

Ce qui change, ce qui ne change pas...

Quand on m'a demandé de faire cette présentation, on m'a prévenu qu'on s'attendait à quelque chose de différent. Une présentation qui ne commence pas par une *joke* sur les gestionnaires ou les actuaires, qui ne soit pas remplie de chiffres et de graphiques, et qui ne se termine pas par une révélation sur un nouveau produit financier qu'il faut absolument acheter... ou éviter.

Ce qu'on me demandait, au fond, c'était de prendre un certain recul, de témoigner de ce que j'avais observé depuis la première publication de *Caisses de retraite et placement*.

Je parlerai donc de ce qui change et de ce qui ne change pas. Autrement dit: de la religion financière et de la gestion de l'inquiétude.

En premier lieu, j'aborderai le caractère profondément religieux du monde financier. Dans un deuxième temps, je tenterai de présenter quelques sujets dont devront s'inquiéter les fiduciaires de régimes de retraite au cours des années qui viennent.

La religion financière

Pour couvrir le thème de la religion financière, je parlerai:

- de Dieu
- de sa parole sacrée
- de ses prophètes
- de son clergé
- de ses Églises
- des croyances
- des rituels
- ... et des fidèles.

LE DIEU MARCHÉ

Tout d'abord, il y a Dieu. Son nom est bien connu: c'est le Marché.

Le Marché a tous les attributs d'un dieu: il est partout, il explique tout, personne ne comprend vraiment ce qu'il dit, la plupart des gens reconnaissent son autorité, personne ne l'a jamais vu – car il n'est accessible

qu'indirectement, à travers ses manifestations – et tout le monde tente d'interpréter ses volontés pour obtenir des faveurs.

Évidemment, comme tous les dieux, le Marché s'exprime de façon obscure. D'où la nécessité de prophètes pour interpréter ses paroles et d'un clergé pour encadrer les fidèles.

LA PAROLE SACRÉE

Le dieu Marché est bilingue. Sa langue première est le quantitatif. Accessoirement, à des fins de vulgarisation, il parle aussi anglais. Mais il ne suffit pas de parler anglais ou quantitatif pour être compris.

Étant partout, le dieu Marché parle partout en même temps : la moindre transaction, la moindre rumeur, le moindre achat, dans le coin le plus reculé de la planète, lui sert d'expression – ce qui ne simplifie pas les choses.

Heureusement, des exégètes consacrent leur vie à recueillir et regrouper ses paroles et à nous les transmettre. Pour nous, commun des mortels, le dieu Marché parle sur Bloomberg... sur Reuters...

Mais, même sur Bloomberg, la parole du dieu Marché demeure obscure. Elle doit être interprétée. C'est ici qu'interviennent les prophètes et le clergé.

LES PROPHÈTES

Parlons donc des prophètes. Seuls les plus grands comprennent vraiment les intentions et les volontés du dieu Marché. Et encore... Parmi eux, on retrouve les *banquiers centraux*. Leur tâche est de suivre en continu l'évolution des intentions divines et d'en informer la masse des fidèles. Ces derniers attendent avec impatience leurs déclarations et soupèsent leur moindre mot dans l'espoir d'y lire des indications capitales.

Les banquiers centraux scrutent également les intentions des dieux secondaires que sont l'Inflation et les Taux d'intérêt, dont le comportement est aussi capricieux que celui du dieu Marché.

Les *agences de notation*, pour leur part, sont des prophètes spécialisés. Elles concentrent l'essentiel de leur travail à scruter les multiples manifestations d'un autre dieu secondaire: le dieu Crédit.

Il existe un autre prophète dont on invoque la parole à tout propos, souvent sans même le connaître: il s'appelle *Gauss*. Prophète précurseur, il a formulé la loi de distribution normale pour tenter de mettre de l'ordre dans ce que l'on perçoit de la parole divine.

Aujourd'hui, de nouveaux prophètes tendent cependant à occulter la figure de Gauss. Dénonçant les pièges que tendent aux fidèles trop crédules

les lois de la distribution normale, ils prêchent l'asymétrie et la distorsion. Parmi ces prophètes, on peut citer les noms de *Fama* et de *Mandelbrot*.

Et puis, il y a le plus grand des prophètes, qui lui se prononce sur tout: le *consensus*. À la fois présent partout et nulle part, comme le dieu Marché, il a tendance à avoir toujours raison... une fois qu'il est trop tard.

Il existe aussi une pléthore d'oracles secondaires qui prennent appui sur les arrêts des grands prophètes pour expliquer leurs prévisions aux fidèles clients des institutions qui les emploient. Souvent, ils organisent des pèlerinages pour expliquer aux fidèles réunis ce qu'a décidé le dieu Marché pour l'année à venir... Ces pèlerinages se tiennent normalement à proximité des terrains de golf.

Pour renforcer le sérieux de leurs propos, les prophètes ont l'habitude de tourner en dérision les boules de cristal et de donner une forme laïque à leurs prophéties en les appelant des « prévisions ». Les assortir d'un appareil quantitatif impressionnant est aussi une bonne façon de leur donner de la crédibilité. Le rituel du PowerPoint permet pour sa part de rendre les prophéties plus visibles, plus faciles à assimiler par les fidèles, toujours pressés d'aller à l'essentiel.

LE CLERGÉ

En plus des prophètes, le dieu Marché est servi par un abondant clergé. Comme dans l'Église catholique, il y a le haut et le bas clergé.

Le haut clergé se compose, pour l'essentiel, d'actuaire. Il a pour tâche de recueillir les grandes interprétations et de les dispenser aux fidèles. Il a également pour fonction de surveiller le bas clergé, où se retrouvent les gestionnaires.

Guidé par les révélations des grands prophètes et surveillé par l'épiscopat actuariel, le bas clergé a la tâche ingrate de déchiffrer au quotidien la parole obscure du dieu Marché pour tenter d'obtenir ses faveurs.

L'essentiel du travail des prêtres gestionnaires consiste à exorciser les forces du Mal que sont le risque, la récession et la déflation. Cette tâche est d'autant plus exigeante que le risque a la propriété d'être partout à la fois, de se manifester sous toutes sortes de formes, que la récession peut surgir au moment où on l'attend le moins et que la déflation, lorsqu'elle frappe, peut persister pendant des années.

Toutefois, le Mal absolu, c'est le Passif. Il représente un danger si grand qu'il faut parfois sacrifier tout l'Actif pour l'apaiser. Et encore, ce n'est pas toujours suffisant. De plus, le Passif est un être surnois qui peut frapper

alors que tout semble aller pour le mieux (marché boursier à la hausse, taux d'intérêt qui baissent...).

LES ÉGLISES

Le bas clergé appartient à trois Églises différentes.

Il y a d'abord *l'Église fondamentaliste*. Ses adeptes croient que la parole divine du Marché révèle les secrets de la valeur et de la croissance. Que la compréhension de ces secrets permet aux officiants gestionnaires de s'enrichir, de préférence en enrichissant leurs clients.

Tout l'épiscopat actuariel fait normalement partie de l'Église fondamentaliste, bien qu'il surveille de près ce qui se fait dans les autres Églises.

Souvent, les fondamentalistes sont des transfuges d'une autre religion : l'économie.

L'Église de l'index, pour sa part, s'est constituée comme une hérésie à partir de l'Église fondamentaliste. Bien que reconnaissant et vénérant la parole divine du Marché, elle rejette toute prétention à la comprendre ou, du moins, à pouvoir tirer profit de cette compréhension pour faire de l'argent.

Pour les indiciels, la parole du marché est l'index qui indique la direction à suivre et les bons croyants la suivent aveuglément. Ils sont persuadés que quiconque s'écarte de la voie de l'indice du Marché en sera inévitablement puni. À leurs yeux, les fondamentalistes sont coupables du péché d'orgueil.

L'Église technicienne est une sorte de syncrétisme entre les deux autres systèmes de croyance. Bien que partageant avec les indiciels la conviction qu'il est illusoire de chercher à comprendre le contenu de la parole du Marché, ses fidèles croient qu'on peut déceler des répétitions dans ses formes et qu'on peut tirer profit de ces répétitions observées pour s'enrichir – ce qui les rapproche des fondamentalistes.

Les techniciens sont regardés avec méfiance par l'épiscopat actuariel, qui voit dans leur système de croyances à la fois un refus de l'aspiration fondamentaliste à comprendre la parole divine et un refus de la pratique indicielle de la soumission aux édits du Marché. Pour tout dire, le *credo* technicien flirte avec le blasphème : il laisse entendre que l'homme peut s'en remettre à ses seules forces et se passer de la parole divine pour déchiffrer le cours obscur du Marché.

LES CROYANCES

L'univers du placement est rempli de croyances. On croit que la Bourse va continuer de monter... On croit que les gens vont continuer de croire que la Bourse va continuer de monter... ce qui risque effectivement de la faire monter, même si, en fait, elle devrait descendre... On croit que le dollar va poursuivre sur sa lancée, se stabiliser, retomber... On croit que la courbe des taux va s'aplanir, qu'il reste encore de bonnes occasions dans le marché... Bref, on croit.

Dans tous les cas, ces croyances mineures sont soutenues par une croyance capitale: il vaut la peine de continuer à investir. N'importe quel taux positif vaut mieux que le taux négatif que constitue l'inflation.

Des croyances plus globales font régulièrement leur apparition: on croit que la prime des actions va se réduire, on croit que les beaux jours des *hedge funds* sont – ou ne sont pas – comptés. On croit que la poursuite du rendement absolu est la voie du salut. On croit aux fabuleuses propriétés des *hedge funds*, des matières premières et de l'immobilier pour exorciser les années de vaches maigres à venir pour les actifs traditionnels... Comme je le disais, on croit.

Tous les vingt ou trente ans, une croyance cyclique revient: « Cette fois, c'est différent. » Les anciennes règles du placement et de l'économie ne s'appliquent plus. Les rapports cours/bénéfices à 120 peuvent désormais s'expliquer, les profits éventuels ne font plus partie de l'évaluation des titres, le rendement est sans risque et on peut faire de l'argent en effectuant des prêts à des gens qui n'ont les moyens de rembourser...

Et, derrière toutes ces croyances, il y en a une, plus fondamentale encore: on croit qu'on peut ruser avec le marché et tirer profit de ces ruses pour faire de l'argent. C'est simple: il suffit de faire parler les chiffres!

Évidemment, toutes ces croyances sont en fait de petites prophéties. Pour dissimuler leur caractère religieux, j'allais dire irrationnel, on les recouvre d'arguments, on les assortit de probabilités et on les dote d'un impressionnant appareil quantitatif. Elles passent alors du domaine de la religion à celui de la science: ce ne sont plus des prophéties, ce sont des prévisions.

LES RITUELS

Que seraient les croyances sans les rituels ? Faut-il se surprendre de voir la ruminantion des textes sacrés, la lecture de la vie des grands croyants, la visite des lieux saints et les pèlerinages occuper une place importante dans la vie des fidèles?

Comme tout texte sacré, la parole du dieu Marché fait l'objet d'une lecture assidue : tous les jours, des milliers de croyants la regardent défiler sur Bloomberg. Ils y consacrent des milliers d'heures par année.

Pour faciliter sa compréhension, une littérature abondante s'offre au croyant. Cela va des livres d'exégèse les plus obscurs, qui examinent l'hétéroscédasticité des séries temporelles, aux livres de base, qui promettent au néophyte l'accès à la Bourse et au salut financier en douze étapes faciles.

La lecture de la vie des plus grands croyants, ceux que le dieu Marché a récompensés en les inondant de richesses (Soros, Buffet, Jarislowsky...), est une autre activité religieuse recommandée.

Mais la lecture n'est pas tout. Il faut aussi ménager des occasions où les croyants peuvent partager leur foi. C'est ce que font les milliers de fidèles qui visitent les principaux lieux sacrés du Marché, comme Wall Street.

À une échelle plus petite, les croyants vont souvent faire des pèlerinages dans des lieux retirés, sous la gouverne de prêtres gestionnaires et de quelques prophètes ou gourous invités spécialement pour l'occasion... À proximité des terrains de golf, comme je l'indiquais tout à l'heure, et parfois même sous des cieux plus cléments.

LES FIDÈLES

J'allais oublier les fidèles. Épargnants, investisseurs et comités de retraite constituent le milieu de recrutement des fidèles. Et si le terme fidèle fait sourciller, pensons à tous les efforts du clergé, gestionnaire ou actuariel, pour les « fidéliser ». En guise de repos éternel, on leur promet une retraite confortable... et quelques dîners-causeries en attendant.

Pour reprendre une allégorie pastorale, il n'y a pas de pasteur sans troupeau. Et ce sont habituellement les troupes qui font vivre les pasteurs. Rarement l'inverse. Ce qui explique que les pasteurs sont rarement désintéressés et que les troupes ont intérêt à vérifier à quels pasteurs ils confient le mandat de les guider vers de plus verts pâturages.

Les troupes qui manquent de sens critique jouent à la roulette avec leur qualité de vie future. Ils peuvent même compromettre leur espérance de vie.

* * *

Que peut-on retenir de cette allégorie? D'abord la facilité avec laquelle on peut appliquer au monde financier la structure et le vocabulaire de la croyance.

À mon avis, il y a une raison à cela : c'est que le but des gestionnaires et des comités de retraite est de réduire l'incertitude, de se protéger contre la part de hasard et d'irrationalité qui est inhérente au fonctionnement des marchés. Cette tâche elle-même implique des comportements et des évaluations humaines qui ne sont jamais entièrement rationalisables... Dans notre combat contre l'incertain, on est voué à demeurer dans l'incertain.

Voilà pourquoi la tentation de la croyance sera toujours séduisante. Elle escamote la part d'incertitude qui pèse sur nos explications et sur nos prévisions. Elle nous fait prendre pour des certitudes ce qui n'était que des estimations... quand elle ne nous fait pas carrément prendre nos désirs pour des réalités.

La tentation d'oublier la part d'irrationalité inhérente au marché, le désir irrationnel de croire à des solutions miracles, la tendance à oublier tout scepticisme devant ce qui se présente comme des explications rationnelles, voilà, je pense, un des principaux dangers contre lesquels nous aurons toujours à nous défendre, comme fiduciaires de caisses de retraite.

Ce qui m'amène à la deuxième partie de cette conférence, qui porte sur la gestion de l'inquiétude. Et, plus particulièrement, sur quelques problèmes que risque de rencontrer l'investisseur soucieux de maintenir une certaine rationalité devant l'irrationalité des marchés.

LA GESTION DE L'INQUIÉTUDE

Travailler dans le domaine des placements et des caisses de retraite, c'est être payé pour s'inquiéter et pour gérer cette inquiétude. Cela implique également de gérer l'inquiétude de ceux pour qui et avec qui on travaille.

Autrement dit, notre fonction consiste à nous faire du souci. À nous soucier de la gestion des fonds, à nous soucier de la suffisance des fonds pour acquitter les engagements du régime, à nous soucier de la bonne gouvernance de cette gestion.

Une des façons de mettre en pratique ce souci est la gestion du risque. Mais la gestion du risque ne peut pas se limiter à contrôler les différentes formes de risque financier et opérationnel. Elle exige une vision plus large et demande un effort pour identifier à l'avance les principaux obstacles qui se dresseront devant nous dans un avenir plus ou moins rapproché.

Dans cette partie de ma présentation, je tenterai d'identifier quelques-uns de ces obstacles. Et, pour demeurer dans le ton d'un univers religieux, je procéderai en examinant un certain nombre de trinités...

Je parlerai donc :

- de trois dates
- de trois découvertes récentes
- de trois tendances actuelles
- de trois problèmes
- de trois dangers
- et de trois choses que l'on peut acheter.

À la suite de quoi je présenterai trois formes de diversification qui me semblent indispensables.

TROIS DATES

Trois dates, donc. Ou plutôt, trois années: 1985, 1992, 1999. Question de mesurer le chemin parcouru en matière d'implication des comités de retraite dans la gestion des fonds du régime.

1985.

Je suis nommé au comité de retraite du RREGOP. Comme je suis le petit nouveau, on me refile le dossier dont personne ne veut vraiment: le placement.

Le grand débat, au comité, touchait à l'utilité de la politique de placement. Formuler une politique de placement, n'était-ce pas dangereux? N'était-ce pas prendre sur ses épaules une grande partie de la responsabilité qui revient au gestionnaire?... Est-ce qu'une politique de placement ne devrait pas s'en tenir au strict minimum?

Globalement, c'est l'époque où, pour bien des caisses de retraite, l'évolution du passif relève du destin (que tentent de déchiffrer les actuaires) et celle de l'actif, des aléas du marché (que tente de conjurer l'habileté des gestionnaires).

1992.

C'est l'année où, en collaboration avec Carmand Normand, j'entreprends la rédaction de *Caisses de retraite et placement*. Deux grandes questions

sont discutées à cette époque. 1) L'utilisation des produits dérivés devrait-elle être autorisée pour la gestion des caisses de retraite? Est-il prudent d'en permettre l'utilisation? 2) Jusqu'à quel point la gestion spécialisée est-elle vraiment nécessaire pour les caisses de retraite qui n'ont pas une très grande taille? N'est-il pas préférable, pour la majorité des caisses, de tout placer en bloc dans un fonds équilibré, le gestionnaire étant de toute façon mieux placé que le comité pour effectuer la répartition de l'actif? En plus d'économiser des frais, le comité se place ainsi à l'abri de toute critique advenant de mauvais rendements. Il lui suffira de changer de gestionnaire.

Autrement dit, l'implication du comité de retraite dans la gestion financière du régime est plus affirmée, mais on se demande encore jusqu'où doit aller cette implication dans la gestion de l'actif et dans l'acceptation d'un certain niveau de risque – surtout dans le cas des caisses de moindre envergure.

1999.

C'est une date approximative. On découvre que l'activité économique et financière n'est plus cyclique. Il y a eu un changement structurel. Un changement de paradigme.

Une phrase résume bien cette époque., C'est peut-être la phrase la plus dangereuse que j'ai entendue en matière de gestion financière: « Cette fois, c'est différent. » Ce qu'on a appris sur le placement ne tient plus. De nouvelles lois s'appliquent. Et, surtout... *Greed is good*. Ce que d'aucuns s'empressent de traduire par *Greed is God*.

Dans un tel contexte, la gestion de l'actif n'est plus un problème: il suffit de se débarrasser des gestionnaires qui s'entêtent à jouer les prophètes de malheur, de ces gestionnaires qui persistent, à cause de leur prudence, à sous-performer par rapport aux indices! En fait, le seul vrai problème, c'est comment dépenser les surplus : prendre un congé de cotisations? Améliorer les bénéficiaires du régime? Faire un savant mélange des deux?

Bien sûr, il s'agit d'une caricature. Mais, comme le dit La Fontaine: « Tous n'en mourraient pas, mais tous étaient atteints. »

TROIS DÉCOUVERTES RÉCENTES

Plus récemment, trois tendances sont apparues, fondées sur trois découvertes:

- le passif existe; pour plusieurs, ce fut un réveil brutal : on pouvait même avoir de bons rendements et se retrouver en déficit!

- l'activité économique est cyclique; les bulles ont tendance à se dégonfler; les périodes d'exubérance tendent à être suivies par des périodes de digestion laborieuse... On avait oublié que le S&P 500, de 1968 à 1982, avait produit un rendement de 0 %;
- nous ne vivons pas dans le monde idéal des modèles théoriques; Worldcom, Enron et Nortel ne sont pas simplement des cas hypothétiques destinés à meubler les cours d'éthique des affaires.

TROIS TENDANCES ACTUELLES

À la suite de ces trois découvertes, trois tendances sont apparues: tendance à la responsabilisation, tendance à la préoccupation du risque, tendance à la sophistication. Je dis « sont apparues »; je devrais plutôt dire : « se sont accentuées ».

1.

Désormais, la gouvernance et la responsabilité fiduciaire sont à l'ordre du jour. Les lois étaient déjà venues préciser la responsabilité fiduciaire des comités de retraite; ces derniers se sont mis à se préoccuper davantage de la bonne gouvernance, tant à l'intérieur de leur comité que chez leurs gestionnaires et dans les compagnies dans lesquelles ils investissent. Ainsi, on a pu observer:

- des cas de poursuites contre les comités de retraite à la une des médias;
- une hausse exorbitante des coûts d'assurance-responsabilité pour les comités de retraite;
- l'apparition de clauses touchant la bonne gouvernance dans les politiques de placement;
- une recrudescence d'intérêt pour l'investissement socialement responsable;
- un accroissement dans l'offre et la demande de formation sur la responsabilité fiduciaire et sur les moyens d'instaurer une bonne gouvernance à l'intérieur des comités de retraite.

On peut dire que la conscience aiguë de leur responsabilité fiduciaire, chez les membres des comités de retraite, est l'un des événements majeurs des dernières années.

2.

Ce souci de la responsabilité fiduciaire a amené les comités de retraite à se préoccuper davantage du risque, particulièrement du risque lié au passif. Il faut dire que le déficit de solvabilité d'une majorité des caisses de retraite ne leur laissait guère le choix de le faire.

Désormais, il n'est pas rare de voir un comité de retraite élaborer le portefeuille de référence des fonds du régime surtout en fonction du niveau de risque encouru, ou de la faible probabilité d'obtenir un rendement négatif, plutôt qu'en fonction du rendement espéré.

Cette préoccupation accrue du passif s'est donc traduite, chez les membres des comités de retraite, par un souci plus soutenu et plus accru de la gestion du risque. Il s'agit là d'un autre événement majeur des dernières années.

3.

Les appels à la responsabilité fiduciaire des comités de retraite, alliés à la préoccupation de ces derniers pour la gestion du risque, ont entraîné une sophistication des politiques de placement, des produits financiers utilisés ainsi que des outils de gestion du risque. Ratio d'information, valeur à risque, probabilité de rendement négatif et contrôle de l'effet de levier sont désormais des termes qui ne sont plus exotiques ni réservés à des caisses dont l'actif avoisine le milliard.

Cette sophistication implique d'avoir recours à l'utilisation d'outils plus complexes: simulation de Montecarlo, tests de situations extrêmes... Cela suppose à la fois un recours plus important à des experts et une plus grande exigence, pour les comités de retraite, qui doivent être en mesure de comprendre la signification du travail de ces experts.

Si cette triple tendance à la responsabilisation, à la préoccupation du risque et à la sophistication se maintient – on pourrait croire qu'elle va s'intensifier –, il ne serait pas déraisonnable de penser que la tâche des comités de retraite sera plus lourde, que l'on sera plus exigeant envers eux... et que leurs membres seront plus susceptibles d'être poursuivis en justice.

Qui aura le temps de travailler sur ces comités? Et, surtout, en l'absence de protection légale et d'une couverture d'assurance adéquate, qui pourra encore prendre le risque de le faire? Qui pourra encore se le permettre, à l'exception des employés des grandes firmes d'actuaire, lesquelles sont en mesure, à cause de leur volume d'activité, d'assumer ce type de risque?

TROIS PROBLÈMES

Qu'est-ce qui fonde un optimisme aussi modéré, direz-vous? Essentiellement, trois problèmes que nous avons à résoudre: où investir? pour quel rendement? comment en avoir assez pour payer le passif?

1.

Le premier problème est d'ordre macroéconomique. Il vient du transfert d'activité économique et de richesse vers l'Asie. Il y a cent ans, Marx et Trotski parlaient déjà à leur manière de la mondialisation: ils prédisaient que, si les ouvriers réussissaient à s'organiser pour défendre leurs droits, les capitaux fuiraient vers des pays plus pauvres, où les ouvriers n'étaient pas organisés... Aujourd'hui, on parle d'exportation d'emplois et de délocalisation. Les pauvres sont maintenant des émergents... ou en voie d'émergence. Autre temps, autre vocabulaire.

Avant Marx, Adam Smith s'était penché sur un problème similaire. Devant le transfert de l'activité économique de l'Angleterre vers l'Amérique, il prônait le libre-échange ainsi que l'octroi aux colonies de sièges au Parlement britannique à la hauteur de leur importance, dussent-elles devenir majoritaires... Comme on pouvait s'y attendre, ses suggestions ont été reçues de façon mitigée par les lords britanniques!

L'arrivée en force de ces nouvelles économies sur le marché du travail menace des secteurs entiers de production dans les économies établies; elle a aussi pour effet de modifier certains marchés mondiaux. Tout cela pose plusieurs problèmes aux comités de retraite: faut-il investir dans ces nouvelles économies? Si oui, faut-il y investir directement? Doit-on le faire par le biais de pays ou d'entreprises multinationales qui vont profiter de leur essor? Par le biais des matières premières?... Et puis, quels investissements faudrait-il désormais éviter dans les économies établies? Par exemple, investir dans le secteur manufacturier canadien peut-il encore avoir un sens? Que faut-il penser de la poussée du prix de l'énergie et des matières premières?...

2.

La mondialisation, conjuguée au développement des produits dérivés et des transactions électroniques, a eu pour effet de rendre les capitaux plus mobiles, plus capables de s'attaquer massivement aux zones d'inefficience aussitôt qu'elles sont identifiées, plus susceptibles de quitter sans préavis les marchés qui n'offrent pas des rendements intéressants.

Autrement dit, les grands marchés deviennent plus efficaces et il est alors plus difficile de produire de la valeur ajoutée; par ailleurs, ces marchés sont contraints d'offrir un rendement plus compétitif les uns par rapport aux autres, ce qui a pour effet de pousser à la hausse les corrélations entre leurs rendements. On peut donc craindre que la contribution de la gestion active des marchés traditionnels diminue et que leur pouvoir de diversification, les uns par rapport aux autres, soit également à la baisse.

Si une tendance à la hausse des taux devait gruger le rendement obligataire, si le marché boursier devait continuer de digérer ses excès passés et s'il s'apprêtait à encaisser le coup d'une croissance plus lente à cause des problèmes de l'économie américaine (double déficit, absence d'épargne, endettement du consommateur...), si l'afflux de capitaux et la surexploitation des inefficiences de marché continuaient de faire tomber le rendement des fonds de couverture... où ira-t-on chercher les rendements dont on a besoin? Faudra-t-il revoir à la baisse nos attentes de rendement?

Et si c'est le cas, si les rendements devaient demeurer bas pendant une période prolongée, et si nous voulions quand même assurer un niveau de prestations inchangé, aurons-nous vraiment le choix de hausser les cotisations? Ne faut-il pas craindre que plus on attendra pour faire face à ce problème, plus la facture sera salée?

3.

Le troisième problème est lié à la découverte (soyons juste : dans plusieurs cas, il s'agit d'une re-découverte) de l'existence du passif. Je parle des déficits de solvabilité auxquels font face de nombreux régimes. Comment rétablir la solvabilité dans un contexte de rendement espéré moindre et d'incertitude globale accrue?

Pour plusieurs comités, l'exercice de leur responsabilité fiduciaire passe désormais par le recours aux catégories d'actif alternatives, par une sophistication accrue de la politique de placement et par une gestion plus complexe du risque.

Pour méritoire qu'elle soit, cette solution comporte cependant un certain nombre d'écueils, ou de dangers: j'en mentionnerai trois.

TROIS DANGERS

1.

Il y a d'abord les nouveaux messies, ceux qui nous disent que les vérités de base du placement ont changé.

De nouvelles théories, de nouveaux produits, servent habituellement de vecteurs à ces messies. Et plus les gens sont désespérément à la recherche de rendements élevés pour éponger les déficits causés par leurs anciennes croyances (par exemple, croire qu'on peut indéfiniment financer à 10 % un régime de retraite qui en coûte 14 % parce que les rendements exceptionnels des revenus de placement seront toujours là), plus ils risquent d'être vulnérables aux nouveaux messies. On n'a qu'à regarder la vogue actuelle des fonds de couverture... Ou plutôt, on n'a qu'à prêter l'oreille à un certain nombre d'arguments qu'on entend pour justifier d'y avoir recours. Tout le monde peut avoir le rendement des actions avec la volatilité des obligations, nous dit-on; même en payant des frais beaucoup plus élevés! Autrement dit, la relation entre le rendement et le risque n'existe plus... J'ai l'impression que la réalité est un peu plus complexe.

2.

Le deuxième piège, c'est le troupeau. Autrement dit: aligner ses choix de politique de placement sur ceux de la moyenne. Cela peut revenir, dans certains cas, à gérer le risque fiduciaire du comité de retraite plutôt que la caisse du régime: nos choix de placement sont dans la moyenne, donc raisonnables, donc corrects d'un point de vue fiduciaire... Pourtant, lorsque tout le monde veut acheter quelque chose (telle ou telle nouvelle catégorie d'actif), est-ce qu'il n'y a pas des chances que la chose en question devienne rapidement chère... si elle ne l'est pas déjà?

Malheureusement, la loi et la jurisprudence poussent les membres des comités de retraite dans ce sens. En définissant l'obligation pour le fiduciaire d'agir comme une personne raisonnable et en interprétant cette « raisonabilité » comme étant le comportement moyen des membres de comités de retraite, elle crée un incitatif pour le fiduciaire à se situer au milieu du troupeau plutôt que de s'en tenir aux besoins du régime. Serait-ce là un effet pervers de la loi? Non pas d'éliminer la référence aux besoins propres du régime, mais de la subordonner implicitement à la norme du comportement de masse?

3.

Le troisième piège est la fascination du quantitatif. La huitième décimale du niveau de probabilité ne rend pas un investissement plus probable... ou moins risqué. Les chiffres peuvent être rassurants, paraître objectifs, aider à calmer l'inquiétude du comité et même l'aider à gérer son risque de fiduciaire, le comité pourra montrer qu'il a fait ses devoirs... Mais une

probabilité demeure une probabilité. Par ailleurs, cette probabilité ne vaut que ce que valent les chiffres utilisés comme données.

Si ces chiffres proviennent de données historiques, pour accorder créance à leur valeur, il faut être persuadé que l'histoire (que cette tranche particulière de l'histoire) va se répéter. Si on utilise des « anticipations » d'experts, il faut croire à ces experts et à leur pouvoir d'anticipation... Et si on se rabat sur le consensus, il faut croire qu'un amalgame d'approximations, d'erreurs et de vérités relatives va donner une vérité.

Bref, on peut raisonnablement prévoir que nous aurons de nouvelles illusions collectives, mais qu'elles seront bien argumentées, hyperquantifiées... et fortement éthiques.

TROIS CHOSES QUE L'ON PEUT ACHETER

Pour faire face à ces dangers, il est bon de se rappeler qu'on ne peut acheter que trois choses:

- de la richesse non encore produite; autrement dit, la richesse que vont créer les moyens de production dans lesquels nous investissons, soit directement sous forme de capital-actions, soit indirectement en les finançant au moyen de prêts;
- l'habileté qu'ont certains gestionnaires à profiter des erreurs ou des contraintes des autres investisseurs;
- des illusions – ce que nous appelons habituellement de l'espoir.

Comme il est difficile de savoir à l'avance quel investissement rapportera le plus, quel gestionnaire sera le plus habile, quelle nouvelle théorie s'avérera une illusion, la première règle d'un comité de retraite devrait être d'implanter de saines pratiques de diversification.

TROIS FORMES DE DIVERSIFICATION

La diversification peut prendre une triple forme.

1.

La première est celle à laquelle on pense spontanément: la diversification des catégories d'actif, des modes de gestion et des gestionnaires.

2.

La deuxième est celle du comité de retraite lui-même, de ses membres et de leurs compétences. Par exemple, il est toujours utile d'intégrer un membre

qui vient rompre la belle unanimité du comité, ne serait-ce qu'en demandant qu'on lui explique ce qui est évident pour tous les autres... ou ce qui le semblait jusqu'à ce qu'il pose la question.

3.

La troisième forme de diversification est celle des sources d'information et de formation. S'il est important qu'un comité de retraite ne reçoive pas toutes ses informations uniquement de ses gestionnaires, il est tout aussi important qu'il puisse avoir accès à des points de vue autres que celui de son conseiller principal en gestion d'actif. En fait, plus les sources sont diversifiées, plus il est facile de trouver appui pour résister aux modes et aux nouvelles « solutions miracles » qui apparaissent régulièrement dans l'univers de la gestion financière.

Cette exigence de formation pose évidemment la question du temps dont disposent les membres des comités de retraite pour s'acquitter de leurs fonctions ainsi que la question du financement de cette formation.

TROIS CONCLUSIONS

1.

La responsabilité fiduciaire des comités de retraite les amènera à multiplier les heures de travail et à se soucier beaucoup plus de la gestion du risque, particulièrement du risque lié au passif.

2.

Ce souci de gérer le risque poussera les comités sur la voie de la sophistication de leurs pratiques et des politiques de placement.

3.

Les comités de retraite devront résister à la tentation de penser que, à force de sophistication, on peut obtenir un rendement supérieur en éliminant tout risque.... ou qu'on peut éliminer tout risque et continuer à obtenir un bon rendement.

Le seul véritable souci d'un comité de retraite devrait peut-être se résumer à l'effort de demeurer rationnel et informé, dans la mesure du possible; à l'effort de demeurer centré sur les besoins du régime; à l'effort de résister à la contamination religieuse qui semble inhérente au fonctionnement du marché... même si cela implique de résister à la nouvelle religion du passif.

Se soucier impérieusement du passif, c'est ce que doit faire tout comité de retraite responsable. Mais s'il oublie, ce faisant, qu'il n'y a pas de rendement sans risque et s'il gère l'actif comme une simple épargne de manière à éliminer toute incertitude quant au passif, il serait prudent de sa part de prendre en considération les coûts d'opportunité importants que peut impliquer un tel choix... Si gérer l'actif en ignorant le passif relève de l'imprévoyance, il n'apparaît guère plus avisé de le gérer en oubliant la dimension investissement.

Finalement, ce qui change, c'est la multiplicité des formes que peuvent prendre les illusions et les tentations irrationnelles...

Et ce qui ne change pas, c'est la permanence de ce type d'illusions ainsi que la nécessité d'y faire face de manière critique.