



**La gestion active
ou passive des
régimes de
retraite généraux
du Canada :
analyse
comparative**



**BUREAU DU DIRECTEUR PARLEMENTAIRE DU BUDGET
OFFICE OF THE PARLIAMENTARY BUDGET OFFICER**

Ottawa, Canada
10 juin 2019
www.pbo-dpb.gc.ca

Le directeur parlementaire du budget (DPB) appuie le Parlement en fournissant des analyses économiques et financières dans le but d'améliorer la qualité des débats parlementaires et de promouvoir une plus grande transparence et responsabilité en matière budgétaire.

Ce rapport présente une analyse du rendement des fonds des régimes de pensions fédéraux à gestion active, en particulier ceux gérés par l'Office d'investissement du régime de pensions du Canada (OIRPC) et l'Office d'investissement des régimes de pensions du secteur public (OIRPSP), et compare les rendements à ceux qui seraient générés avec une stratégie de gestion passive.

Analyste principal :

Jason Stanton, analyste financier

Le présent rapport a été préparé sous la supervision de :

Xiaoyi Yan, directeur, Analyse budgétaire

Nancy Beauchamp, Jocelyne Scrim et Rémy Vanherweghem ont contribué à la préparation du rapport pour publication.

Pour obtenir de plus amples renseignements, veuillez écrire à dpb-pbo@parl.gc.ca.

Yves Giroux

Directeur parlementaire du budget

Table des matières

Résumé	1
1. Introduction	3
1.1. Contexte	3
2. Analyse comparative	4
2.1. Méthodologie	5
3. Résultats	6
3.1. Office d'investissement du régime de pensions du Canada	6
3.2. Office d'investissement des régimes de pension du secteur public	8
Notes	11

Résumé

En réponse à l'intérêt des parlementaires, le DPB a analysé le rendement des investissements de l'Office d'investissement du régime de pensions du Canada (OIRPC) et de l'Office d'investissement des régimes de pensions du secteur public (OIRPSP). Plus précisément, l'analyse avait pour but de déterminer si leur stratégie de gestion active rapportait plus qu'une stratégie de gestion passive, déduction faite des coûts supplémentaires de gestion inhérents à une stratégie active.

On peut dire de la gestion active qu'elle vise à obtenir un meilleur rendement en trouvant des investissements qui surpasseront un point de référence donné. Elle est habituellement plus complexe que la gestion passive et entraîne des frais de personnel supplémentaires.

Quant à la gestion passive, elle vise à reproduire un point de référence ou un indice donné afin d'obtenir le même rendement ou un rendement très semblable.

L'analyse du DPB compare les rendements réels de l'OIRPC et l'OIRPSP, qui fonctionnent tous deux selon le mode de gestion active, au rendement d'un portefeuille passif personnalisé. L'analyse couvre la période allant de 2006-2007 jusqu'à leurs rapports annuels les plus récents (2018-2019 pour l'OIRPC et 2017-2018 pour l'OIRPSP). Tous les coûts de transaction et les frais de gestion relatifs à la gestion active des fonds sont déduits du rendement annuel, tandis que les charges d'exploitation sont présumées être les mêmes pour l'OIRPC et pour l'OIRPSP, quelle que soit la stratégie.

Le portefeuille passif créé par le DPB repose sur deux indices élevés d'actions de sociétés ouvertes et de titres à revenu fixe. Le scénario de référence du portefeuille passif se compose à 70 % d'actions et à 30 % de titres à revenu fixe. Le DPB a aussi procédé à une analyse de sensibilité des pondérations attribuées au portefeuille passif, avec un pourcentage d'actions plus élevé (85 %), puis moindre (55 %).

Dans les trois scénarios, les rendements nets réels de l'OIRPC surpassent les rendements générés par la stratégie passive. Pour le scénario de référence, à la fin de la période, le total des actifs nets gérés dépasse de 48,4 milliards de dollars le rendement qu'aurait généré la stratégie passive, ce qui représente un rendement supplémentaire annuel moyen de 1,2 %. Pour les scénarios à pourcentage des actions plus ou moins élevé, les actifs nets gérés à la fin de la période sont supérieurs de 31,5 et de 66,7 milliards de dollars, ce qui représente un rendement supplémentaire annuel moyen de 0,6 et de 1,8 %, respectivement.

Les rendements nets réels de l'OIRPSP sont sensiblement les mêmes que ceux générés par la stratégie passive. Pour le scénario de référence, à la fin de la période, le total des actifs nets gérés surpasse de 1,7 milliard de dollars le rendement qu'aurait généré la stratégie passive, ce qui représente un rendement supplémentaire annuel moyen de 0,3 %. Pour les scénarios à pourcentage des actions plus ou moins élevé, à la fin de la période, les actifs nets gérés étaient inférieurs de 6,1 milliards et supérieurs de 9,8 milliards de dollars, ce qui représente un rendement inférieur moyen annuel de 0,4 % et un rendement supérieur moyen annuel de 0,9 %, respectivement.

1. Introduction

Dans le cadre de son mandat, le DPB peut préparer des rapports sur des questions revêtant une importance particulière relatives aux finances ou à l'économie du pays qui sont mentionnées dans un plan de travail annuel¹. Pour donner suite à l'intérêt des parlementaires, le DPB a décidé d'analyser le rendement des fonds des régimes de pensions fédéraux, en particulier ceux gérés par l'Office d'investissement du régime de pensions du Canada (OIRPC) et l'Office d'investissement des régimes de pensions du secteur public (OIRPSP).

L'analyse vise à comparer le rendement des fonds soumis à une stratégie active à celui des fonds soumis à une stratégie entièrement passive. L'objectif est de déterminer si les frais supplémentaires liés à la stratégie active ont permis d'obtenir de meilleurs rendements nets.

À un niveau élevé, la gestion passive est une stratégie qui vise à reproduire un point de référence ou un indice donné afin d'obtenir le même rendement ou un rendement très semblable. Quant à la gestion active, elle vise à obtenir un meilleur rendement en trouvant des investissements qui surpasseront le point de référence. Étant donné que la gestion active nécessite plus de personnel pour effectuer les recherches voulues et qu'elle suppose aussi un plus grand nombre de transactions, elle est plus complexe et entraîne des coûts supplémentaires. À long terme, après déduction de ces coûts, la stratégie active générera un rendement supérieur au point de référence donné.

1.1. Contexte

L'OIRPC, créé en 1997 aux termes de la *Loi sur l'Office d'investissement du régime de pensions du Canada*, est chargé d'assurer la viabilité à long terme du Régime de pensions du Canada (RPC). Il rend des comptes au Parlement ainsi qu'aux ministres fédéral et provinciaux des Finances; toutefois, cet organisme est indépendant des gouvernements fédéral et provinciaux².

De son côté, l'OIRPSP a été créé aux termes de la *Loi sur l'Office d'investissement des régimes de pensions du secteur public*, qui est entrée en vigueur en 1999. Le rôle de l'OIRPSP est de faire fructifier les cotisations des employés et de l'employeur qui lui sont confiées depuis le 1^{er} avril 2000 afin de financer les prestations de retraite. Cela comprend les régimes de pensions de la fonction publique fédérale, des Forces armées canadiennes, de la Gendarmerie royale du Canada et de la Force de réserve (depuis le 1^{er} mars 2007). L'OIRPSP est également indépendant du gouvernement fédéral³.

Les mandats prévus par la loi de l'OIRPC et de l'OIRPSP sont semblables, car ils ont tous deux pour mission^{4 5} :

- de gérer les fonds des régimes dans l'intérêt des cotisants et des bénéficiaires;
- de maximiser le rendement à long terme des fonds sans s'exposer à des risques indus de pertes et en tenant compte du financement et des exigences des régimes⁶;
- de faire en sorte que les régimes puissent s'acquitter de leurs obligations financières.

L'OIRPC et l'OIRPSP appliquent tous deux une stratégie de gestion active, afin d'obtenir des rendements supérieurs, à long terme, sans s'exposer à des risques indus de pertes⁷.

2. Analyse comparative

Dans son analyse, le DPB compare les rendements réels de l'OIRPC et de l'OIRPSP, qui emploient tous deux des stratégies de gestion active, au rendement d'un portefeuille passif personnalisé. L'analyse s'étend de l'exercice 2006-2007, ce qui correspond au moment où l'OIRPC a commencé à mettre en œuvre sa stratégie de gestion active (l'OIRPSP ayant quant à lui commencé à mettre en place des programmes de gestion active en 2001-2002⁸) aux plus récents rapports annuels des deux offices. L'OIRPC a publié son rapport annuel de 2018-2019, tandis que le rapport le plus récent de l'OIRPSP concerne l'exercice 2017-2018.

L'analyse porte sur le rendement global et l'augmentation de l'actif total dans des modèles de gestion employant les deux stratégies. Le rendement obtenu par la stratégie de gestion active correspond aux résultats réels déclarés dans les rapports annuels, déduction faite des frais de gestion active des investissements.

La stratégie de gestion passive employée dans la présente analyse concerne un portefeuille simple composé de deux catégories d'actif. Le portefeuille a été constitué en utilisant les rendements provenant des mêmes indices des actions et des titres à revenu fixe que ceux qu'utilise actuellement l'OIRPC dans son portefeuille de référence⁹. Ces indices sont :

- pour les actions, l'indice mondial S&P des sociétés à forte et à moyenne capitalisation;
- pour les titres à revenu fixe, l'indice FTSE TMX des obligations nominales des gouvernements canadiens.

Le DPB a constitué le portefeuille à gestion passive de 70 % d'actions et 30 % de titres à revenu fixe. Il s'agit d'une proportion semblable à celle qui est employée dans le portefeuille de référence de l'OIRPSP à gestion passive¹⁰. L'OIRPSP utilisait une proportion similaire dans son portefeuille de référence en 2015-2016. Cependant, par la suite, il a décidé d'accroître la part des actions pour arriver à 85 % d'actions en 2019-2020¹¹.

Compte tenu de ce changement d'orientation, le DPB a aussi effectué une analyse de sensibilité des rendements du portefeuille à gestion passive en employant des pourcentages différents, comme indiqué à la section Résultats du présent rapport.

2.1. Méthodologie

L'analyse du DPB commence à l'exercice 2006-2007 et utilise le solde d'ouverture de l'actif net géré par les deux fonds. Au cours de l'exercice, les investissements génèrent un rendement qui accroît l'actif géré, en plus des cotisations nettes des cotisants et des bénéficiaires. La déduction des coûts associés aux stratégies de gestion active produit un nouveau solde de l'actif net géré à la fin de l'exercice financier. Ce processus a été répété pour chacun des exercices suivants, jusqu'aux rapports annuels les plus récents.

La performance des stratégies de gestion active repose sur les données de rendement réelles fournies dans les rapports annuels des deux fonds. Tous les coûts de transaction et frais de gestion associés à la gestion active des fonds sont déduits du rendement annuel. Les charges d'exploitation, qui sont souvent liées de manière indirecte à la gestion active, sont déduites des rendements actifs et passifs, car le DPB n'a pas été en mesure de déterminer quel pourcentage de ces charges est exclusivement attribuable à la gestion active.

Le DPB avance plusieurs hypothèses au sujet du portefeuille à gestion passive, à savoir :

- dans le portefeuille de référence, 70 % des actifs sont investis dans l'indice des actions et 30 % dans l'indice des titres à revenu fixe¹²;
- aucun coût de transaction important n'est associé à la stratégie passive;
- les cotisations aux fonds en cours d'exercice sont les mêmes pour les deux stratégies;
- étant donné que les cotisations sont versées tout au long de l'année, le rendement des investissements est calculé sur la moitié du montant annuel des cotisations.

Le DPB a réalisé une analyse de sensibilité du portefeuille à gestion passive en employant différents pourcentages d'actions et de titres à revenu fixe. L'actif net total à la fin de la période calculé par le DPB comprend une majoration de 15 % des indices des actions et des titres à revenu fixe.

3. Résultats

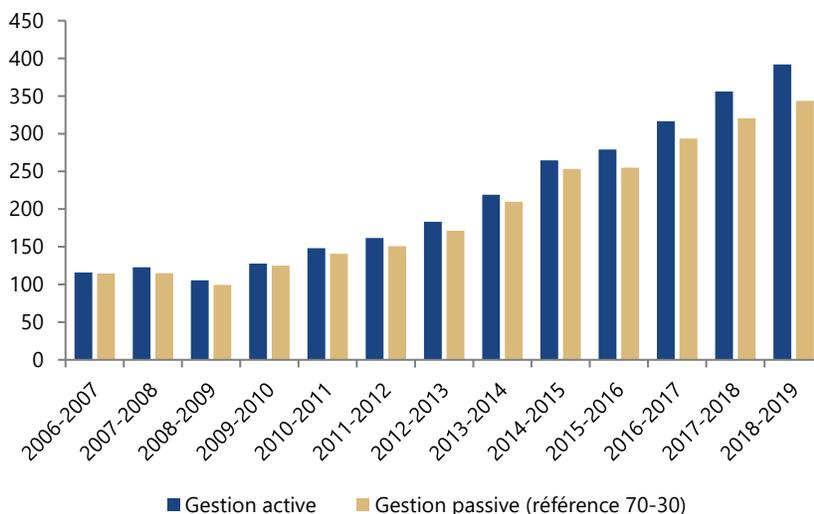
3.1. Office d'investissement du régime de pensions du Canada

Au début de l'exercice 2006-2007, l'OIRPC gérait un actif net de 88,5 milliards de dollars. À la fin de l'exercice 2018-2019, il était passé à 392,0 milliards de dollars, hausse qui résulte à la fois des cotisations annuelles nettes au RPC et du rendement de l'investissement net obtenu au moyen de la stratégie de gestion active.

S'appuyant sur la méthodologie exposée à la section précédente, le DPB a calculé l'actif net total géré si l'OIRPC avait investi dans un portefeuille passif. Comme l'illustre la figure 3-1, selon le scénario de référence, l'actif net total aurait été de 343,6 milliards de dollars à la fin de l'exercice 2018-2019. Par conséquent, le portefeuille réel de l'OIRPC l'emporte sur le portefeuille passif de 48,4 milliards de dollars sur l'ensemble de la période, avec un rendement annuel moyen supérieur de 1,2 % dans le cas de la stratégie de gestion active, en tenant compte de la différence entre les frais de gestion d'une stratégie active et ceux, moindres, d'une stratégie passive.

Figure 3-1 Actif net de l'OIRPC

Milliards de \$



Sources : Rapports annuels de l'OIRPC et calculs du DPB.

Notes : Les chiffres de l'actif net reposent sur les données de fin d'exercice financier.

Le DPB a calculé le rendement du portefeuille passif à partir des rendements annualisés de l'indice mondial S&P des sociétés à forte et à moyenne capitalisation et de l'indice FTSE TMX des obligations nominales des gouvernements canadiens.

Comme l'indique le tableau 3-1, l'OIRPC obtient de meilleurs résultats que les trois scénarios de stratégie de gestion passive. Si le portefeuille passif avait été composé de 85 % d'actions et 15 % de titres à revenu fixe, l'actif net total géré aurait été de 360,5 milliards de dollars à la fin de 2018-2019, c'est-à-dire 31,5 milliards de moins que le solde réel de 392,0 milliards. Si le portefeuille avait été composé de 55 % d'actions et 45 % de titres à revenu fixe, le solde aurait été de 325,3 milliards de dollars à la fin de l'exercice 2018-2019, c'est-à-dire 66,7 milliards de moins que le solde réel. Dans les deux scénarios, le rendement annuel moyen de la gestion active est, respectivement, supérieur de 0,6 et 1,8 %.

Le DPB a aussi calculé la variance des rendements de chaque scénario pour l'OIRPC¹³. Celle-ci donne une indication du niveau de risque, ou de la fluctuation du rendement, par rapport au rendement moyen. Comme le montre le tableau 3-1, la variance associée à la stratégie de gestion active de l'OIRPC est plus faible que les variances associées au portefeuille passif de référence et au portefeuille à pourcentage élevé d'actions, mais plus grande que la variance associée au portefeuille passif à faible pourcentage d'actions.

Tableau 3-1 Analyse de sensibilité de l'OIRPC

<i>(Milliards de \$)</i>	2006-2007	2018-2019	Variance
Gestion active (réelle)	115,9	392,0	0,9 %
Gestion passive (référence 70-30)	114,6	343,6	1,2 %
Gestion passive (85-15)	116,0	360,5	1,8 %
Gestion passive (55-45)	113,2	325,3	0,7 %

Sources : Rapports annuels de l'OIRPC et calculs du DPB.

Notes : Les chiffres de l'actif net reposent sur les données de fin d'exercice financier. Le DPB a calculé le rendement des portefeuilles passifs à partir des rendements annualisés de l'indice mondial S&P des sociétés à forte et à moyenne capitalisation et de l'indice FTSE TMX des obligations nominales des gouvernements canadiens.

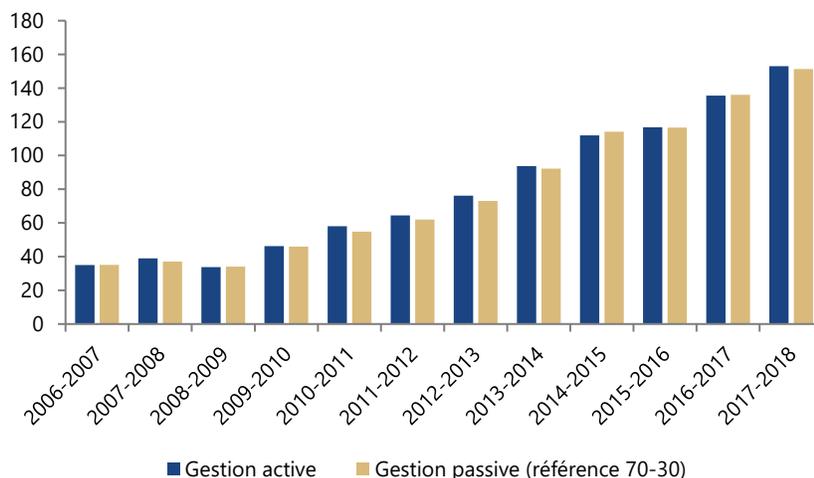
3.2. Office d'investissement des régimes de pension du secteur public

Au début de l'exercice 2006-2007, l'actif net géré par l'OIRPSP s'élevait à 27,6 milliards de dollars. La stratégie de gestion active a porté cet actif à 153,0 milliards de dollars à la fin de l'exercice 2017-2018. Comme pour l'OIRPC, c'est le résultat des cotisations nettes annuelles et du rendement de l'investissement.

Le DPB a calculé, au moyen de la méthodologie décrite précédemment, l'actif net total géré par l'OIRPSP si celui-ci avait employé une stratégie de gestion passive. Comme l'illustre la figure 3-2, selon le scénario de référence, l'actif net total aurait été de 151,3 milliards de dollars à la fin de l'exercice 2017-2018. Par conséquent, le portefeuille réel de l'OIRPSP n'a surpassé que légèrement le portefeuille passif, soit de 1,7 milliard de dollars pour toute la période. Cette somme tient compte des frais de gestion moindres associés à une stratégie de gestion passive.

Figure 3-2 Actif net de l'OIRPSP

Milliards de \$



Sources : Rapports annuels de l'OIRPSP et calculs du DPB.

Notes : Les chiffres de l'actif net reposent sur les données de fin d'exercice financier. Le DPB a calculé le rendement du portefeuille passif à partir des rendements annualisés de l'indice mondial S&P des sociétés à forte et à moyenne capitalisation et de l'indice FTSE TMX des obligations nominales des gouvernements canadiens.

Le tableau 3-2 montre quel aurait été l'actif net géré à la fin de l'exercice 2017-2018 si la composition du portefeuille passif avait été différente.

Si le portefeuille passif avait été composé de 85 % d'actions et 15 % de titres à revenu fixe, l'actif total net géré aurait été de 159,1 milliards de dollars à la fin de l'exercice 2017-2018, c'est-à-dire 6,1 milliards de plus que le solde réel de 153,0 milliards. Si le portefeuille avait été composé de 55 % d'actions et 45 % de titres à revenu fixe, le solde aurait été de 143,2 milliards de dollars à la fin de l'exercice 2017-2018, c'est-à-dire 9,8 milliards de moins que le solde réel.

Tableau 3-2 Analyse de sensibilité de l'OIRPSP

<i>(Milliards de \$)</i>	2006-2007	2017-2018	Variance
Gestion active (réelle)	35,0	153,0	1,3 %
Gestion passive (référence 70-30)	35,1	151,3	1,3 %
Gestion passive (85-15)	35,5	159,1	1,9 %
Gestion passive (55-45)	34,7	143,2	0,8 %

Sources : Rapports annuels de l'OIRPSP et calculs du DPB.

Notes: Les chiffres de l'actif net reposent sur les données de fin d'exercice financier. Le DPB a calculé le rendement des portefeuilles passifs à partir des rendements annualisés de l'indice mondial S&P des sociétés à forte et à moyenne capitalisation et de l'indice FTSE TMX des obligations nominales des gouvernements canadiens.

Le DPB a calculé la variance des rendements de chaque scénario pour l'OIRPSP, comme il l'a fait pour l'OIRPC¹⁴. Comme indiqué au tableau 3-2, la variance est la même pour la stratégie de gestion active réelle et le portefeuille passif de référence.

Contrairement à l'OIRPC, et comme on l'a déjà montré, si l'OIRPSP avait adopté une stratégie de gestion passive davantage axée sur les actions, le rendement annuel moyen aurait été supérieur de 0,4 % pour la période allant de 2006 à 2018, en tenant compte des coûts de gestion moindres et de la volatilité plus importante. Cependant, la stratégie de gestion passive de référence aurait donné un rendement annuel moyen légèrement inférieur, soit de 0,3 %, pour la même période, avec la même volatilité.

Notes

1. *Loi sur le Parlement du Canada*. <https://laws-lois.justice.gc.ca/fr/lois/p-1/page-15.html#docCont>
2. Gouvernance de l'OIRPC. <https://www.investpsp.com/fr/psp/gouvernance/>
3. Gouvernance de l'OIRPSP. <https://www.investpsp.com/fr/psp/gouvernance/>
4. *Loi sur l'Office d'investissement du régime de pensions du Canada*. <https://laws-lois.justice.gc.ca/fr/lois/c-8.3/TexteCompleet.html>
5. *Loi sur l'Office d'investissement des régimes de pensions du secteur public*. <https://laws-lois.justice.gc.ca/fr/lois/p-31.7/TexteCompleet.html>
6. Les deux offices ont pour mission de maximiser le rendement à long terme sans s'exposer à des risques indus de pertes, mais la définition de « risques indus de pertes » n'est pas nécessairement la même pour les deux offices.

Comme l'énonce la *Politique de financement pour les régimes de retraite du secteur public*, l'un des objectifs de la politique de financement est de « [l]imiter le degré de volatilité dans le financement des régimes et maintenir un coût du service courant et des paiements spéciaux stables et prévisibles, étant donné qu'il existe une certaine volatilité du financement inhérente aux régimes ».

https://www.canada.ca/fr/secretariat-conseil-tresor/services/regime-retraite/renseignements-regime/politique-financement-regimes-retraite-secteur-public.html#ToC_3
7. Énoncé des objectifs et principes de placement, des attentes en matière de rendement et des procédures de gestion des risques pour le portefeuille de placement du Régime de pensions du Canada.
http://www.cppib.com/documents/1824/Investment_Statement_-_Investment_Portfolio_FR.pdf

Rapport sur le régime de retraite de la fonction publique pour l'exercice terminé le 31 mars 2018. <https://www.canada.ca/fr/secretariat-conseil-tresor/services/regime-retraite/pension-publications/rapports/rapport-regime-retraite/Rapport-regime-retraite-fonction-publique-exercice-terme-31-mars-2018.html>
8. OIRPSP, Rapport annuel 2002, p. 1.
https://www.investpsp.com/media/filer_public/03-our-performance/01-reports/content-2/fr-version/PSP-RA-2002-complet.pdf
9. L'OIRPC a commencé à utiliser ces indices dans son portefeuille de référence en 2015-2016 seulement. Cependant, par souci de cohérence, le DPB utilise les rendements de ces indices pour toute la période visée par l'analyse.
10. OIRPSP, Rapport annuel 2018, p. 36.
https://www.investpsp.com/media/filer_public/documents/PSP-2018-rapport-annuel-fr.pdf

11. OIRPC, Rapport annuel 2018, p. 29.
http://www.cppib.com/documents/1801/CPPIB_F2018_Annual_Report_French.pdf
12. À l'heure actuelle, l'OIRPC et l'OIRPSP ont tous deux des investissements dans d'autres catégories d'actifs que les deux indices utilisés dans les portefeuilles à gestion passive du DPB. Ces investissements comprennent, sans s'y limiter, des actions de sociétés fermées, des titres de créance privés, ainsi que des actifs réels, comme des infrastructures et de l'immobilier.

Le DPB a adopté une approche prudente qui réduit au minimum le rendement de la stratégie de gestion passive en choisissant deux indices généraux parmi les actions de sociétés ouvertes et les titres à revenu fixe, au lieu de sélectionner plusieurs indices ciblés dans ces catégories d'actifs.

Le DPB part du principe que les ratios et les indices utilisés dans le portefeuille passif demeurent constants pendant toute la période, ce qui ne correspond pas nécessairement à la manière dont les deux offices d'investissement auraient procédé s'ils avaient adopté une stratégie de gestion passive.
13. Pour calculer le rendement net annuel du portefeuille à gestion active de l'OIRPC, le DPB a supposé que le rendement de l'investissement était calculé sur la moitié du montant des cotisations annuelles nettes. La variance est une mesure statistique de l'écart au carré par rapport à la moyenne.
14. Pour calculer le rendement net annuel du portefeuille à gestion active de l'OIRPSP, le DPB a supposé que le rendement de l'investissement était calculé sur la moitié du montant des cotisations annuelles nettes. La variance est une mesure statistique de l'écart au carré par rapport à la moyenne.