



Caisse de dépôt et placement
du Québec

**NOTES
POUR LA PRÉSENTATION
DE M. FERNAND PERREAULT
DEVANT
LA COMMISSION
DES FINANCES PUBLIQUES**

Québec, le 12 mai 2009

Seul le texte prononcé fait foi

Monsieur le président, madame et messieurs membres de cette Commission, bonjour. Comme je suis le premier à me présenter devant vous, je voudrais d'abord vous dire sans détour que nous sommes tous, à la Caisse, extrêmement déçus de nos résultats pour l'année 2008.

Nos employés ont été fortement affectés par ces résultats très décevants, largement dus à une erreur que nous avons commise avec le PCAA.

Mais si la Caisse a eu de mauvais résultats, l'année dernière, c'est surtout parce qu'elle a été durement frappée, comme toutes les autres institutions financières à travers le monde, par une crise financière majeure, la pire des 50 dernières années.

C'est pourquoi, comme vous le disait Michael Sabia la semaine dernière, nous effectuons présentement des changements au sein de la Caisse afin de nous ajuster au nouveau contexte du marché.

J'espère que nos échanges permettront de rassurer l'ensemble des Québécois sur des points qui m'apparaissent essentiels :

- D'abord, contrairement à de nombreuses autres institutions financières à travers le monde, la Caisse demeure toujours solide;
- Ensuite, malgré que l'actif de la Caisse se soit fortement déprécié en 2008, nos revenus courants demeurent à peu près au même niveau que pour les années passées, ce qui prouve que nos placements sont de bonne qualité;
- Enfin, si on exclut le PCAA, le rendement de la Caisse sur 5 ans, y compris l'année 2008, aurait été de 4,1 %, plutôt que de 3,1 %.

La médiane des grandes caisses de retraite au Canada étant de 3,6 %, et le seuil du premier quartile à 4,3 %, on ne peut pas dire que la Caisse a mal performé sur 5 ans dans ses autres activités.

Monsieur le président, le point central de notre présentation aujourd'hui est d'expliquer l'écart de 10,5 G\$ en 2008 entre la Caisse et ses pairs.

Cet écart s'explique essentiellement par trois facteurs :

- Un : le PCAA, pour lequel nous avons inscrit une charge de 4 G\$;
- Deux : notre politique de couverture de change; et
- Trois : des règles comptables différentes auxquelles la Caisse est soumise.

Je ne reviendrai pas dans cette présentation sur le PCAA, Claude Bergeron traitera de ce sujet plus tard aujourd'hui.

La couverture de change

La Caisse a une politique beaucoup plus conservatrice que ses pairs pour la couverture contre le risque de change.

Ce n'est pas de la spéculation, mais une politique à long terme, utilisée pour réduire notre risque. Elle est demeurée à peu près inchangée depuis une quinzaine d'années. L'effet à long terme de cette politique a toujours été neutre.

En octobre 2008, le dollar canadien a perdu 20 % de sa valeur en une vingtaine de jours. Si la Caisse avait eu le même ratio de couverture que ses pairs, elle aurait eu un rendement additionnel de l'ordre de 4 G\$.

Les règles comptables

La crise de l'automne 2008 a provoqué un arrêt généralisé des transactions.

Soudainement, il n'y avait plus d'acheteurs, sauf à des valeurs de liquidation.

Cela nous crée un gros problème pour évaluer le tiers de nos placements qui sont non liquides :

- les immeubles,
- les placements privés,
- les infrastructures,
- les dettes immobilières et
- les obligations corporatives privées.

La Caisse gère les avoirs de caisses de retraite, mais nous ne sommes pas soumis aux mêmes règles comptables qu'elles.

La Caisse est en effet considérée comme une société de placements et non comme une caisse de retraite.

Contrairement à nos pairs, nous avons peu de marge de manœuvre pour évaluer la valeur marchande.

Dans des marchés normaux, les écarts dus à l'application de règles comptables différentes sont peu significatifs, mais ça peut faire une énorme différence lorsque les marchés sont disloqués, comme à la fin de 2008.

C'est difficile d'évaluer l'effet de l'application différenciée des règles comptables, parce qu'on ne peut pas savoir quelle méthode nos pairs ont privilégiée en 2008.

Comme les baisses de valeur totales sur nos placements non liquides sont de 10,5 G\$, on peut présumer que l'application différenciée des règles comptables a eu un effet important sur nos résultats.

Dans l'immobilier, par exemple, on ne peut pas expliquer les rendements affichés en 2008 par certaines caisses de retraite autrement que par leur décision de comptabiliser leurs immeubles comme des « placements détenus à long terme » plutôt que comme des « placements disponibles à la vente au 31 décembre ».

En vertu des règles comptables qui s'appliquent à nous, nos immeubles ont été dévalués de plus de 20 %, et ce, malgré une hausse des revenus nets de loyers.

Des écarts importants peuvent donc découler soit d'une application différenciée des règles comptables, soit de règles comptables différentes selon qu'on est une société de placement ou une caisse de retraite.

Variabilité des estimations

Un autre élément qui peut expliquer les écarts, c'est la grande variabilité des estimations en période de volatilité élevée.

Dans un marché paralysé, en l'absence de transactions de référence, les méthodes de calcul donnent souvent des résultats forts différents d'une organisation à l'autre.

Ainsi, pour plusieurs immeubles où nous sommes copropriétaires avec d'autres grands investisseurs, nous avons constaté que les dévaluations faites de part et d'autre présentent parfois des écarts qui peuvent aller du simple au double.

Je reviens maintenant sur des éléments qu'on a souvent mentionnés comme facteurs pouvant expliquer les résultats de 2008.

- une trop grande prise de risque;
- une trop grande utilisation du levier;
- un programme de rémunération incitant les gestionnaires à prendre trop de risques;
- une modification de la loi en 2004 qui l'aurait amenée à être moins prudente dans ses placements.

Diversification du portefeuille

Parlons d'abord du niveau de risque.

Quand on fait l'analyse des résultats de la Caisse, il faut considérer un facteur de première importance : la diversification du portefeuille. Cela été la pièce majeure de notre stratégie au cours des 5 dernières années.

Cette stratégie est similaire à celle de toutes les organisations de la taille de la Caisse. Elle est aussi en parfaite conformité avec notre évolution depuis le milieu des années 1990.

Cette stratégie, comprise et appuyée par nos déposants, a fort bien fonctionné jusqu'à l'automne 2008. Elle explique en grande partie nos très bons rendements de 2003 à 2007.

Richard Guay traitera de cette question cet après-midi.

Notre stratégie aurait pu fonctionner encore longtemps, mais la crise financière due à un effondrement simultané de tous les marchés, a mis fin du même coup à l'effet positif de la diversification.

C'est un paradoxe cruel, mais lorsque tous les marchés de la planète s'effondrent en même temps, notre stratégie de diversification - qui visait essentiellement à réduire le risque - n'a pas eu les effets escomptés de protection.

Le levier

Quelques mots sur le levier.

Il est inexact de présenter le levier comme une stratégie de la Caisse déployée au cours des toutes dernières années.

En fait, le passif a connu sa plus forte progression entre 1998 et 2001, passant de 18 % à 29 % de l'actif.

Il est par la suite demeuré passablement stable, atteignant 32 % de l'actif total à la fin de 2007.

Comme toutes les autres institutions financières similaires, la Caisse revoit ses politiques relatives à l'utilisation du levier. C'est une démarche tout à fait normale dans le contexte actuel de crise et de moins grande disponibilité de liquidités.

La rémunération

Voyons maintenant la rémunération. Sur ce plan, la Caisse a les mêmes pratiques que ses pairs.

Notre cadre de rémunération a été établi par décret gouvernemental en 1996 et la rémunération de nos personnels s'est toujours maintenue en-deçà des niveaux maximums autorisés.

Nos décisions en matière de rémunération ont toujours eu pour but premier de recruter et conserver nos meilleures ressources.

Dans notre milieu, la concurrence est très forte et nous sommes constamment menacés de perdre nos meilleurs employés, dès qu'ils acquièrent une expérience significative. Nos pratiques de rémunération sont encore inférieures à celles qui existent dans le secteur privé.

Je précise que, comme partout ailleurs, la rémunération incitative n'existe jamais seule et les gestionnaires ont toujours des limites de risque qu'ils doivent respecter.

La loi de 2004

Quelques mots, maintenant, sur les amendements apportés à la Loi de la Caisse en 2004.

Ces amendements avaient pour objectif de clarifier la mission de la Caisse et visaient une amélioration de sa gouvernance. Ils n'ont pas eu d'impact notable sur ses opérations et ses stratégies.

Les mêmes règles de fonctionnement ont continué à s'appliquer et les seuls ajustements apportés avec le temps sont essentiellement dus à l'évolution des marchés financiers.

Ce fut certainement le cas dans le secteur immobilier, que j'ai dirigé durant 15 ans.

Conclusion

En conclusion, la Caisse, sa direction et ses gestionnaires n'ont pas été pris, au cours des dernières années, d'une soudaine frénésie de rendement à tout prix.

Une frénésie qui aurait largement contribué, sinon conduit directement aux résultats très décevants que nous avons connus en 2008.

Nos pratiques, en termes de diversification, de levier, de gestion du risque, de rémunération variable n'étaient ni nouvelles, ni exceptionnelles, ni inédites, ni démesurément risquées dans le contexte qui prévalait avant l'automne 2008. Elles sont maintenant en révision et ça n'a rien de plus d'exceptionnel. C'est ce qui se fait présentement, partout dans le monde.

Je le répète, n'eût été de notre erreur dans le PCAA, malgré l'une des pires crises financières et économiques de l'histoire, la Caisse se serait fort bien tirée d'affaires, avec un rendement 5 ans tout près du seuil du 1^{er} quartile.

Pour ce qui est du PCAA, on ne peut certes pas reprocher à la Caisse d'être restée les bras croisés. Dès les premiers jours de la crise, la Caisse a énergiquement réagi et pris l'initiative de discussions qui ont mené à l'Entente de Montréal et à la restructuration de ce marché, empêchant des pertes importantes et définitives.

Sur le total de 13,1 G\$ de PCAA que la Caisse détenait au 15 août 2007, nous n'avons que 181 M\$ de pertes réelles, soit un peu plus de 1 % du montant total.

La Caisse a aussi rapidement pris les mesures qui s'imposaient pour qu'une situation semblable ne se produise plus jamais.

Monsieur le président, avec votre permission, je voudrais déposer en terminant un document qui permettra d'explicitier ce que je viens de vous dire et qui pourra faciliter nos échanges dans les jours qui viennent.