



MACKENZIE  
Placements

La crise imminente des pensions, troisième partie :

# Régimes de retraite universels des Etats-Unis

Novembre 2019

---



**MACKENZIE**  
Placements

La crise imminente des pensions, troisième partie :

## Résumé de la série d'articles :

### Auteurs :



#### Konstantin Boehmer

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



#### Andrew Vasila

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

Notre premier article de cette série a souligné le rôle critique de la population vieillissante et du caractère non durable des régimes de pension à prestations déterminées sur la crise imminente des pensions. Notre deuxième article a décrit les risques relatifs et le classement des pays associés aux régimes de pension d'État partout dans le monde. Le présent article se concentre sur le système de régimes de retraite universels des États-Unis. Étant donné l'importance mondiale des États-Unis en tant que superpuissance économique dominante, et son influence de signalisation sur d'autres pays, une étude approfondie est justifiée. Nous examinons les hypothèses non durables qui faussent les évaluations actuelles des régimes de retraite universels des États-Unis. À l'aide de nos modèles exclusifs, nous évaluons objectivement les régimes des états individuels ainsi que les risques associés qui menacent les systèmes de pension tels que nous les connaissons.

### Principaux points à retenir

- Les taux d'actualisation élevés ont permis aux régimes de retraite universels de dévaluer leurs obligations à des taux qui ne reflètent pas la nature garantie de leurs prestations.
- Les obligations des régimes dépassent souvent les données publiées par plus de 50 %, ce qui pourrait entraîner un déficit de 3 billions de dollars US, lorsque les taux d'actualisation et les hypothèses de croissance sont adaptés à une norme de l'industrie durable proposée.
- Les répartitions importantes en actions laissent présager que les rendements des fonds de pension ne concordent pas avec leurs versements promis, car ils sont vulnérables aux corrections des marchés boursiers.
- Le vieillissement de la population pourrait grever les budgets des états au moins de trois façons : augmentation du nombre de retraités qui reçoivent des prestations de retraite, augmentation des prestations de la vieillesse en général et dépenses de santé plus élevées.

## Série sur la crise imminente des pensions :

### Première partie :

Pourquoi faut-il s'en préoccuper et comment se préparer

### Deuxième partie :

Les régimes de pension d'État



**MACKENZIE**

Placements

## Un système imparfait

Le système de régimes de retraite universels des États-Unis a été établi selon un principe fondamental consistant à offrir une sécurité de la retraite garantie aux travailleurs de longue date. Les cotisations des travailleurs devaient être investies de façon responsable afin de promouvoir des rendements stables et durables, pour que les fonds puissent effectuer des versements aux bénéficiaires tout en connaissant une croissance modeste. Les régimes devaient évaluer leur solvabilité (le ratio entre la valeur de réalisation des actifs et les obligations actualisées) à l'aide de données lorsque celles-ci sont disponibles, et d'hypothèses lorsque des données ne sont pas disponibles. Ces hypothèses ont peu changé au cours du temps et ne semblent pas constituer un reflet adéquat de la réalité.

Même s'il est de notoriété publique dans certains milieux que de nombreux régimes de pensions des états sont sous-financés, beaucoup d'Américains (et d'investisseurs partout dans le monde) ignorent l'ampleur véritable de ces déficits. Les passifs des régimes constituent une caractéristique clé des rapports financiers des états, mais ces valeurs sont calculées à l'aide d'hypothèses extraordinaires, créées par des régimes qui placent une volatilité et un risque inappropriés sur leurs fonds. Les régimes de retraite universels ont justifié ces risques en se basant sur la proposition selon laquelle les gouvernements peuvent absorber les déficits et générer des revenus par le biais des impôts, par opposition aux sociétés qui risquent une faillite inévitable. Toutefois, en raison de l'incapacité des états d'imprimer leur propre argent ou d'empêcher leurs résidents de déménager, les systèmes de régimes de retraite universels ressemblent plus, à bien des égards, à ceux de sociétés plutôt que de pays. Le présent article soulignera les insuffisances et les déficits qui ont été ignorés en raison d'hypothèses qui ne concordent pas avec la nature garantie des prestations de retraite. De plus, il sera question des effets absolus et relatifs de la réduction des hypothèses des régimes vers des normes durables.

Une compréhension approfondie des questions liées aux régimes de pension des états entraînerait une hausse des préoccupations fondamentales ainsi qu'une modification préjudiciable de la perception, qui passerait de la question « Est-ce que le système de régimes de retraite s'effondrera? » à la question « Quand le système de régimes de retraite s'effondrera-t-il? » — et surtout, en tant qu'investisseur, « Lequel court le plus grand risque? »

## Survol de notre modèle de recherche

L'équipe des placements à revenu fixe Mackenzie possède des antécédents solides dans la création de modèles de recherche fondés sur les données pour l'examen et l'évaluation des occasions économiques dans les actifs à revenu fixe, au pays et partout dans le monde. La possibilité que les passifs extrêmement sous financés dans le système de régimes de retraite universels déclenchent une crise économique partout au pays, a motivé notre équipe à créer un modèle de la valeur actuarielle actualisée des obligations de régimes de pension.

Notre modèle est composé de sept indicateurs, chacun regroupant une série de sous-indicateurs. Les indicateurs et les sous-indicateurs quantitatifs sont pondérés et évalués en fonction de leur importance relative. Nous avons examiné 177 régimes individuels dans chacun des 50 états (y compris le District de Columbia), totalisant 95 % des actifs de régimes de pension à prestations déterminées aux États-Unis. Le tableau à la page 4 présente un survol de nos sept indicateurs ainsi que leurs répartitions.

Bien que notre modèle se serve de données provenant de nombreuses sources existantes qui couvrent un vaste éventail de sujets, nous nous concentrons principalement sur quatre éléments essentiels à la réussite d'un régime de pension. Ces éléments sont le taux d'actualisation (le taux utilisé pour déterminer si un plan possède assez d'actifs pour respecter ses obligations futures), le rendement des actifs, les cotisations et les taux de remboursement.

## Modèle de régime de retraite universel des États-Unis

Indicateur global	Nombre de sous-indicateurs	Description
État de financement du régime	7	Obligations et déficits du régime pondérés relativement aux actifs du régime, au PIB de l'état et aux valeurs officielles présentées pour déterminer l'ampleur et l'importance relatives
Comptabilité des fonds	9	Analyse des efforts faits par les états et régimes pour réduire leur risque lié aux actions et augmenter leurs cotisations afin de reconnaître et améliorer leur financement
Flux de trésorerie	9	Projection du taux et de l'importance de l'épuisement des actifs de régimes de pension pour l'état ainsi que des montants de cotisations
Créances de l'état	2	Mesure relative des créances existantes de l'état et de la pression sur les systèmes gouvernementaux de l'état
Capacité de payer	5	Évaluation de la capacité d'un état de générer des fonds excédentaires à l'interne par le biais d'ajustements budgétaires, ou par l'emprunt
Vigueur de l'assiette fiscale	6	Enquête à propos de la qualité de vie, de la diversité économique et de la réussite de l'état en examinant les caractéristiques et les tendances de la population
Données démographiques	4	Estimation des impacts absolus et relatifs de la population vieillissante sur les dépenses gouvernementales de l'état en examinant les données démographiques actuelles et les tendances

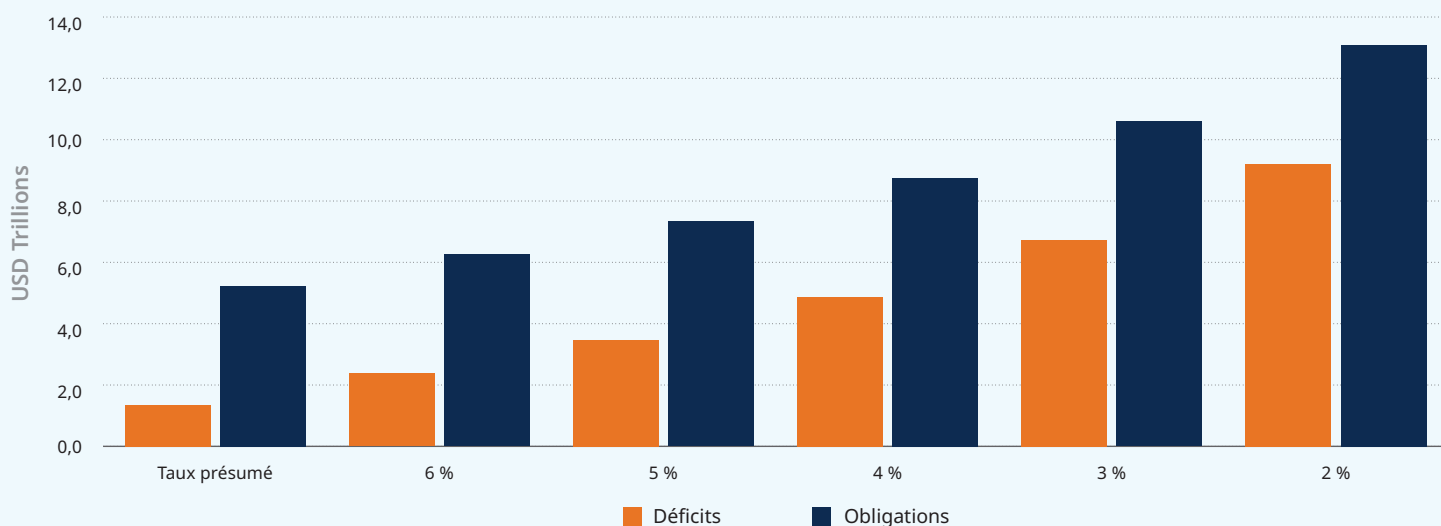
## Conclusions générales

Le taux d'actualisation constitue l'élément le plus déterminant au moment de calculer les obligations prévues du régime, car il s'agit du facteur par lequel les obligations prévues sont réduites annuellement au moment d'effectuer la conversion à la valeur actualisée. L'ingénierie inverse de cette formule nous permet de modifier l'escompte et le taux de croissance des actifs à des niveaux qui concordent mieux avec la réalité. Ce faisant, nous avons été en mesure de projeter la valeur réelle des passifs du régime en appliquant un taux d'actualisation conforme à la norme du secteur de 4 % et des taux de rendement de 5 %, ce qui contraste nettement avec le taux d'actualisation moyen de 7,1 % et un taux de croissance des actifs du régime de 7,6 %. À l'aide de notre

modèle corrigé pour reformuler les passifs du régime, nous estimons que les obligations sont 56 % plus élevées que les estimations actuelles. En dollars, nous estimons que le déficit net est minimisé de près de trois billions de dollars US (de 1,3 à 4,25 billions de dollars US), ce qui signifie que les ratios de financement sont de 47 % seulement, et non de 74 %. Ce manque à gagner constituerait certainement un choc pour le système financier et les futurs contribuables. Le tableau à la page 5 illustre notre conclusion surprenante. Il montre la croissance des obligations et des déficits de pension lorsque l'on passe d'un taux d'actualisation de 7,1 % à des hypothèses plus réalistes.

## Les modifications apportées aux hypothèses ont un impact sur la valeur actuelle des obligations et des déficits

Les résultats des régimes sont très sensibles aux variations des hypothèses de taux d'actualisation



Source : Placements Mackenzie

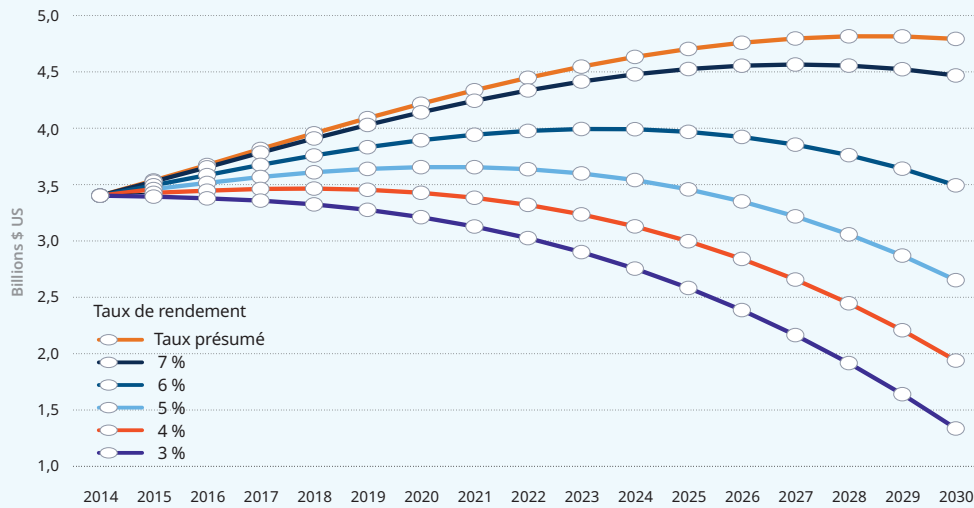
Les flux de trésorerie sont extrêmement importants pour soutenir les régimes de pension. Les régimes pour lesquels les montants de cotisations ou le ratio de travailleurs par rapport aux retraités sont élevés peuvent être maintenus même si la base des actifs est modeste. Au moment d'examiner les flux de trésorerie prévus, notre équipe s'est surtout attardée à la performance relative des fonds, avant d'en faire la somme par état. Pour cette analyse, nous avons utilisé les données historiques, les tendances de croissance et l'analyse de régression afin de prédire les tendances de cotisations, de paiements de prestations et de croissance des actifs jusqu'à la fin de 2030. Notre modèle s'est concentré sur la détection du moment et de l'endroit où des failles pourraient apparaître dans le système de pension et la prédiction de leur sévérité relative.

Nos travaux montrent que les actifs actuels sont insuffisants pour financer les promesses de pension nationales. Le fait que les régimes de pension conservent des actifs hautement volatils, avec les deux tiers investis dans des actions et autres actifs à risque, accroît le problème. D'une certaine façon, il semble que la situation est comparable à une tentative de dernière minute d'un quart-arrière au football dont l'équipe

tire de l'arrière par deux touchés avec seulement quelques minutes à jouer dans le dernier quart. Même si nous croyons aux avantages à long terme des actifs à risque, l'état du système de pension est passé d'une étape d'accumulation à une position de versements. Traditionnellement, c'est à ce moment que la transition devrait être faite d'un portefeuille fortement composé d'actions à la détention principale d'obligations. Étant donné la prévisibilité des engagements futurs, on pourrait également affirmer que cela représente un levier et, par conséquent, un risque lié aux actions encore plus important que ne le sous-entend la répartition actuelle.

Notre modèle a passé en revue l'impact potentiel des différents taux de rendement sur les actifs de régime de pension totaux. De cet exercice, nous avons observé que même avec des taux de rendement aussi élevés que ceux prévus (en moyenne 7,6 %, ce qui n'est pas trop éloigné du taux d'actualisation), 34 états auront des flux de trésorerie négatifs d'ici 2030. Nous pouvons observer en haut de la page 6 qu'à l'échelle nationale, cet énoncé est vrai, avec la pente des actifs devenant négative d'ici 2030 – même en utilisant les taux présumés des régimes.

## Croissance prévue des actifs des régimes de pension des états de 2014 à 2030



Source : Placements Mackenzie

## 10 ans

Même en utilisant le niveau de « rendements prévus » actuels le plus élevé, les actifs de pension des états commenceront à connaître un recul au cours de dix prochaines années – juste au moment où les plus jeunes de la génération du baby-Boom atteindront l'âge de la retraite.

## Pires et meilleurs états en fonction du classement par indicateur\*

Indicateur global	États avec les meilleurs résultats	États avec les pires résultats
État de financement du régime	District de Columbia, Utah, Indiana	Mississippi, Nevada, Illinois, Kentucky
Comptabilité des fonds	District de Columbia, Washington, Dakota du Nord	Virginie occidentale, Wyoming, Texas
Flux de trésorerie	District de Columbia, Washington, Dakota du Nord	Colorado, Kentucky, New Jersey
Créances de l'état	Wyoming, Idaho, Caroline du Nord	New York, Rhode Island, Kentucky
Capacité de payer	Dakota du Nord, Montana, Utah	Illinois, New Jersey
Vigueur de l'assiette fiscale	District de Columbia, Colorado, Washington	Delaware, Wyoming, Nouveau-Mexique
Données démographiques	District de Columbia, Utah, Texas	Nouveau-Mexique, Wyoming, Floride

\*Ce tableau montre les états avec les meilleurs et les pires résultats selon l'indicateur global, chaque état a aussi été classé selon chaque sous-indicateur.



**MACKENZIE**  
Placements

## Conclusions par indicateur



### Indicateur : État de financement du régime

L'indicateur le plus important, et donc celui dont la pondération est la plus élevée dans notre modèle, est l'état de financement du régime. Ses sous-indicateurs se concentrent sur l'examen des obligations par rapport aux actifs à la valeur du marché, au PIB de l'état et aux obligations déclarées. Cet indicateur détermine la durabilité et la probabilité que les obligations en matière de pension soient honorées. Ces données ont été utilisées en combinaison avec six indicateurs additionnels pour évaluer efficacement le financement de l'état. Nous avons identifié six régimes dont les obligations dépassent par trois fois la valeur de leurs actifs, ce qui indique un important déficit de financement. Tandis que la crise des pensions du Kentucky est bien documentée, les régimes de pension du New Jersey et de l'Illinois sont également en position semblable, en raison d'un sous-financement découlant de leur incapacité d'assister les fonds en raison des niveaux élevés de dettes existantes. L'examen des ratios de financement des régimes nous a permis de déterminer que le District de Columbia était le seul régime de pension correctement solvable, avec le Wisconsin (71 %) et Washington (67 %) respectivement en deuxième et en troisième place. Il nous est difficile de réconcilier le statut de financement pour l'ensemble du pays précédemment déclaré de 74 %, lorsque nous constatons que seulement un état dépasse ce niveau, après le réajustement des hypothèses, ce qui souligne l'importante et l'ampleur de la déception présentée par les systèmes de régimes de retraite universels des États-Unis.

Des états comme le Mississippi et le Nouveau-Mexique ont vu leurs classements passer au décile le plus faible en raison de leur PIB relativement faible, malgré le classement moyen de leur ratio de financement, ce qui soulève plus d'inquiétudes, car un PIB faible par habitant est en général lié à des niveaux de salaires plus faibles et parfois à une dette des ménages plus élevée, créant ainsi une situation où ni les régimes ni les personnes ne sont suffisamment préparés pour la vague de retraite.



### Indicateur : Comptabilité des fonds

Au moment d'examiner les progrès des fonds de pension avec le temps, un facteur important pour déterminer la durabilité à long terme était d'évaluer la progression de la comptabilité des fonds. Idéalement, les fonds de pension prennent des mesures pour tenir compte de leurs obligations et les réduire en augmentant systématiquement les cotisations des employeurs et en utilisant des hypothèses de croissance des actifs prudentes. Notre modèle évalue aussi les efforts respectifs de chaque état visant la reconnaissance et la réduction des risques liés aux actions tout en réduisant les déficits des régimes. Cet indicateur a révélé que les répartitions au risque d'actions sont restées stables à court terme, mais à long terme ont connu de légères augmentations. La répartition en actions et en titres comparables à risque de moyen à élevé est maintenant d'environ 65 %.

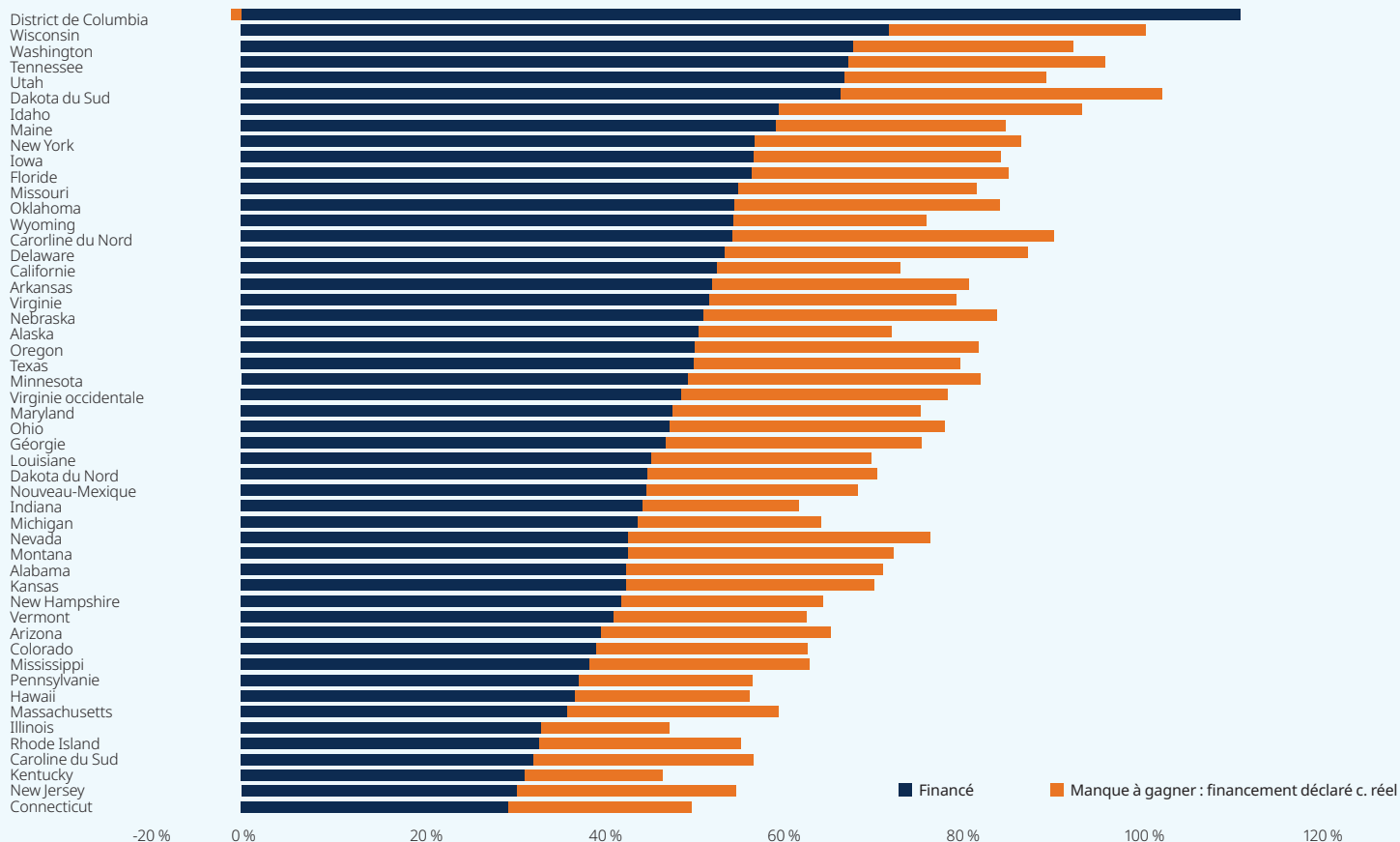
Les états les mieux préparés comme l'état de Washington et le Kansas ont une répartition plus faible aux actifs à risque élevé (actions) à 55 %, tandis que les états à risque élevé (Louisiane, Virginie occidentale) sont exposés à 75 % aux actifs volatils. Même si les états satisfont presque toujours le montant de versement recommandé pour réduire marginalement les obligations, très peu font systématiquement des efforts pour dépasser ces recommandations. En contraste, le New Jersey et l'Illinois n'ont fourni respectivement que 62 % et 77 % des versements recommandés et ainsi, comptent parmi les états dont le classement est le plus faible. La responsabilité de la croissance des fonds de pension est souvent secondaire par rapport aux autres obligations gouvernementales étant donné l'absence d'intérêt pour les médias et de connaissances entourant leurs problèmes respectifs. Le tout est particulièrement inquiétant dans des états avec des dettes importantes comme le New Jersey et l'Illinois qui ne sont pas en mesure d'augmenter systématiquement leurs cotisations et sont devenus dépendants des gains des marchés boursiers pour faire croître les actifs de leurs régimes.



**MACKENZIE**  
Placements

## Conclusions par indicateur

**Le manque à gagner (orange) entre le financement déclaré et le financement réel peut être considérable**



### Indicateur : Flux de trésorerie

En raison des ratios de dépendance des personnes âgées qui devraient accélérer au cours des années à venir, nous pouvons nous attendre à ce que les régimes affichent systématiquement une tendance vers des flux de trésorerie négatifs. Les deux mesures les plus révélatrices au moment de projeter la solvabilité d'un régime sont le taux d'épuisement et la durée avant d'avoir des flux de trésorerie négatifs. Étroitement liés aux ratios de financement, le Kentucky, le Colorado et le New Jersey ont certains des régimes les moins bien financés du pays, ce qui entraîne une détérioration rapide des actifs. Lorsque nous utilisons notre taux de rendement suggéré, nous constatons que chacun de ces régimes devrait perdre des parties importantes de leurs actifs avant la retraite des plus jeunes de la génération du baby-boom.



### Indicateur : Créances de l'état

L'examen de la solvabilité globale de l'état est d'une importance capitale pour déterminer sa capacité relative d'honorer tout déficit additionnel. Les états avec des déficits financiers importants disposent de peu de souplesse pour ce qui est de la répartition de leurs dépenses discrétionnaires. Même si la dette augmente systématiquement dans la plupart des états, nous observons la possibilité d'une aggravation de la dette et d'un risque plus élevé que du financement critique soit détourné des régimes de pension des états, le résultat des intérêts particuliers et des obligations aux débiteurs. Les huit états au sommet de notre classement ont une dette nette de moins de 10 %, tandis que le Wyoming n'a essentiellement aucune dette en raison du fonds de réserve solide de l'état. New York est dans la situation la moins favorable, car il s'agit du seul état avec une dette nette dépassant 20 % du PIB.





**MACKENZIE**  
Placements

## Conclusions par indicateur



### Indicateur : Capacité de payer

Pour pouvoir éviter d'être en défaut sur les obligations des régimes de pension, ils pourraient devoir absorber les dépenses en croissance directement dans leurs budgets (généralement en émettant des titres de créance). La faisabilité interne de ces options a été déterminée en analysant les soldes budgétaires annuels prévus de chaque état tout en observant les tendances des dépenses importantes comme Medicaid et d'autres prestations de vieillesse par le biais des services sociaux. Nous avons observé que plusieurs états où l'industrie du pétrole et du gaz est présente génèrent des surplus budgétaires, avec le Dakota du Nord, le Montana et le Wyoming en tête, tandis que des états comme le New Jersey et l'Illinois obtiennent une fois de plus des résultats décevants.

Nous observons une corrélation modérée entre la capacité d'un état de financer ses déficits à l'interne et sa capacité d'augmenter ses émissions de titres de créance en souscription publique. L'examen des écarts de crédit des états et des cotes de crédit moyennes a permis à notre équipe d'évaluer la capacité et la viabilité financière de chaque état d'emprunter pour réduire les déficits des régimes. La dette des états et les soldes budgétaires constituent un facteur clé dans cette détermination. Le Montana, le Vermont et l'Utah obtiennent de bons résultats, tandis que l'Illinois et le New Jersey se trouvent une fois de plus au bas du classement en raison de leur dette substantielle et de leur mauvais crédit total.



### Indicateur : Vigueur de l'assiette fiscale

L'examen de la réussite et de la satisfaction des populations des états est essentiel à la projection des tendances migratoires, des endroits où s'installent les retraités et de la motivation de travailler et de prendre sa retraite dans un état donné. Nous avons constaté que des états comme la Virginie occidentale et le Mississippi éprouvent des difficultés dans les catégories d'indice de développement humain, comme en témoignent leurs taux de migration nette négatifs. Du côté positif, l'état de Washington, le Colorado et le District de Columbia passent à des rangs supérieurs, étant donné leurs économies diversifiées, leur PIB par habitant solide et les taux de migration durables pour attirer la population active et stimuler la croissance.



### Indicateur : Données démographiques

Même si les données démographiques et surtout la durée moyenne à la retraite constituent des facteurs déterminants dans les calculs des obligations au titre du régime de retraite, il est essentiel que nos modèles tiennent compte de la position relative de chaque état et des tendances prévues relatives aux ratios de dépendance des personnes âgées. Des tendances positives ont émergé pour les états qui obtiennent les meilleurs résultats, comme le District de Columbia et l'Utah, avec des données démographiques favorables pavant la voie pour de bons résultats dans de nombreuses catégories, avec une classe ouvrière toujours constamment solide pour soutenir des populations de personnes âgées proportionnellement plus faibles. Au moment de passer en revue le modèle, nous avons déterminé quels états sont classés comme des centres qui attirent les retraités et prédit quels états seront poussés au-delà de leur capacité relativement aux augmentations prévues de dépenses de soins de santé et de Medicaid. Avec des volumes élevés de migration parmi les personnes âgées, la Floride a toujours été évaluée comme un état qui attire les retraités. Les données du recensement américain suggèrent que le Nouveau-Mexique et le Wyoming seront les plus touchés par les tendances démographiques, avec les facteurs de changement absolus et relatifs les moins favorables. Avec une croissance de l'âge moyen de 5 % (dans la catégorie de 65 ans et plus en tant que pourcentage de la population totale) prévue pour l'ensemble du pays d'ici 2030, ces états devront affronter les conséquences les plus graves, avec des taux de croissance du double de la moyenne nationale.

## Conclusions par indicateur

### Résultats globaux :

Notre modèle a permis de classer les résultats des états des « mieux préparés » aux « moins bien préparés » (voir le tableau ci-dessous). Même si les tendances globales sont conformes à nos attentes initiales, nous avons été surpris par certaines positions au classement. Ce qui est peut-être le plus surprenant est que l'Utah se classe au premier rang pour ce qui est de la préparation. Avec certains des meilleurs résultats du modèle relatifs au financement du régime, à la capacité de payer et aux données démographiques, l'Utah semble relativement en bonne position pour faire face à ses déficits de pension. La capacité d'obtenir du financement, étant donné la faible dette et le crédit solide, est combinée à la projection de flux de trésorerie relativement positifs. L'état de Washington et le Tennessee ont aussi obtenu des résultats très solides, réduits

seulement respectivement par la dette élevée de l'état et par les flux de trésorerie quelque peu faibles.

Au moment de déterminer les pondérations respectives du modèle, le cas présenté était de mesurer la capacité de chaque état de gérer ses propres régimes de pension sans aide du gouvernement fédéral. Le Mississippi et le Nouveau-Mexique ont été particulièrement touchés par cette mesure à même l'indicateur de financement des pensions, tout comme le Kentucky, le Rhode Island et le Nouveau-Mexique en raison de l'ampleur de leurs créances. Les mauvais résultats d'états comme l'Illinois et New York sont particulièrement troublants étant donné leurs déficits importants, relatifs et absolus, avec nettement plus de 700 milliards de dollars américains en déficits de financement prévus.

### Préparation des pensions, de l'état le mieux préparé (Utah) à l'état le moins bien préparé (Kentucky)

État	Classement	État	Classement	État	Classement
Utah	1	New Hampshire	18	Alabama	35
District de Columbia	2	Wyoming	19	Pennsylvanie	36
Tennessee	3	Vermont	20	Louisiane	37
Washington	4	Floride	21	Virginie occidentale	38
Idaho	5	Wisconsin	22	Arizona	39
Caroline du Nord	6	Texas	23	Ohio	40
Oklahoma	7	Californie	24	Hawaii	41
Iowa	8	Minnesota	25	New York	42
Dakota du Nord	9	Michigan	26	Rhode Island	43
Dakota du Sud	10	Missouri	27	Connecticut	44
Virginie	11	Arkansas	28	Nevada	45
Nebraska	12	Alaska	29	Caroline du Sud	46
Maryland	13	Kansas	30	Mississippi	47
Indiana	14	Colorado	31	New Jersey	48
Maine	15	Montana	32	Illinois	49
Delaware	16	Oregon	33	Nouveau-Mexique	50
Géorgie	17	Massachusetts	34	Kentucky	51

## Conséquences sur la politique

Même si les états peuvent ne pas réaliser complètement l'ampleur de leur déficit de financement ou les implications des hypothèses financières du régime, au Kentucky, nous avons observé une réponse négative du public lorsque la vérité à propos du régime mal financé a été dévoilée. Inévitablement, les états pourraient devoir fournir des milliards de dollars annuellement pour soutenir leurs soldes de fonds en raison des populations vieillissantes, laissant leurs citoyens se demander d'où proviendra l'argent.

Les gouvernements des états seront pris entre l'arbre et l'écorce au moment de considérer les options pour augmenter les recettes ou réduire les dépenses afin de générer des fonds additionnels pour financer le système de pension. L'autre possibilité consiste à obtenir du capital à l'externe par l'émission de titres de créance. Toutes ces options laissent les électeurs de l'état en plus mauvaise position, en favorisant les pensionnés et en augmentant le fardeau des travailleurs par le biais d'une diminution de leur revenu net ou d'une réduction du financement et des réserves de l'état. De façon controversée, les régimes pourraient aussi réduire les prestations de pension soit en limitant le pourcentage du salaire reçu ou en augmentant les âges de retraite minimum pour recevoir ces prestations.

Bon nombre d'états ont déjà contesté les protections constitutionnelles visant à faire la transition vers des protections contractuelles ou limitées pour restreindre l'impact potentiel de l'effondrement d'un régime. La nature fondamentale et essentielle de beaucoup de services de retraite universels réduit grandement la probabilité de réductions complètes ou importantes. Des réductions significatives, si elles ont lieu, entraîneraient probablement un tollé général, car plus d'un travailleur sur 10 participe au système de pension. Les réductions entraîneraient un risque sans précédent de grèves des travailleurs, d'arrêts des activités du gouvernement et la possibilité d'une détérioration de la fonction publique américaine.

Pendant la période qui précède la crise des pensions, nous prévoyons une division politique de plus en plus grande en fonction des données démographiques. Au moment d'envisager les réformes des pensions, les politiciens et les gouvernements devront probablement accorder la priorité à une catégorie démographique : les jeunes de la classe ouvrière, qui ont le plus à perdre des hausses des impôts et des coupures aux services sociaux, ou les retraités âgés et les travailleurs d'âge moyen qui ont travaillé pendant de nombreuses années et ont cotisé leurs salaires, et sont maintenant dépendants des régimes de pension qui doivent être honorés. Selon nous, des mesures qui favorisent l'un ou l'autre de ces groupes constituent l'équivalent d'un suicide politique. Cette inégalité entraînera inévitablement une fracture politique de plus en plus marquée, avec chacun des groupes cherchant à protéger leurs gains, quels que soient les coûts pour l'autre. Les politiciens dépendent des électeurs pour rester au pouvoir et ils hésitent généralement à toucher les prestations de retraite, particulièrement étant donné la taille de la génération du baby-boom. Un déplacement vers la gauche semble inévitable, avec d'autres solutions comme la théorie monétaire moderne et les caisses noires des banques centrales gagnant en popularité, en tant que moyens de s'attaquer aux nombreux grands problèmes que nous devons affronter.

Nous espérons observer, en raison d'un renflouement potentiel, un démantèlement des hypothèses et des intérêts particuliers qui affligent actuellement le système de pensions à prestations déterminées. Les taux d'actualisation et les taux de rendement seraient plafonnés au moment de calculer les obligations selon leur valeur actualisée, avec des valeurs indicatives de la nature garantie des prestations gouvernementales. De plus, nous croyons qu'exiger que les gouvernements conservent un niveau de financement approprié entre les fonds de pension et les réserves des états, en combinaison avec un mandat exigeant qu'un certain pourcentage du portefeuille soient investis dans des titres gouvernementaux à faible risque, permettrait d'améliorer la durabilité du système de pension à l'avenir. Même si la crise des pensions semble imminente, notre équipe croit qu'en identifiant les problèmes maintenant et en agissant de façon proactive, les bases peuvent être jetées pour réduire la dévastation financière et permettre au système de pension



de se réinventer graduellement.

## Conséquences sur l'investissement

Les conséquences sur l'investissement sont nombreuses pour l'équipe des placements à revenu fixe Mackenzie. Les conclusions de notre modèle de régimes de pension des États-Unis constitueront l'un des nombreux outils d'information utilisés par l'équipe dans l'élaboration et le positionnement de portefeuilles. Les résultats de notre modèle et les développements au fil du temps feront l'objet d'un suivi pour que nous puissions objectivement sélectionner des états qui améliorent leur position, car nous estimons que ces états devraient être récompensés par le marché grâce à l'accès à des taux pour l'émission de titres de créance favorables. La détérioration importante du positionnement sous-entendrait un élargissement des écarts de crédit et la détérioration de la cote de crédit d'un état, accroissant leur momentum à la baisse et leurs résultats négatifs.

En fin de compte, le problème de pension des états, conjointement à d'autres difficultés, semble trop important pour être considéré en fonction des états individuels. Un renflouement par le gouvernement fédéral nous semble plausible, mais seulement après beaucoup de difficultés. Nous croyons que plusieurs états devront déclarer leur incapacité de respecter leurs obligations en matière de pension, ce qui anéantirait la confiance dans l'ensemble du système de pension. Selon nous, les préoccupations relatives au financement entraîneront une demande globale plus faible, un ralentissement de la croissance, un fléchissement des prix des actions et des ratios de financement en baisse continue. Un renflouement est probablement la moins pire des décisions avant de créer des difficultés économiques de longue durée.

Au cours de la dernière décennie, l'équipe des placements à revenu fixe Mackenzie a solidifié ses capacités techniques de traitement et d'analyse des données pertinentes. L'équipe peut classer de façon objective les forces et les faiblesses de différentes catégories d'actifs et monnaies, ainsi que de différents états et pays. Nous croyons que l'équipe dispose donc d'un avantage dans la gestion des actifs à revenu fixe dans un paysage géopolitique en constante évolution, car les pays et les sociétés deviennent progressivement interconnectés. Notre modèle qui examine le système de régimes de retraite universels des États-Unis, ainsi que notre modèle de préparation des régimes mondiaux, constitue deux exemples importants utilisés pour évaluer la vigueur perçue des pays et des régions dans le cadre de la crise de la retraite mondiale.

## Références

- <sup>1</sup> 084044 (E60) On the valuation of pension obligations. (1997). *Insurance: Mathematics and Economics*, 19(3), 268. doi: 10.1016/s0167-6687(97)83535-4
- <sup>2</sup> 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
- <sup>3</sup> Actuarial Standards Board. (n.d.). *Measuring Pension Obligations*.
- <sup>4</sup> Mettler, U. (n.d.). *Projecting Pension Fund Cash Flows*. Projecting Pension Fund Cash Flows. Zuerich: Zuericher Kantonalbank
- <sup>5</sup> Mitchell, O. (27 octobre 2015). Unfunded Pension Debts of U.S. States Still Exceed \$3 Trillion. Retrieved August 21, 2019, from <https://www.forbes.com/sites/pensionresearchcouncil/2015/08/25/unfunded-pension-debts-of-u-s-states-still-exceed-3-trillion/#6ecc6c7c4d6a>
- <sup>6</sup> Moran, D. (12 octobre 2018). Pension Fund Outlook Brightens in 41 States. Extrait le 21 août 2019 de <https://www.bloomberg.com/graphics/2018-state-pension-funding-ratios>
- <sup>7</sup> Society of Actuaries. (n.d.). *Mortality Improvement Scale Mp-2018*. Mortality Improvement Scale MP-2018.
- <sup>8</sup> 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
- <sup>9</sup> Novy-Marx, R., & Rauh, J. (2012). The Revenue Demands of Public Employee Pension Promises. doi: 10.3386/w18489
- <sup>10</sup> Rauh, J. D. (Mai 2017). *Hidden Debt, Hidden Deficits*. Hoover Institution.
- <sup>11</sup> Rauh, J. D. (Juillet 2018). *Solvency of Multiemployer Pension Plans*. Solvency of Multiemployer Pension Plans.
- <sup>12</sup> Sheiner, L. (16 juillet 2019). Are state and local pension funds really in crisis? Extrait le 21 août 2019 de <https://www.brookings.edu/blog/up-front/2019/07/15/are-state-and-local-pension-funds-really-in-crisis>

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 reposant sur des prédictions pour l'avenir au 30 septembre 2019. Corporation Financière Mackenzie ne mettra pas nécessairement à jour ces renseignements en fonction de changements parvenus après cette date. Les énoncés prospectifs ne garantissent en rien les rendements futurs, 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.