue du système financier*.

La majorité des participants au sondage jugent adéquat le style de rédaction de la *Revue* sur le plan technique.

Plus de 80 % des répondants sont satisfaits de la fréquence de parution (deux fois par an) et de la taille de la publication.

Sous quelle forme les lecteurs lisent-ils la *Revue du système financier*?

Les abonnés à la *Revue du système financier* peuvent demander à la recevoir en version imprimée. La *Revue* est aussi disponible dans le site Web de la Banque. Environ les deux tiers des personnes qui ont répondu au questionnaire consultent uniquement la version papier de la *Revue*, tandis que 13 % utilisent à la fois les versions imprimée et électronique. Quelque 20 % des répondants (dont bon nombre sont établis à l'étranger) lisent uniquement la version électronique.