



MACKENZIE  
Placements

La crise imminente des régimes de retraite : Partie V

---

# Régimes de retraite des sociétés

Avril 2021

---

## Résumé de la série d'articles :

### Auteurs :



#### Konstantin Boehmer

Vice-président principal,  
Titres à revenu fixe mondiaux  
Gestionnaire de portefeuille  
*Équipe des placements  
à revenu fixe Mackenzie*



#### Andrew Vasila

Analyste de recherche  
*Équipe des placements  
à revenu fixe Mackenzie*

Dans cette série, nous avons parlé en détail du rôle crucial que les régimes de retraite à prestations déterminées non durables joueront dans le cadre de la crise mondiale des régimes de retraite, alors que le vieillissement de la population oblige les régimes de retraite à entrer en mode de versement. Après avoir examiné les [risques relatifs des régimes de retraite d'État](#) et du [système de retraite public américain](#), récemment mis à jour pour refléter le rôle de [la pandémie de COVID-19](#), notre équipe a examiné les importantes lacunes des régimes de retraite des sociétés américaines. Alors que pendant les dernières décennies, la situation de capitalisation de ces régimes a fait l'objet d'un examen et d'une réglementation accrue, leur incapacité à avoir accès aux mesures de relance par voie de taxation ou de changements à la politique monétaire pourrait poser des risques tant du point de vue des actionnaires que des créanciers. Dans un contexte de pandémie continue, les menaces posées à d'innombrables régimes de retraite de sociétés ont été exacerbées par la faiblesse des taux d'intérêt et l'important risque de corrections des marchés boursiers. À l'aide de modèles exclusifs, notre équipe a évalué les hypothèses insoutenables qui sous-tendent les évaluations erronées prévues de l'endettement des régimes de retraite et l'incidence sur l'accès des sociétés aux marchés de titres de créance au moyen de modifications des notations du crédit. L'effet de la crise imminente des régimes de retraite constitue non seulement une indication de la dégradation du système de retraite des sociétés, mais également de la possibilité de changer le contexte financier des sociétés qui détiennent ces régimes de retraite.

## Série sur la crise imminente des régimes de retraite :

**Partie I :** [Pourquoi faut-il s'en préoccuper et comment se préparer](#)

**Partie II :** [Les régimes de pension d'État](#)

**Partie III :** [Régimes de retraite universels des États-Unis](#)

**Partie IV :** [Le point sur la COVID-19 et les régimes de retraite publics des États-Unis](#)

### Points à retenir

- Alors que les taux d'actualisation des sociétés ont été réduits en raison des récents règlements, ces sociétés ont continué de gonfler les rendements prévus des actifs existants des régimes, permettant la dépréciation des avantages sociaux futurs des employés actifs.
- Après la conversion des taux d'actualisation hypothétiques des régimes en taux modélisés en fonction du taux des obligations de sociétés à 10 ans notées AA, les passifs des régimes ont dépassé les prévisions des sociétés de 25 %, pour des passifs totaux combinés d'environ 3 billions \$ US répartis dans à peu près 700 sociétés cotées en bourse.
- Avec les banques centrales mondiales qui promettent de conserver les taux d'intérêt près de zéro pendant une période prolongée, les rendements au sein de l'univers des titres à revenu fixe ont accusé un important repli, amplifiant les préoccupations actuelles en matière d'évaluations erronées.
- Les régimes de retraite des sociétés ont rehaussé leur répartition de l'actif dans des actifs de risque afin de repérer des occasions à rendement plus élevé, augmentant ainsi leur vulnérabilité aux corrections des marchés boursiers.
- De nombreux régimes ayant fait la transition vers une phase dynamique de paiements, des failles ont commencé à apparaître au sein des régimes insolubles, indiquant une période de risque élevé pour les régimes de retraite sous-financés.
- En termes de placements, les conséquences pour l'équipe des placements à revenu fixe de Mackenzie sont importantes, nos conclusions et nos ajustements étant pris en compte dans l'analyse de chaque occasion de titre de créance de société, et représentent également une composante cruciale de notre analyse des placements fondée sur les facteurs ESG.



## Le rêve américain, ou le cauchemar d'un retraité?

Le système de retraite à prestations déterminées a toujours été présenté comme la voie à suivre par la classe ouvrière vers le « rêve américain » : travaillez dur pour une société réputée, investissez une tranche invisible de vos revenus dans votre avenir et, après une carrière marquée par le dévouement, retirez-vous confortablement après une vie entière consacrée à servir. Les travailleurs étaient incités à demeurer loyaux envers leurs employeurs, et les régimes assuraient que les retraités soient à l'abri à l'avenir. Alors que les régimes de retraite à prestations déterminées traditionnels sont demeurés les plus courants auprès du secteur public, en grande partie en raison des pressions exercées par les syndicats, les sociétés ont systématiquement transféré les travailleurs dans des systèmes de retraite à cotisations déterminées. Toutefois, les restrictions réglementaires, le vieillissement des baby-boomers et la baisse constante des taux obligataires ont mis en lumière la triste vérité dissimulée derrière. Il est devenu de plus en plus évident que la conception du système de retraite à prestations déterminées comporte une faiblesse critique et qu'il est sur le point de s'autodétruire.

Dans le contexte de la pandémie, les taux d'intérêt et les rendements des titres à revenu fixe ont fortement chuté, et les banques centrales se sont engagées à maintenir les taux à un taux effectif de zéro pendant plusieurs années à venir. Ce changement a radicalement élargi l'écart entre les hypothèses d'évaluation des régimes de retraite et les taux du marché courants qui représentent une balise naturelle pour ces hypothèses. L'effet de cet élargissement de l'écart est une hausse considérable du risque total lié à la solvabilité respective de chaque régime, qui pourrait constituer le dernier clou dans le cercueil du régime de retraite.

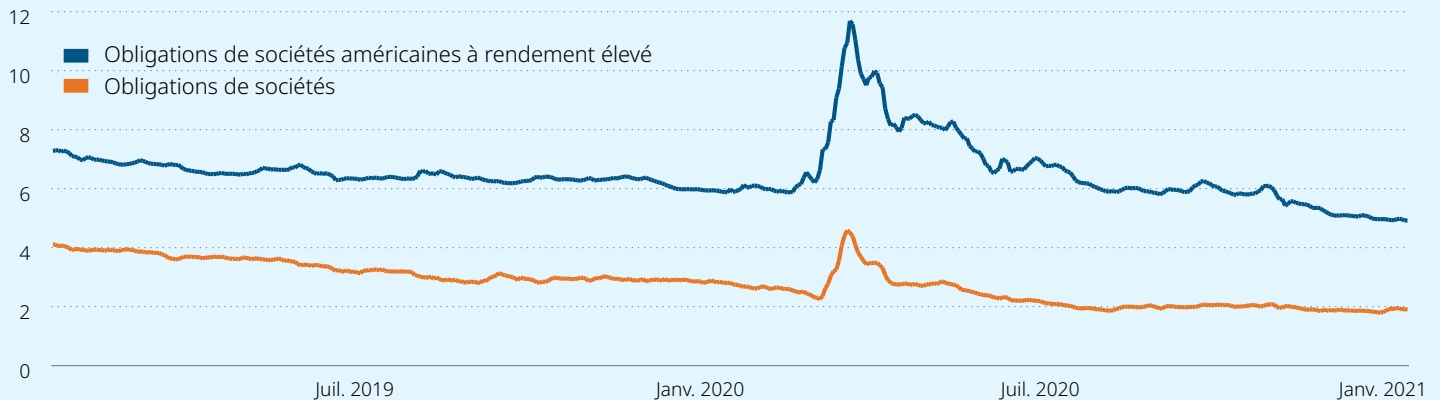
Les régimes de retraite ont relevé leur tolérance au risque en matière de marchés financiers, indiqué à la page 5, augmentant les placements dans des actions afin de tenter de préserver les rendements sur un marché à faibles taux. Dans l'éventualité d'une correction du marché, les régimes de retraite pourraient bientôt se retrouver coincés entre faire défaut à l'égard de leurs obligations, ou affecter d'énormes montants au sauvetage privé de leurs régimes de retraite afin de soutenir les travailleurs. Étant donné que les caisses de retraite ne modifient pas leurs projections en matière de croissance et échouent souvent à régler leurs obligations de manière précoce, les sociétés consentent des efforts à la préservation des rendements à court terme et jettent la prudence à long terme par la fenêtre. Dans cet article, nous présenterons les lacunes qui ont déjà commencé à menacer le système de retraite, en explorant la manière dont certains groupes de gestion négligents et des hypothèses d'évaluation trop audacieuses ont fait de la promesse du Rêve américain le « pire cauchemar du retraité ».

## Introduction au sujet

Les premiers régimes de retraite à prestations déterminées ont été établis par le gouvernement américain dans les années 1850 afin de récompenser les travailleurs pour leurs services, les prestations étant versées à partir d'un régime qui était capitalisé au moyen des cotisations des employés et des employeurs. Ces premiers régimes gouvernementaux offraient aux employés une sécurité à la retraite afin qu'ils puissent maintenir le niveau de vie auquel ils étaient habitués au-delà de ce qu'une personne est souvent en mesure d'épargner. Et surtout, leurs prestations étaient dans les faits exemptes de risque, garanties par le gouvernement des États-Unis. Peu de temps après, subissant des pressions des syndicats de travailleurs, les sociétés privées ont rejoint l'univers des régimes de retraite à prestations déterminées en 1875, le total des actifs des régimes montant en flèche jusque dans les années 1950, avec la création du plus important régime de retraite privé de l'histoire des États-Unis, celui de : General Motors. Il est vite devenu évident que de nombreuses caisses de retraite étaient mal capitalisées, et la Employee Retirement Income Security Act (ERISA) a été adoptée en 1974, établissant des normes de capitalisation avant que le financement des régimes de retraite soit réputé être obligatoire aux fins d'inclusion dans les états financiers, ayant ainsi une incidence sur les flux de trésorerie et la rentabilité des sociétés. Plus récemment, la Pension Protection Act de 2006 a lié les taux d'actualisation des régimes des sociétés à divers taux d'obligations de sociétés, le plus souvent à l'aide d'un ensemble d'obligations de sociétés de première qualité à rendement plus élevé, ou de l'indice des obligations de sociétés notées AA de Moody's à titre de référence raisonnable. Cette transition a donné lieu à une amélioration par rapport au modèle utilisé au sein du système de retraite public, créant une procédure commune afin d'améliorer théoriquement l'exactitude des obligations au titre des prestations constituées prévisionnelles.

Dans un marché entraîné par les préoccupations liées à la COVID-19 et une récession continue, les mesures de relance fédérales et les programmes d'achats d'obligations des banques centrales ont stimulé les marchés, poussant les taux à des creux historiques. Les banques centrales partout dans le monde ont dans les faits réduit les taux d'intérêt à zéro (avec un endettement en cours à rendement négatif de 18 billions \$ US) (Source : BNYDMVU, Bloomberg Barclays Global Aggregate Negative Yielding Debt, 31/12/2020), s'engageant à les maintenir à ces niveaux pendant les années à venir. Les obligations de sociétés ont en grande partie emboîté le pas, les taux chutant de plus de 100 pb à de nouveaux creux record (en date de décembre 2020).

**Les indices obligataires du gouvernement américain et des sociétés demeurent à des creux historiques, ou près de ceux-ci, en date du T4 de 2020, les banques centrales ayant l'intention de maintenir ces niveaux pendant des années à venir.**



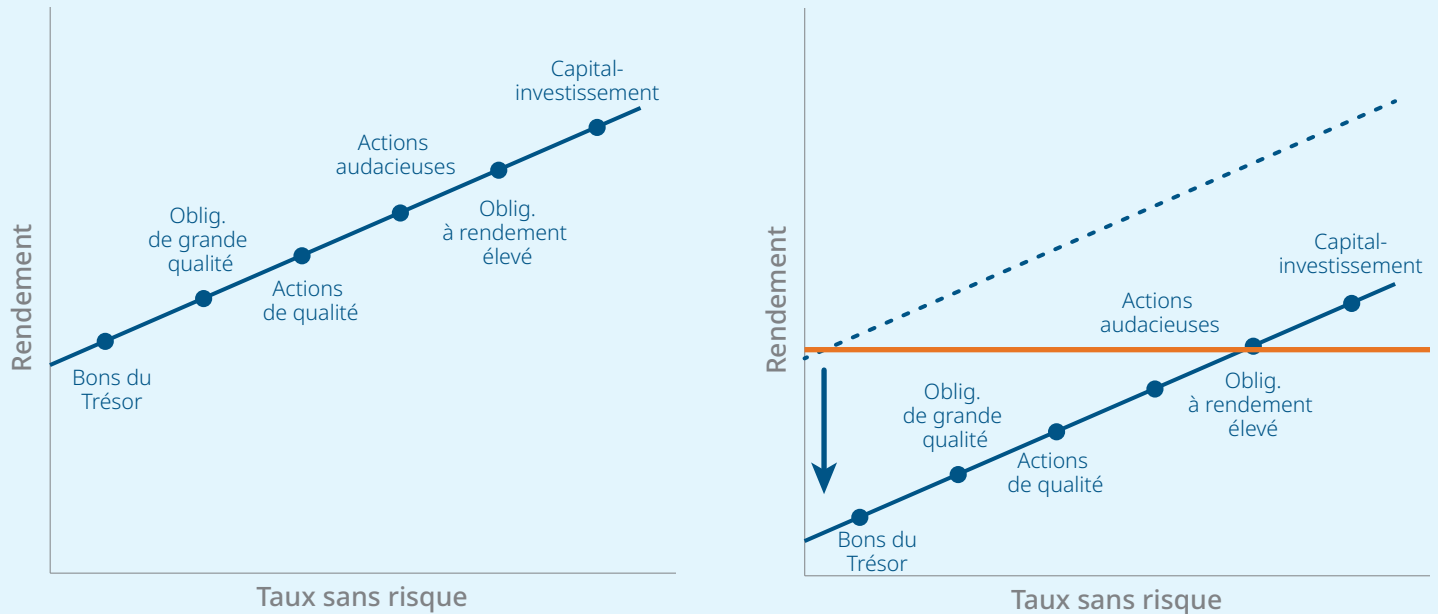
Sources : LUACTRUU, Indice Bloomberg Barclays des obligations de sociétés américaines, LF98TRUU Indice Bloomberg Barclays des obligations de sociétés américaines à rendement élevé.

Alors que ce soutien a permis aux caisses de retraite de repousser l'inévitable, nombre d'entre elles ayant affiché des rendements record au deuxième trimestre de 2020, la plupart des caisses qui ont publié leurs résultats du troisième trimestre ont eu des rendements totaux décevants pour l'année, seulement quelques caisses ayant réussi à dégager leur taux de rendement proposé. Bien que l'incidence de ces ajustements d'évaluation puisse ne pas être observée dans l'immédiat, ces prévisions se traduiront par une hausse importante des obligations au titre des prestations constituées prévisionnelles. Avec la publication imminente des rapports annuels des sociétés, les caisses de retraite devront faire face à la question de l'imputabilité, puisqu'elles doivent établir la manière de présenter leur capitalisation au sein d'un marché dont les rendements sont de près de zéro. Le fait de corriger leurs hypothèses trop audacieuses conformément aux normes de présentation des résultats ferait en sorte d'augmenter énormément les prestations prévues, réduisant par le fait même de manière drastique le ratio de capitalisation de chaque régime. Parallèlement à une répartition toujours plus importante dans des actifs risqués et illiquides en vue d'obtenir un rendement dans un contexte de taux d'intérêt nuls, la fondation du système de retraite des sociétés semble être menacée. Cet article présente un examen des lacunes de régimes de retraite de sociétés en particulier et met en lumière une multitude de facteurs en jeu qui pourraient constituer des catalyseurs cruciaux de l'effondrement de l'entière du système de retraite. Il semble inévitable que les caisses de retraite des sociétés ont mis au point la recette pour un désastre, la COVID-19 constituant la cerise pourrie sur le gâteau.

## Aperçu du modèle

En s'appuyant sur sa compréhension établie des passifs non capitalisés manifestes du système de retraite public et de la possibilité de déclenchement d'une crise économique nationale, l'équipe des régimes de retraite mondiaux Mackenzie a procédé à la mise au point d'un modèle d'évaluation et de réévaluation des passifs des caisses de retraite privées. À l'aide de cet outil, nous avons pu égaliser l'incidence des passifs des régimes en tenant compte de normes remaniées pour l'industrie, avec un taux d'actualisation réduit à 2,5 % et des taux de rendement projetés de 4 %. Ces valeurs sont étroitement liées aux obligations de sociétés de première qualité notées AA, permettant aux caisses de retraite de maintenir un degré de risque modéré en matière de rendements prévisionnels, tout en assurant que les passifs sont actualisés à un taux qui reflète la nature garantie de leurs versements tout en tirant parti de la robustesse de leurs sociétés mères respectives. La norme en matière de taux d'actualisation a été choisie en fonction du fait que l'indice des obligations de sociétés à 10 ans notées AA de Moody's était antérieurement utilisé par le comptable en chef à la Securities and Exchange Commission américaine à titre de mesure historique pour les taux d'actualisation des régimes de retraite des sociétés, à des niveaux reflétant la nature garantie et à faible risque des prestations.

**Le renversement à la baisse de la ligne des marchés financiers reflète les conséquences d'un marché de faibles taux, poussant les régimes de retraite à rehausser leurs répartitions dans des actifs plus risqués afin de préserver les rendements.**



Source : Oaktree Capital

Pensez à un modèle d'actifs mixtes avec une répartition de l'actif de 40 % en titres à revenu fixe, de 40 % en placements en actions et de la tranche résiduelle de 10 % en placements alternatifs. Comme le montre la ligne des marchés financiers plus haut, les primes de rendement sont liées à des placements dans des actifs très risqués, plutôt que dans des obligations du Trésor sans risque. Pour cette évaluation, nous avons attribué une prime de risque de 4 % aux placements en actions, et une prime de risque additionnelle de 2 % aux placements alternatifs, depuis un rendement de base de 2 % pour les titres à revenu fixe. Ces primes ont été jugées appropriées lorsqu'elles sont comparées aux rendements historiques du S&P 500 et aux rendements des obligations de sociétés notées AA à titre de référence. Ayant constaté une chute drastique des taux d'intérêt, les caisses de retraite ont augmenté leur position relative dans la ligne des marchés financiers, comme il est montré ci-dessus. Avec des taux de rendement présumés s'établissant en moyenne au-dessus de 6 % dans tous les régimes évalués, nous observons un écart fortement axé sur le risque dans les prévisions totales excédant 4 % par rapport au rendement des titres à revenu fixe de grande qualité. Ces écarts en croissance indiquent d'importantes primes de risque liées aux caisses de retraite ce qui soumet leurs « prestations garanties » au risque d'un dur rappel à la réalité.

## Mesures du modèle

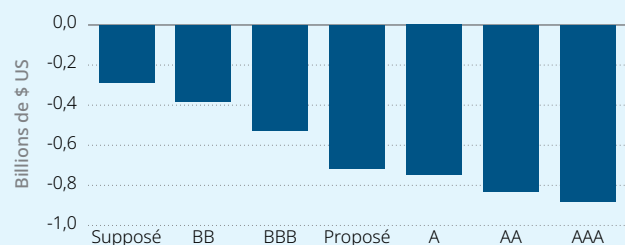
Ces données ont été évaluées à l'aide de six mesures indépendantes afin d'évaluer de manière efficace les risques liés à plus de 700 régimes individuels américains. Ce modèle a servi à analyser des placements de régimes de plus de 2 milliards \$ US, comprenant plus de 80 % des actifs de régimes de retraite à prestations déterminées privés américains. Ces six mesures, chacune composée de diverses sous-mesures quantitatives, ont été pondérées et évaluées de manière indépendante quant à leur probabilité d'effondrement et la capacité de chaque société d'assumer le fardeau additionnel.

Mesure	Sous-mesures	Description
État de capitalisation du régime	9	Obligations et déficits du régime pondérés relativement aux actifs du régime, aux profits des sociétés et aux valeurs précédemment présentées pour démontrer l'ampleur relative et l'importance absolue de la crise des régimes de retraite.
Imputabilité des caisses	8	Met en lumière les efforts du régime en vue de réduire le risque en ajustant la répartition de manière à s'éloigner des actifs fondés sur des actions, en augmentant les cotisations et en réduisant les hypothèses en matière d'évaluation des prestations prévisionnelles.
Flux de trésorerie prévisionnels	8	Projection du taux et de l'importance de la dégradation de l'actif des caisses de retraite à l'échelle du régime.
Analyse du crédit	7	L'incidence de la réévaluation des passifs et des déficits sur les notations de crédit existantes, les obligations liées aux titres de créance à long terme et les rendements obligataires qui en découlent.
Indicateurs du marché	6	Examen du rendement récent des sociétés et des secteurs afin d'établir la capacité de traiter de leurs déficits corrigés relatifs à leur caisse de retraite.
Données démographiques du régime	6	Examen des effets absolus et relatifs du vieillissement des travailleurs adhérant au régime sur le rendement de la caisse, la base des cotisations et les menaces posées pour les régimes de retraite non capitalisés.

## Conclusions objectives

Une fois toutes les obligations au titre des prestations constituées respectives de chaque caisse réévaluées à l'aide de notre modèle, les régimes ont fait l'objet d'une analyse en profondeur tant sur une base collective qu'individuelle. Contrairement à notre analyse [des régimes de retraite publics des États-Unis](#), dans laquelle les régimes ont toute la latitude voulue en ce qui a trait aux hypothèses d'évaluation, la réglementation fédérale exige une corrélation entre les taux d'actualisation des régimes de retraite des sociétés et les taux des obligations des sociétés. Ainsi, les effets du processus de réévaluation présentés dans le présent article mettront en lumière l'amorce d'un choc inévitable pour le système, commençant dès le début du prochain cycle de présentation des résultats. Les régimes devront réévaluer leurs obligations par rapport aux références réalistes d'un marché de faibles taux, du même coup augmentant de manière importante leurs passifs et leurs déficits nets. Cette transition pourrait se traduire par des changements drastiques des niveaux d'endettement à long terme et de l'effet de levier net de nombreuses sociétés du S&P 500, du Dow Jones Industrial Average et du Russell 2000, suscitant l'attention généralisée du marché sur l'importance des régimes de retraite non capitalisés. Puisqu'elle a utilisé un modèle avec des données en temps réel, l'équipe de Mackenzie est mieux placée pour mettre en lumière les régimes de retraite confrontés à une menace critique et dont le bilan est à haut risque de dégradation, par rapport à une approche fondée sur le cycle traditionnel de présentation des résultats qui présente généralement les hypothèses sur une base annualisée.

### Déficits des régimes de retraite c. Hypothèses d'évaluation



**Les déficits des régimes de retraite augmentent de plus de 500 milliards \$ US lorsque les mesures d'évaluation sont ajustées à la norme recommandée des obligations de première qualité notées A- par rapport aux hypothèses équivalentes fondées sur des obligations à rendement élevé notées B.**

Source : Placements Mackenzie

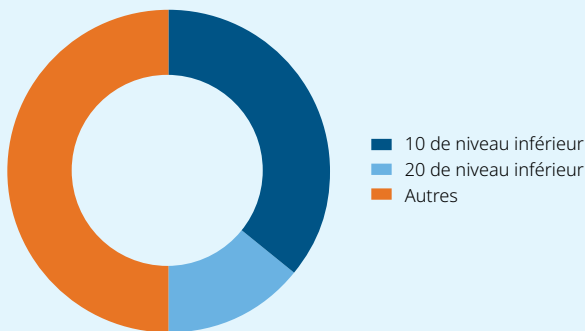


**MACKENZIE**

Placements

Il est troublant de constater que lorsque ces hypothèses sont réduites, seulement 5 % des 700 caisses sondées ont affiché des résultats équivalents ou supérieurs par rapport aux mesures modifiées, indiquant qu'une grande majorité des caisses ont surestimé leurs hypothèses d'évaluation. Malgré le fait qu'environ un tiers des caisses examinées déclarent que leurs régimes sont capitalisés à plus de 90 %, lorsque les passifs sont réévalués, nous constatons une réduction drastique du nombre de caisses, de 241 à 63. Au-delà de cette norme, moins de 5 % de toutes les caisses évaluées ont été classées comme étant entièrement capitalisées, une tranche troublante de 40 % des caisses étant capitalisée dans une mesure inférieure à deux tiers. Parmi toutes les caisses, nous constatons un déficit combiné d'un peu moins de 1 billion \$ US, les caisses les plus importantes, comme celles d'UPS, de General Electric et de Ford, ayant un déficit combiné à elles seules de plus de 120 milliards \$ US.

### L'incidence concentrée de la crise des régimes de retraite



Source : Placements Mackenzie

**Alors que les crises des retraites et pensions menaceront la durabilité de toutes les caisses, nos résultats indiquent un modèle fortement axé vers le bas, selon lequel 20 régimes assument la moitié de l'endettement national des régimes de retraite des sociétés.**

À la fin de 2020, les taux d'intérêt directs et les rendements des titres à revenu fixe étaient près de creux historiques. L'indice obligataire du gouvernement des États-Unis (ICE BofA All Maturity US Government Index) affiche un rendement à l'échéance d'un peu moins de 0,5 %, alors que l'indice des obligations de sociétés (ICE BofA US Corporate Index) offre un rendement à l'échéance d'environ 2 %. L'écart entre le taux d'actualisation des régimes de retraite et les rendements tirés du marché souligne le profil de risque accru des régimes. Le taux d'actualisation moyen supposé par les régimes de retraite de sociétés était auparavant équivalent à celui d'une obligation notée BBB. Toutefois, à la lumière de la baisse des rendements, ces hypothèses reflètent maintenant le rendement d'obligations de sociétés à rendement élevé cotées B ou CCC. Le risque lié à cette importante variation de la notation est multiplié en raison d'une augmentation progressive des placements fondés sur des actions effectués par de grandes caisses de retraite. Cette tendance a drastiquement réduit leur sécurité et leur durabilité, mettant en lumière les stratégies de placement discutables utilisées par les grandes caisses de retraite, accusant une faible corrélation avec la nature garantie des prestations de retraite. Depuis 2015, les caisses de retraite ont augmenté leurs placements à risque élevé de 15 %, s'établissant récemment à un sommet historique avec des niveaux moyens supérieurs à 45 % à l'échelle nationale. Ce risque continue de rehausser le profil de risque des caisses de retraite, surtout lorsque les actifs sont directement investis dans des placements en actions de leurs sociétés respectives, créant une « boucle de perte » avec des conséquences catastrophiques.

Lors d'une rare victoire remportée par plusieurs caisses de retraite privées, les sociétés ont en grande partie eu la clairvoyance de reconnaître les risques associés aux régimes de retraite à prestations déterminées et ont gelé les cotisations pour les nouveaux employés. Les régimes fermés en ont tiré parti grâce à leur compréhension directe des obligations liées aux prestations constituées et des échéanciers de versements effectifs, bien que la flexibilité réduite offre peu de chance aux régimes en mal de capitalisation en l'absence de cotisations de membres actifs. Étant donné que d'innombrables sociétés ont mis fin aux régimes à prestations déterminées en faveur de systèmes à cotisations déterminées, il est clair qu'elles savent depuis longtemps ce que les retraités commencent tout juste à percevoir : le système de retraite est brisé, mettant les retraités dans une position inconfortable et imprévue.

## Conclusions par sous-secteur

### État de capitalisation du régime

**Chefs de file notables :** Visa, JP Morgan, Dominion Energy, HP

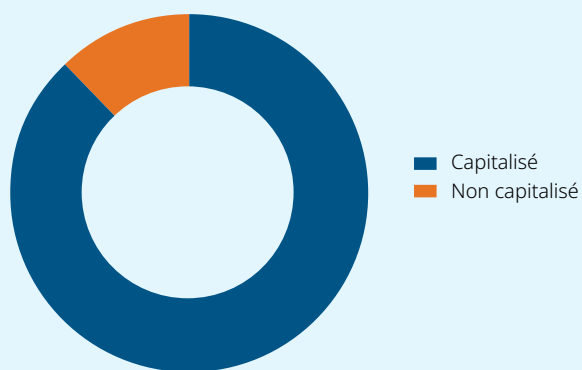
**Retardataires notables :** FedEx, Disney, General Electric, Ford, UPS

Dans notre analyse de la capitalisation des régimes de retraite, nous avons examiné les passifs au titre des prestations constitués et les déficits des régimes de retraite réévalués par rapport aux actifs, au bénéfice d'exploitation et aux profits nets afin de donner à notre modèle une analyse complète de l'état de capitalisation de chaque régime par rapport aux activités et aux flux de trésorerie discrétionnaires de la société. Nous avons fait la constatation troublante que lorsque les hypothèses d'évaluation ont été normalisées, seulement 5 % des régimes de retraite ont été évalués à l'aide de mesures durables. Dans cette catégorie, nous retrouvons notamment IBM et JP Morgan, ces deux sociétés ayant obtenu de bons résultats lors de l'attention accrue portée à leurs hypothèses d'évaluation et en tenant compte de la volatilité des taux d'intérêt.

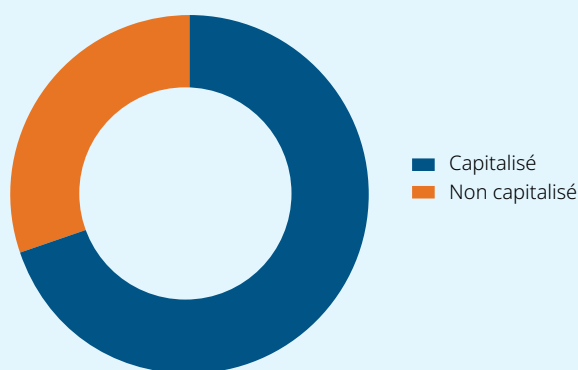
Lorsque nous évaluons l'ensemble des caisses à l'aide de notre processus de réévaluation, les passifs au titre des prestations déterminées moyens augmentent de 27 % pour s'établir à un peu moins de 3 billions \$ US avec des déficits proportionnels grimant à trois fois leurs niveaux précédents. Dans certains régimes présentant de piètres conditions initiales, nous constatons que le ratio de capitalisation moyen des régimes de retraite des sociétés chute depuis 86 % à moins de 70 %, avec une augmentation des passifs proportionnels des régimes de plus de 50 % pour 20 % des régimes. Sur une base relative, les régimes ayant accusé les pires résultats comprennent UPS, Occidental Petroleum et Disney, avec des obligations augmentant de respectivement 70 %, 86 % et 50 %.

**Les régimes de retraite allègent qu'ils sont capitalisés à près de 90 %. Toutefois, après adaptation aux normes durables dans un contexte de faibles taux, les déficits prévus sont de près du triple.**

Ratios de capitalisation publiés



Ratios de capitalisation réévalués



Source : Placements Mackenzie

Dans le cadre de la pondération en fonction du bénéfice d'exploitation et du bénéfice net de la société, l'accent a été principalement mis sur les régimes solvables par rapport aux sociétés rentables. Lors de l'évaluation en fonction de la distribution, bien que ce facteur a parfois favorisé des sociétés plus importantes comme Visa et JP Morgan, nous avons constaté une corrélation élevée entre les obligations du régime et les produits. Dans plusieurs cas, des sociétés à très grande capitalisation comme Pfizer et Johnson & Johnson ont obtenu des résultats comparables à d'innombrables sociétés à moyenne ou à grande capitalisation comme





**MACKENZIE**

Placements

AGCO, Harley Davidson et American Airlines dans le quintile central. Toutefois, la taille de ces régimes a constitué un facteur particulièrement dévastateur pour les sociétés n'ayant pas réussi à dégager des bénéfices, comme General Electric, Schlumberger et Marathon Oil. Malgré des ratios de capitalisation relativement solides, ces régimes sont confrontés à des menaces par les sociétés exerçant leurs activités à perte compte tenu de leur incapacité à fournir un financement additionnel lors d'un événement exerçant une pression additionnelle. Ce facteur a eu un poids considérable dans le résultat de notre modèle final, étant donné sa corrélation directe avec la solvabilité du régime et le risque relatif posé pour la société.

## Imputabilité des caisses

**Chefs de file notables :** Disney, PepsiCo, Wells Fargo, Energizer

**Retardataires notables :** General Motors, Raytheon, Intel, Coca-Cola, Schlumberger

En vue d'atteindre leurs ambitieuses attentes en matière de rendement, les régimes de retraite ont progressivement rehaussé leur profil de risque, réduisant parallèlement leur position en liquidités en ajoutant des placements moins liquides et à plus long terme. Alors qu'elles ont rehaussé le rendement potentiel à long terme du régime, ces mesures ont en même temps augmenté le risque d'éprouver des difficultés lors de replis plus importants. En moyenne, les régimes ont augmenté leurs placements dans des actifs à risque élevé de 3 % par année avant la pandémie. Alors que la plupart des régimes n'ont pas publié leurs placements depuis l'éclosion de la pandémie et l'effondrement subséquent du marché, si les données initiales des caisses publiques sont constantes, les régimes pourraient avoir augmenté leur risque actions à un rythme encore plus rapide, jusqu'à 5 % pour l'année. Environ deux tiers des régimes ayant réparti plus de la moitié de leur actif dans des placements fondés sur des actions, ce nombre semble en voie de continuer de croître au cours des années à venir.

Tant les caisses publiques que privées ont utilisé sans relâche ce modèle de croissance audacieuse, des rapports récents de plusieurs des plus importantes caisses mondiales déclarant que même malgré un redressement miraculeux, alimenté par les mesures de relance de la Réserve fédérale, les caisses ont dans l'ensemble accusé des rendements inférieurs, très peu d'entre elles réussissant à atteindre un point d'équilibre sur une base annuelle. Cette menace est multipliée de manière exponentielle lorsque l'on constate qu'à mesure que les baby-boomers de la deuxième vague continuent de partir à la retraite, les caisses subiront inévitablement des augmentations importantes des prestations versées. Avec les caisses prévoyant un rendement moyen annuel de 7 %, une seule année de rendement neutre, encore plus une année de rendement négatif, peut se traduire par une dégradation importante à long terme de leur actif.

Un des éléments les plus troublants de cette étude comprend l'analyse de régimes comportant d'importants placements en actions et en titres de créance de leur société respective. De nombreux régimes, y compris ceux de General Motors et de Honeywell, détiennent des milliards de dollars d'actifs directement investis dans leurs actions respectives, courant le risque de dépréciation de leur action (et, parallèlement, des actifs du régime) dans le cas éventuel d'une liquidation du régime pour contribuer à la hausse des prestations versées. Alors que les passifs au titre des prestations constituées peuvent représenter des obligations liées à des créances à long terme et, parallèlement, un risque de crédit important, la détention directe d'actifs autosurévalués est irresponsable d'un point de vue budgétaire compte tenu de la forte corrélation traditionnelle entre le rendement économique et le prix des actifs. Heureusement, de nombreux régimes ont mis en œuvre des stratégies visant à offrir des règlements forfaitaires afin de réduire le risque lié aux exigences en matière de rendements prévisionnels des placements afin d'assurer la solvabilité du régime, avec environ un quart des régimes examinés ayant réglé au moins 5 % du total de leurs obligations depuis 2015.

Malheureusement, les régimes n'ont pas non plus réussi à effectuer leurs cotisations annuelles prévues, environ la moitié des régimes évalués accusant une insuffisance en 2019. Lorsqu'on examine les cotisations à moyen terme, environ 30 % des régimes n'ont pas réussi à effectuer le total des cotisations aux niveaux promis au cours des cinq dernières années (de 2015 à 2020), échouant au moment d'un tournant décisif sur le plan démographique pour les régimes de retraite. Cela est particulièrement inquiétant alors que les obligations au titre des prestations constituées des régimes continuent d'augmenter, la croissance moyenne des prestations prévue étant d'environ 3 %, conformément au ratio de dépendance en fonction de l'âge américain qui, à l'heure actuelle, augmente de 2 % annuellement. Les cotisations des sociétés reculent de 5 % en moyenne, créant un écart d'inégalité de 7 % en matière de flux de trésorerie prévisionnels, avant la prise en compte de tout facteur d'inflation, certes limité. Avec deux tiers des régimes échouant à maintenir leurs niveaux de cotisations, les régimes bénéficiant de cotisations en croissance, comme ceux de PepsiCo, United Airlines et Occidental Petroleum, sont très peu nombreux.

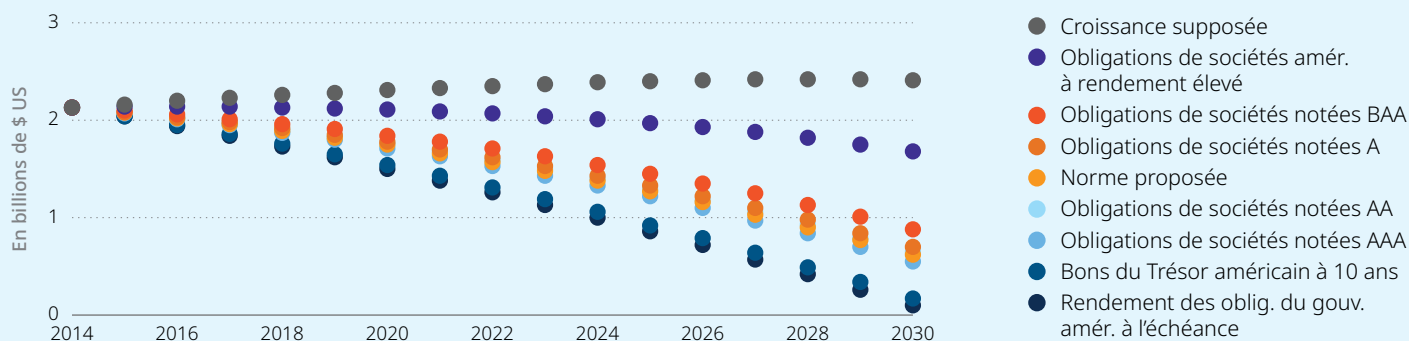
## Flux de trésorerie prévisionnels

**Chefs de file notables : Disney, Delta Airlines, Energizer**

**Retardataires notables : AT&T, General Electric, HP**

Avec autant de régimes entrant rapidement dans une période prolongée de versement de prestations, nous avons deux approches fondamentales afin d'évaluer la solvabilité à court et à long terme : le taux de croissance des versements de la société et la période qui s'écoulera avant que les régimes se retrouvent en situation de flux de trésorerie négatifs. Nous constatons une croissance constante des versements de prestations jumelée avec un recul des cotisations des employés exerçant une importante pression sur AT&T, HP et General Electric. À l'inverse, Delta et United Airlines se sont constamment classées en territoire positif compte tenu des perspectives à court terme durables, avec des pertes minimales encourues par le régime pendant la période évaluée. Alors qu'American Airlines maintient des prévisions de versements tout aussi prudentes, elle n'a malheureusement pas effectué les mêmes investissements forfaitaires additionnels que ses pairs, ce qui s'est traduit par une dégradation plus importante.

### Actifs des régimes de retraite des sociétés américaines au fil du temps



Source : Placements Mackenzie

Alors que les régimes de retraite voient systématiquement leurs versements de prestations augmenter en raison du départ à la retraite d'adhérents actifs, l'examen du rendement récent et futur prévu des actifs des caisses est un exercice crucial pour évaluer les préoccupations à long terme. Comme il est présenté dans le graphique ci-dessus, les caisses ne sont pas préparées de manière appropriée en vue de l'augmentation des retraités, ayant pour effet que les régimes se retrouveront à l'échelle nationale en situation de flux de trésorerie négatifs, sans égard aux hypothèses. En raison de la nouvelle réalité, il est estimé qu'environ 10 % des régimes seront en situation de défaillance au cours de la prochaine décennie. Les régimes historiquement prépondérants, comme General Motors, Exxon Mobile et Boeing, prévoient des reculs rapides des actifs des régimes, dans la foulée d'une tendance nationale de baisse constante des actifs depuis 2014, avant que des investissements supplémentaires ne soient envisagés. Alors que les régimes arrivant à échéance pourraient nécessiter des affectations additionnelles de flux de trésorerie afin d'être entièrement effacés des bilans, les régimes comportant des adhérents actifs pourraient ne pas bénéficier de ce luxe étant donné leur poids important et la longue durée des périodes de versements. Pour ces régimes, le faible rendement des titres à revenu fixe semble être la goutte faisant déborder le vase, éliminant dans les faits la possibilité d'effectuer des placements à faible risque pour que les régimes réalisent leurs rendements élevés prévus.

**Il est prévu que les régimes de retraite des sociétés seront confrontés à des déficits annuels de 150 milliards \$, neutralisant plus de 50 % des actifs des régimes d'ici 2030.**

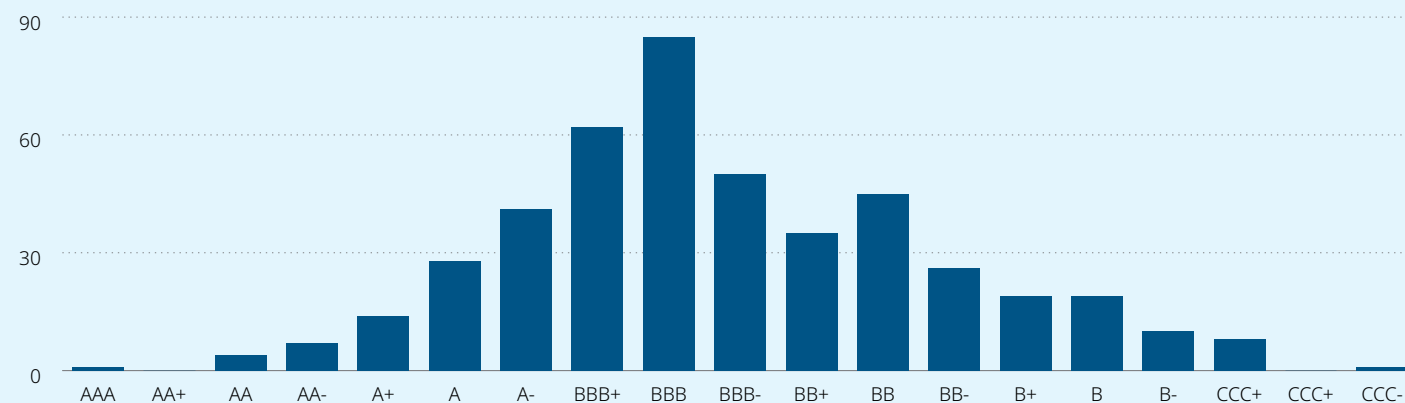
## Analyse du crédit

**Chefs de file notables :** IBM, Disney, Johnson & Johnson, Pfizer, Proctor & Gamble, General Mills

**Retardataires notables :** Delta Airlines, Six Flags, Macy's, Ford, American Airlines, Century Link, Marathon Oil

Cette analyse du crédit rudimentaire ne devrait être utilisée que dans le contexte de cette évaluation quantitative – elle ne doit pas être jugée comme un substitut à l'analyse du crédit rigoureuse que nous exécutons à l'égard de chaque occasion dans laquelle nous avons l'intention d'investir. Lorsque nous évaluons le potentiel de redressement relatif des régimes de retraite, il est essentiel que nous le fassions avant l'injection hypothétique de fonds de sauvetage de la part du gouvernement américain. À ce titre, l'accès d'une société à des liquidités au moyen de l'émission d'obligations et de titres de créance est l'un des facteurs les plus critiques dans l'évaluation du potentiel d'une société à l'égard du redressement de son régime de retraite. Les sociétés exerçant leurs activités au moyen d'un fort effet de levier ont de beaucoup réduit leur capacité à affecter un financement discrétionnaire aux régimes de retraite insuffisamment capitalisés.

### Sociétés détenant un régime de retraite c. notation du crédit



Source : Placements Mackenzie

Les niveaux d'endettement existants de chaque société ont été examinés, et l'incidence du passif au titre des prestations constituées et des déficits par rapport aux facteurs fondamentaux existants a été analysée en profondeur. Lorsque nous examinons le rendement global de nos 700 sociétés détentrices d'un régime de retraite, nous voyons une augmentation du ratio de levier financier de l'endettement total ajusté en fonction du régime de retraite par rapport au BAIIA de 4,2 à 4,6, avec un levier de l'endettement non ajusté par rapport au BAIIA de 4,0, supposant un risque de prime imprévu de 10 à 15 % pour les sociétés détenant un régime de retraite. Toutefois, des sociétés, y compris UPS, Lockheed Martin et Northrop Gruman figurent parmi les pires, avec un effet de levier augmentant à respectivement 6,7, 3,5 et 6,6 par rapport à leurs actuelles valeurs présentées (ajustées en fonction du régime de retraite) de 3,4, 2,7 et 3,9. Cette augmentation de l'effet de levier modifie considérablement les perspectives de chaque société, particulièrement au chapitre des titres à revenu fixe. Avec des notations du crédit actuelles respectives de A-, A- et BBB, ces entreprises représentent le grand nombre de sociétés se situant dans le bas de l'univers des titres de qualité investissement confrontées à un important risque d'évaluation à la valeur de marché avec la transition depuis une cote de qualité investissement à une désignation de titres à rendement élevé. Ces sociétés courent le risque d'entrer dans un dangereux cycle dans lequel les passifs non capitalisés se traduisent par une hausse des niveaux d'endettement et de l'effet de levier, ce qui entraînerait une décote du crédit et une augmentation du coût relatif de

**Les sociétés qui détiennent des régimes de retraite sont en grande partie concentrées dans le bas de l'univers des titres de première qualité, avec un important risque d'évaluation à la valeur de marché lié à une dette composée et à la décote du crédit.**

gestion de la dette existante et additionnelle. En outre, le modèle a examiné les écarts de crédit implicites et les notations du crédit des sociétés analysées, en tenant pour acquis que les notations réduites limitent la capacité des sociétés à accéder à des sources de financement abordable au moyen de nouvelles émissions de titres de créance. L'industrie et le secteur de l'énergie ont été très durement touchés par la pandémie et l'effondrement du marché du pétrole en 2020, avec American Airlines, Delta Airlines et United Airlines figurant parmi les sociétés les plus touchées dans notre analyse.

## Indicateurs du marché

**Chefs de file notables :** Visa, Johnson & Johnson, Capital One, Berkshire Hathaway

**Retardataires notables :** Citigroup, Boeing, Marathon Oil, Schlumberger, Phillips 66

Dans un marché sous l'influence de la pandémie, les actions ont été généralement volatiles, avec un effondrement soudain en mars se transformant en l'une des plus impressionnantes reprises de l'histoire récente. Dans cette mesure, nous avons analysé le rendement boursier et les valorisations relatives des sociétés en examinant l'humeur changeante des investisseurs, la part de marché et la valorisation relative. Alors que le rendement des marchés boursiers peut ne pas permettre d'établir un lien direct avec les préoccupations entourant les caisses de retraite, il demeure un élément pertinent pour évaluer la vente de tout titre du Trésor comme outil de redressement potentiel. L'histoire récente ayant annoncé une période soutenue de programmes de rachat d'actions, ce qui était auparavant un moyen d'obtention du contrôle d'une société et d'augmentation de valeur pour les investisseurs pourrait être devenu une réserve d'urgence pour les régimes de retraite. Avec des rendements moyens se situant tout juste en dessous de -10 % à ce jour, les sociétés affichant une croissance robuste, comme FedEx, PG&E et les chouchous de la pandémie Eastman Kodak et Abbot Laboratories, sont de plus en plus difficiles à trouver. Comme il est mentionné ci-dessus, le secteur de l'énergie et du transport aérien ont accusé des rendements particulièrement faibles depuis le début de l'année, le secteur des services financiers se démenant au quatrième trimestre pour récupérer les importantes pertes sur prêts des trimestres précédents et se remettre de l'incidence d'une économie marquée par une faible croissance, ce qui pourrait se traduire par la dégradation d'innombrables sociétés vulnérables au bénéfice de nouveaux chefs de file plus durables.

Peut-être de manière plus intuitive comme moyen d'atténuer l'incidence de la crise imminente des régimes de retraite, la capacité des sociétés d'affecter leurs profits dans des prestations en croissance est cruciale comme défense de première ligne. Ford est à la tête d'un groupe de sociétés à grande échelle, qui comprennent Schlumberger et Marathon Oil, ayant constamment accusé un recul de leurs profits, certaines ayant adopté des routines de déficits. Heureusement, plusieurs sociétés établies, comme Pfizer, Caterpillar et Visa, ont maintenu leur rentabilité avec une croissance durable au fil du temps, dégagant des fonds additionnels pouvant potentiellement être investis dans les régimes de retraite. Les valorisations relatives, qui évaluent la croissance et les ratios des bénéficiaires, sont cruciales pour l'évaluation du rendement au fil du temps. Des sociétés comme Berkshire Hathaway, Disney et Visa bénéficient de multiples de bénéficiaires ayant progressivement augmenté, indiquant des perspectives de croissance et une durabilité robustes. D'un autre côté, le recul des valeurs boursières et les pertes de parts de marché se sont traduits par la contraction des multiples de sociétés comme AT&T, Xerox et Intel, ce qui pourrait s'avérer une « fausse aubaine » pour les investisseurs et les retraités.

## Facteurs démographiques

**Chefs de file notables :** Visa, Target, Verizon, AT&T, Pfizer, JP Morgan

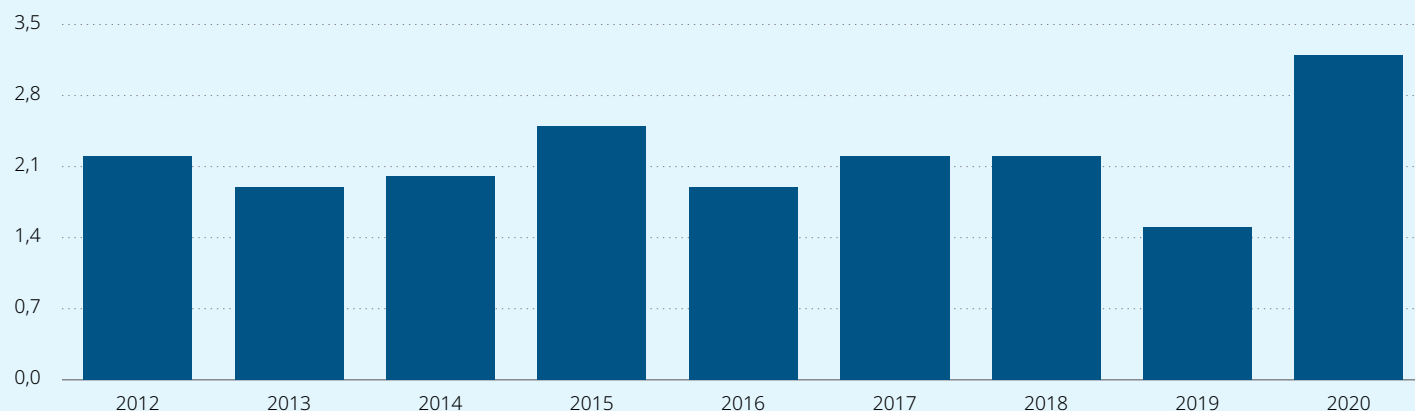
**Retardataires notables :** Ford, Atlantic Power, Energizer, UPS, Intel, FedEx

La ventilation démographique des adhérents d'un régime de retraite constitue un facteur crucial ayant une incidence sur la valorisation, les flux de trésorerie et les échéanciers relatifs des activités d'un régime. Par conséquent, notre modèle a été élaboré pour tirer les ratios actuels et prévisionnels de dépendance en raison de l'âge de chaque régime, présentant l'échéancier de versement des prestations et l'effet proportionnel de chaque paiement sur les obligations au titre des prestations constituées existantes de la caisse. La mesure du taux de croissance des bénéficiaires est tout aussi cruciale que l'examen des niveaux de capitalisation initiaux de chaque caisse afin de bien comprendre le rendement récent et les flux de trésorerie estimatifs futurs de chaque caisse de retraite. UPS, Motorola et Spirit AeroSystems affichent chacune des augmentations constantes

**Les baby-boomers partent à la retraite à un rythme historique, et les régimes de retraite ne sont pas outillés pour faire face à des flux de trésorerie négatifs prolongés.**

et importantes des prestations versées, signe de la transition rapide des retraités vers la retraite, menaçant ainsi directement la solvabilité du régime à moyen terme. De plus, de nombreux régimes, y compris ceux de Johnson & Johnson, UPS et Post, ont un taux de participation active élevé, révélé par les cotisations constantes des employés, un signe de la longue durée prévue de l'exécution du régime, ce qui augmente le risque et le potentiel de défaillance au fil du temps. Après avoir établi le profil démographique des adhérents de chaque régime, il était essentiel de déterminer la vigueur potentielle des caisses de retraite individuelles par rapport à leurs facteurs démographiques et obligations respectives envers leurs retraités. HP, Dominion Energy et Capital One ont connu une baisse rapide de leurs actifs comparativement aux prestations existantes, bien que dans le cas de cette dernière, cela peut être attribué à l'entrée du régime dans le crépuscule de son existence, la clôture solvable du régime étant prévue au cours de la décennie à venir. Heureusement, comme il a été mentionné précédemment, la récente reprise depuis l'effondrement du marché induit par la COVID-19, jumelée à une augmentation des règlements par versement forfaitaire, a offert un bref sursis aux caisses, leurs actifs affichant des rendements supérieurs aux attentes. AT&T, Verizon et Pfizer ont effectivement maintenu leurs ratios de capitalisation respectifs, les actifs des caisses se comportant bien grâce à la pression exercée par l'augmentation des bénéficiaires. Ces caisses ont bénéficié d'actifs relativement stables, réduisant progressivement leurs obligations prévues, rehaussant leur solvabilité nette et limitant le risque lié à la durée.

### Nouveaux baby-boomers retraités par année



Source : Placements Mackenzie

## Résultats

Alors que notre modèle a permis d'obtenir un classement objectif des caisses de retraite privées, dans le présent article, nous avons avant tout choisi de mettre en lumière les rendements les plus extrêmes au sein de toutes les mesures relatives. Certaines des caisses dont la durabilité est la plus notable figurent dans la tranche supérieure du graphique à la droite, alors que les perdantes qui se sont les plus démarquées sont affichées dans la tranche inférieure. Alors que l'ampleur relative de la réévaluation des régimes peut être moins importante que celle de leurs pairs publics, les prévisions globales en matière de valorisation et de dégradation des caisses se sont grandement rapprochées de nos attentes. Avec une actualisation du régime et des taux de croissance moyens s'établissant respectivement à 4,0 % et 7,1 % à l'heure actuelle, les taux de rendement prévus semblent extraordinairement surestimés et comparables aux prévisions audacieuses des caisses publiques. Nous avons été surpris de constater que des sociétés de premier plan ont maintenu des attentes démesurées en matière de rendement. Alors qu'un taux d'actualisation de 4 % était approprié dans un contexte historique de taux plus élevés, il ne convient pas à l'environnement moderne d'un marché marqué par des taux peu élevés. Les caisses les mieux classées, y compris IBM, Johnson & Johnson et PepsiCo, ont été stimulées respectivement par des taux de croissance prudents, des stratégies de placement durables et des cotisations en hausse. Ces sociétés bénéficient d'une notation du crédit globale de respectivement A, AAA et A+, et nous sommes d'avis qu'il est peu probable que ces notations soient profondément touchées par une modification des obligations prévues au titre des prestations constituées.

Certaines des plus importantes caisses de retraite sont devenues réputées pour leur sous-capitalisation et leurs cotisations insuffisantes, malgré des valorisations d'entreprise élevées à la suite d'une reprise historique des marchés boursiers. United Parcel Service, General Electric et Northrop Gruman affichent publiquement des ratios de capitalisation respectifs de 85 %, 76 % et 83 %. Toutefois, après réévaluation dans le contexte actuel de faibles taux, leurs ratios de capitalisation deviennent médiocres, à respectivement 53 %, 63 % et 59 %. Lorsqu'on examine les 10 plus importantes caisses sous l'angle de leur déficit absolu, nous constatons que le ratio de capitalisation global est à un niveau stupéfiant de 65 %, et que le déficit total est de près de 300 milliards \$ US, représentant plus de 30 % du déficit total des régimes de retraite évalués. Nous observons un modèle fortement axé sur le bas, dans lequel un nombre proportionnellement faible de sociétés à grande capitalisation détiennent un pourcentage élevé de l'endettement tant global que relatif. À l'examen des 30 sociétés (parmi les 700 caisses sondées) détenant des régimes de retraite solvables, le total des surplus des régimes est limité à un peu moins de 7 milliards \$ US, avec un surplus global de 10 %, en grande partie en raison des hypothèses d'évaluation prudentes de JP Morgan et de l'état de capitalisation initial solide du régime de NextEra Energy.

Les membres de notre équipe reconnaissent que certaines sociétés plus petites sont touchées de manière défavorable par leur pondération relative par rapport à leurs bénéficiaires, à leurs produits et à leur capitalisation boursière, en dépit de leurs déficits absolus moins importants et plus gérables. Toutefois, ces sociétés sont souvent confrontées à des difficultés additionnelles en raison de leur accès réduit à des titres de créance publics, une reconnaissance limitée du marché et des notes de crédit habituellement moins élevées. Ces sociétés à moyenne capitalisation sont souvent moins cruciales et sont en quelque sorte réputées être moins pertinentes pour le système comparativement à leurs concurrentes à très grande capitalisation dans l'économie américaine, limitant probablement leur accès à d'éventuels fonds de sauvetage. Avec la prise en compte de ces facteurs, nous avons d'abord axé nos efforts sur l'analyse du rendement de grandes sociétés détenant des régimes de retraite à prestations déterminées établis, comportant d'importantes caisses en difficulté, y compris General Electric, Ford et United Parcel Service, dont les dépenses augmentent rapidement et qui utilisent des hypothèses de croissance de l'actif exceptionnellement élevées. Toutefois, il est essentiel de souligner qu'environ 5 % des sociétés examinées ont connu une amélioration de leur position relative, compte tenu de leurs hypothèses d'évaluation très prudentes et de leur statut initial élevé de capitalisation. Les chefs de file notables comprennent IBM et JP Morgan, alors que d'autres régimes correctement évalués sont relativement petits, avec des actifs pour chaque régime individuel de moins de 5 milliards \$ US. Ces sociétés, quoique souvent de petite taille, se démarquent étant donné leur imputabilité et leur responsabilité budgétaire malgré les tares intégrées dans le système.

### Gagnants

- Visa
- JP Morgan
- Bank of America
- Texas Instruments
- Pepsico
- IBM
- Berkshire Hathaway
- Wells Fargo
- Honeywell Intl.

### Perdants

- United Parcel Service
- General Electric
- Ford
- General Motors
- Boeing
- Lockheed Martin
- Northrop Gruman
- Raytheon
- Occidental Petroleum

## Conséquences sur la politique

Lorsque l'on tient compte des conséquences politiques émanant de la [crise mondiale des régimes de retraite](#), l'effondrement potentiel des caisses de retraite de sociétés semble moins pertinent que celui de leurs contreparties financées publiquement. Bien que cela puisse être jugé en partie approprié d'un point de vue partisan, il est inévitable que les banques centrales interviennent pour offrir un soutien à un marché affaibli. Un consensus semble de manière évidente se dégager au sein de la Réserve fédérale américaine (Fed) quant au maintien de faibles taux d'intérêt pendant et après la pandémie. Dans les faits, l'examen du cadre ayant donné lieu à l'adoption de cibles d'inflation flexibles éloigne toute mesure politique restrictive de la part de la Fed pour des années à venir. Ce contexte, qui présente un avantage potentiel pour la reprise et la stabilisation de l'économie américaine, fait en sorte que les investisseurs se demandent quelles seront les conséquences involontaires de ces mesures de relance exceptionnelles, et l'incidence sur l'avenir à long terme des marchés. Une partie de cette discussion a trait au recul de la confiance envers la vigueur du dollar américain, l'attention de plus en plus marquée accordée aux placements alternatifs et aux préoccupations quant à savoir si les actifs à revenu fixe continueront de contrebalancer le risque des marchés boursiers dans l'éventualité d'une aversion



**MACKENZIE**  
Placements

pour le risque. Cette transition, jumelée avec l'expansion des bilans des banques centrales mondiales, a énormément réduit les rendements des obligations de sociétés et d'État de qualité investissement, forçant les caisses de retraite et les investisseurs institutionnels à rechercher des rendements dans des marchés et des catégories d'actifs plus risqués afin de préserver leur solvabilité. Malgré la réglementation et les politiques mises en œuvre pour restreindre les hypothèses permises au sein du système de retraite privé, ces efforts pourraient ne pas avoir tenu compte de la baisse des taux et des menaces envers l'économie mondiale. Avec des taux établis près de zéro pendant des années à venir, les caisses ont de plus en plus de difficulté à justifier des prévisions de rendement « garanti » excédant souvent les 7 %.

La scission du contexte politique américain pose une autre menace pour les sociétés en difficulté qui nécessitent un soutien. Le premier plan d'allègement lié à la COVID-19 du gouvernement fédéral a surmonté cette scission et a offert un coup de pouce rapide et puissant à la confiance. Toutefois, le deuxième plan a notablement été bloqué et a subi des critiques bipartisans, en raison de sa valeur réduite et de ses importants retards. Des problèmes plus ciblés (c.-à-d. des sociétés individuelles ayant besoin de soutien) émanant d'un échec de la direction par opposition à un événement externe ou à une catastrophe naturelle pourraient remettre en question le besoin par les parties impliquées de s'entendre ou d'en arriver à un compromis.

Avec l'élection récente du président démocrate Joe Biden, nous avons assisté à un important remaniement du gouvernement américain, la nouvelle secrétaire du Trésor, Janet Yellen, se posant comme une contrepartie tout aussi conciliante au président de la Fed, Jerome Powell. Ceci jumelé au contrôle continu de la Chambre et à un Sénat divisé en deux parts égales (minimalement contrôlé par la vice-présidente Kamala Harris dans le cas d'un scénario de bris d'égalité comme il est mentionné plus haut), les démocrates ont réalisé leur « Vague bleue » par la plus mince des marges. Idéalement ces marges favoriseront une collaboration bipartisans, tout en mettant à l'épreuve l'adhérence des sénateurs à la ligne de leur parti, avec un groupe choisi de sénateurs, y compris Joe Manchin (D-WV) et Susan Collins (R-ME), ayant parfois adopté la position adverse au cours des dernières années. Toutefois, la loyauté envers les lignes du parti se situe à des sommets historiques, et de pair avec une obstruction, ayant réduit les plus grandes majorités au silence, il existe certainement une possibilité que la récente impasse politique se reproduise. Il est impossible de déterminer avec certitude quelle direction sera prise par un gouvernement dirigé par M. Biden, mais la nouvelle administration a été critique à l'égard des caisses de retraite publiques et privées, cherchant à resserrer les normes et à assurer la mise en œuvre de pratiques de financement durables. Bien qu'un sauvetage généralisé soit possible, les premières initiatives pourraient à notre avis avoir lieu sur le plan de la réglementation, en rehaussant les ratios de financement et les cotisations obligatoires. La prochaine vague de présentations forcera probablement les fonds de retraite à revoir à la baisse leurs hypothèses de valorisation, ce qui aggravera immédiatement la perception du public. À tout le moins, à date, les déclarations de chacun des partis démontrent une prise de conscience et une reconnaissance mais, évidemment, toute action devra être élaborée et être appuyée de façon bipartisans, dans un climat de niveaux d'endettement historiques, de tensions politiques et de pandémie.

De plus, contrairement aux caisses de retraite publiques, qui peuvent de manière temporaire demeurer dans leur bulle d'hypothèses irréalistes, les normes de présentation des résultats se traduiront probablement par un changement de perspective, mis en lumière par l'intermédiaire du marché du crédit des sociétés. Nous sommes d'avis que la solution optimale pour contenir l'ampleur de ces crises serait de restreindre encore davantage la capacité de chaque caisse de manipuler ses hypothèses d'évaluation et d'appliquer un indice de titres à revenu fixe incontestable aux taux d'actualisation modèles. De la même manière, les hypothèses en matière de taux de rendement seraient réduites à des niveaux durables pour un modèle d'actifs mixtes, reflétant un certain degré de prudence dans la méthode d'évaluation des caisses de retraite. Ce modèle devrait normaliser une norme de rééquilibrage en temps réel afin d'assurer que les hypothèses d'évaluation des caisses reflètent les marchés actuels. Cette mesure permettrait d'annuler toute possibilité d'évaluation incorrecte en assujettissant toutes les caisses à une norme commune, fournissant aux investisseurs une mesure constante d'évaluation des déficits des caisses de retraite. Alors que nos auteurs évitent habituellement

**Nous sommes d'avis qu'il serait bénéfique de rehausser la visibilité des ratios de capitalisation des régimes au moyen d'une mention accrue dans les rapports trimestriels et d'une évaluation relative par rapport aux pairs du même secteur de placement et ayant la même notation du crédit.**

d'invoquer davantage de restrictions et de règlements, un niveau adéquat de prudence contribuerait à assurer que les régimes sont imputables envers leurs retraités. Avec des répartitions de plus en plus importantes dans des placements fragiles fondés sur des actions, la nature « garantie » des promesses des régimes est à risque. Des restrictions fondées sur la volatilité comportent de manière semblable des avantages et des désavantages. D'un côté, la volatilité devrait être atténuée afin de limiter les replis qu'une caisse pourrait subir, mais d'un autre côté, toute personne se souvenant de ce que les modèles de Valeur à risque ont révélé tout juste avant la crise financière de 2008 reconnaîtra cette lacune inhérente.

Nous sommes d'avis qu'il serait bénéfique de rehausser la visibilité des ratios de capitalisation des régimes au moyen d'une mention accrue dans les rapports trimestriels et d'une évaluation relative par rapport aux pairs du même secteur de placement et ayant la même notation du crédit. En ce qui a trait aux sociétés ayant de manière constante des actions d'une valeur favorable pour les actionnaires, et procédant à des rachats d'actions et au versement de dividendes, ainsi qu'une croissance des capitaux propres plutôt que des facteurs fondamentaux et des actifs de retraite, ce fait nouveau permettra de révéler leurs diverses lacunes. Alors que la crise mondiale des régimes de retraite et que l'effondrement du système de retraite mondial est en rapide accélération, le gouvernement doit avoir la capacité et l'intention de créer des politiques et d'attribuer des ressources afin de protéger les intérêts de l'économie, du marché, des retraités et de la population américaine. Bien que les caisses de retraite et que les retraités puissent ne pas avoir la même importance lorsqu'il est question des manchettes et des perceptions du marché, la mise en œuvre à l'échelle du fédéral de ces ajustements sera probablement en mesure de secouer le système de retraite des sociétés.

Dans tous les cas, des sauvetages possibles, bien que défavorables pour les perspectives américaines à moyen terme, protégeront les retraités de la classe ouvrière et leur pouvoir d'achat parallèlement aux intérêts de Wall Street. Nous sommes d'avis qu'un grand nombre de sociétés ont présenté leurs risques à leurs créanciers de manière incorrecte en utilisant des hypothèses de croissance trop audacieuses et, par conséquent, courent le risque d'être mal préparées à l'égard de leurs obligations en matière de paiements de prestations à venir. À la lumière du fait que des régimes ont déjà commencé à exposer des failles au sein du marché boursier volatil, les États-Unis pourraient connaître des difficultés grandissantes si le marché boursier accuse un repli important. Le repli maximal que peut vivre le marché boursier avant que les caisses de retraite des sociétés (et publiques) soient confrontées à de graves problèmes rétrécit chaque année, en supposant qu'aucun changement crucial n'est apporté aux hypothèses irrationnelles qui minent le système de retraite depuis longtemps.

## Conséquences sur les placements

En termes de placements, les conséquences pour l'équipe des placements à revenu fixe de Mackenzie sont importantes, nos conclusions et nos ajustements étant pris en compte dans l'analyse de chaque occasion de titre de créance de société. Lorsqu'ils élaborent des portefeuilles, les membres de notre équipe tiendront compte des passifs au titre des prestations constituées réévalués de chaque société et de tout fait nouveau au fil du temps, étant d'avis que les sociétés qui améliorent leur position et qui règlent leurs déficits non capitalisés seront assurément récompensées sur le marché. Dans le cadre de notre analyse, nous examinerons constamment l'incidence de la hausse des déficits et des flux de trésorerie négatifs sur les écarts et les notations de crédit, ainsi que les perspectives pour les sociétés et les secteurs du marché. Une dégradation importante de la capitalisation de la caisse de retraite laissera entendre une augmentation de l'effet de levier, l'élargissement des écarts de crédit et la détérioration de la notation de crédit d'une société. Ce résultat causera d'importants dommages au rendement sur le marché et se traduira par une baisse de la valeur relative des placements existants en titres de créance. Compte tenu de cette compréhension accrue des passifs au titre des prestations constituées et des déficits, nous prévoyons que ces composantes rehausseront notre processus d'évaluation du crédit.

Nous sommes d'opinion que les caisses de retraite accusant un piètre classement constitueront une menace invisible importante à la solvabilité du marché et un risque de dégradation de la valeur du crédit des sociétés, alors que l'endettement continuera d'augmenter dans un contexte d'obligations au titre de prestations constituées établies. En outre, cette recherche doit être mise en contexte, en tenant compte des facteurs fondamentaux existants, du rendement sur le marché et du risque de crédit existant de chaque société afin de bien comprendre la probabilité d'une défaillance du régime et de ses conséquences tant sur le marché boursier que celui des titres à revenu fixe. À tous les égards, l'incidence de notre modèle d'évaluation des régimes de retraite des sociétés sera également utilisée à titre d'évaluation macroéconomique afin de repérer la présence relative d'une menace grandement sous-évaluée et invisible. Les conclusions tirées de notre modèle d'évaluation des régimes de retraite des sociétés et l'intégration de ce dernier dans nos modèles d'évaluation respectifs constitueront l'une des nombreuses sources de données soigneusement prises en compte par notre équipe dans l'élaboration et le maintien de portefeuilles.



Les conclusions tirées de nos divers modèles de régimes de retraite reflètent un des nombreux éléments faisant partie de notre processus de modélisation et d'évaluation du crédit des sociétés et des facteurs ESG, mettant en lumière l'imputabilité de chaque entreprise, État et gouvernement souverain par l'intermédiaire de leurs processus de gouvernance. En plus des risques précédemment mentionnés envers les facteurs fondamentaux des sociétés, nous sommes convaincus que les marchés récompenseront les régimes qui auront fourni des efforts continus afin de rehausser l'imputabilité et la transparence de leurs processus d'entreprise. Lors de l'évaluation de ces caisses dans le cadre de notre processus de placement, l'équipe de Mackenzie tient compte du classement de chaque caisse par rapport à notre bibliothèque de référence sur les régimes de retraite. Une fois que notre système a permis d'analyser l'incidence potentielle du passif au titre des prestations constituées d'un émetteur, notre équipe établit une prime appropriée à lier au placement choisi. Ce processus automatisé représente l'une des nombreuses applications techniques des divisions de recherche de Mackenzie, présentant l'analyse de facteurs en grande partie invisibles à travers la lentille des facteurs ESG et de l'imputabilité budgétaire. Ces stratégies et ces modèles de recherche sont au cœur du processus d'évaluation des titres globale de l'équipe des placements à revenu fixe de Mackenzie, offrant une compréhension accrue de tous les volets des activités d'une société ou d'un gouvernement.

L'équipe des placements à revenu fixe de Mackenzie s'est efforcée de constamment renforcer ses capacités quantitatives en matière de traitement et d'analyse de données pertinentes, offrant à notre équipe la capacité de classer de manière objective la robustesse de diverses occasions en matière de titres de créance, de devises ou d'obligations d'État. Nous croyons que le développement de modèles quantitatifs intégrés verticalement confère à notre équipe un avantage important dans la gestion des actifs à revenu fixe dans un contexte géopolitique en constante évolution et où les pays et les sociétés deviennent de plus en plus interconnectés. Les exemples de modèles qui quantifient les thèmes macroéconomiques comprennent notre modèle d'analyse de réévaluation des systèmes de retraite de sociétés, notre modèle d'examen des erreurs des systèmes de retraite publics américains ainsi que notre modèle d'état de préparation des régimes de retraite mondiaux. Ces modèles mettent en lumière le processus de placement unique de notre équipe mondiale des placements à revenu fixe, à l'aide de données quantifiables afin d'analyser les thèmes macroéconomiques et de repérer les occasions de placement sur les marchés des obligations de sociétés et d'État.

084044 (E60) On the valuation of pension obligations. (1997). *Insurance: Mathematics and Economics*, 19(3), 268. doi: 10.1016/s0167-6687(97)83535-4  
 Andonov, A., Hochberg, Y. V., & Rauh, J. D. (2017). Political Representation and Governance: Evidence from the Investment Decisions of Public Pension Funds. *SSRN Electronic Journal*. doi: 10.2139/ssrn.2754820  
 Actuarial Standards Board. (n.d.). *Measuring Pension Obligations*.  
 Mettler, U. (n.d.). *Projecting Pension Fund Cash Flows*. Projecting Pension Fund Cash Flows. Zuerich: Zuercher Kantonalbank  
 Society of Actuaries. (n.d.). *Mortality Improvement Scale Mp-2018*. Mortality Improvement Scale MP-2018.  
 Novy-Marx, R., & Rauh, J. D. (2009). The Liabilities and Risks of State-Sponsored Pension Plans. *Journal of Economic Perspectives*, 23(4), 191-210. doi: 10.1257/jep.23.4.191  
 Novy-Marx, R., & Rauh, J. (2012). The Revenue Demands of Public Employee Pension Promises. doi: 10.3386/w18489  
 Rauh, J. D. (2017, May). *Hidden Debt, Hidden Deficits*. Hoover Institution.  
 Rauh, J. D. (2018, July). *Solvency of Multiemployer Pension Plans*. Solvency of Multiemployer Pension Plans.  
 Bergstresser, D., Desai, M., & Rauh, J. (2006). Earnings Manipulation, Pension Assumptions, and Managerial Investment Decisions. *The Quarterly Journal of Economics*, 121(1), 157-195. Retrieved January 26, 2021, from <http://www.jstor.org/stable/25098787>  
[https://www.oaktreecapital.com/docs/default-source/memos/coming-into-focus.pdf?sfvrsn=aa388665\\_2](https://www.oaktreecapital.com/docs/default-source/memos/coming-into-focus.pdf?sfvrsn=aa388665_2)  
<https://www.bis.org/review/r191203c.pdf>  
<https://www.bnnbloomberg.ca/pensions-swamped-in-a-sea-of-negative-real-rates-1.1541683>  
<https://www.sec.gov/news/speech/2014-spch062714la.htm>  
<https://www.soa.org/globalassets/assets/library/newsletters/pension-section-news/2004/june/psn-2004-iss55-conat.pdf>  
 Données provenant de Bloomberg, S&P Capital IQ.

Les placements dans les fonds communs peuvent donner lieu à des commissions, des commissions de suivi, des frais de gestion et d'autres frais. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les fonds communs ne sont pas garantis, leur valeur varie fréquemment et leur rendement antérieur peut ne pas se reproduire. Le contenu de ce document (y compris les faits, les perspectives, les opinions, les recommandations, les descriptions de produits ou titres ou les références à des produits ou titres) ne doit pas être pris ni être interprété comme un conseil en matière de placement, ni comme une offre de vente ou une sollicitation d'offre d'achat, ou une promotion, recommandation ou commandite de toute entité ou de tout titre cité. Bien que nous nous efforcions d'assurer son exactitude et son intégralité, nous ne sommes aucunement responsables de son utilisation. Ce document renferme des renseignements prospectifs fondés sur des prévisions d'événements futurs au 31 décembre 2020. La Corporation Financière Mackenzie ne mettra pas nécessairement à jour l'information en fonction des changements survenus après cette date. Les énoncés prospectifs n'offrent aucune garantie de rendement futur et les risques et incertitudes peuvent souvent amener les résultats réels à différer de manière importante des renseignements prospectifs ou des attentes. Parmi ces risques, notons entre autres des changements ou la volatilité dans les conditions économiques et politiques, les marchés des valeurs mobilières, les taux d'intérêt et de change, la concurrence, les marchés boursiers, la technologie, la loi ou lorsque des événements catastrophiques surviennent. Ne vous fiez pas indûment aux renseignements prospectifs. Par ailleurs, toute déclaration à l'égard de sociétés ne constitue pas une promotion ou une recommandation d'achat ou de vente d'un titre quelconque.