

Pourquoi Michael Sabia aura l'air d'un génie

N'en déplaise à ses détracteurs, la Caisse de dépôt et placement du Québec a fait un excellent boulot ces dernières années. À tel point que ses résultats s'amélioreront presque tout seuls dans les prochaines années.

par Pierre Fortin

publié dans L'actualite.com le 6 avril 2009

On dit de la Caisse de dépôt et placement du Québec qu'elle est le « bas de laine » des Québécois. C'est vrai. Elle est une grande société publique de gestion de fonds de retraite et d'assurance dont les résultats touchent à peu près tous les Québécois. Les fonds qu'elle reçoit lui sont confiés par des déposants comme le Régime de rentes du Québec, les régimes de retraite des employés du secteur public, la Commission de la santé et de la sécurité du travail et la Société de l'assurance automobile.



Michael Sabia, prés. de la CDP

Elle investit ensuite ces fonds dans toutes sortes de titres financiers et immobiliers, au Canada et à l'étranger, afin de les faire fructifier. La Caisse a pour mission de rechercher le rendement optimal pour ses déposants dans le respect de leur politique de placement, tout en contribuant au développement économique du Québec.

Pour la période de 2003 à 2007, la Caisse a magnifiquement rempli sa mission. Le rendement annuel moyen de ses investissements a été de 12,4 %. Ce fut l'un des plus élevés parmi ceux des sociétés de placement et des grandes caisses de retraite canadiennes. Fait à souligner, la Caisse a réalisé cette performance en faisant des investissements moins risqués que les autres gestionnaires de fonds. La contribution de la Caisse au développement économique du Québec au cours de la même période a également été impressionnante. Alors que l'économie du Québec a crû en moyenne de 4 % par an, les investissements de la Caisse dans les entreprises québécoises ont progressé de 10 % par an — deux fois et demie plus vite. Les gens qui prétendent que la Caisse tend systématiquement à prendre trop de risques, ou encore qu'elle néglige le développement économique du Québec, ne savent tout simplement pas de quoi ils parlent.

Par contre, l'année 2008 a été horrible. À l'automne, le système financier mondial s'est effondré. On n'avait pas vu ça depuis 1929. La faillite de la banque d'affaires new-yorkaise Lehman Brothers, notamment, a pétrifié les investisseurs. Ils ont cessé d'acheter des titres financiers, ce qui a fait dégringoler toutes les valeurs dans tous les secteurs industriels et dans tous les pays. Plus d'endroit où aller se cacher. Le rendement des grandes caisses de retraite canadiennes a été pourri : - 18,4 % pour l'année. La Caisse a fait encore pire. Elle a enregistré une perte de 40 milliards de dollars, ce qui lui a valu un rendement de l'actif de - 25 %.

On admet facilement que la Caisse n'a pas pu éviter le cataclysme financier qui a englouti la planète entière. Ce qui est plus difficile à comprendre, c'est qu'après s'être maintenue aux tout premiers rangs des gestionnaires de fonds de façon systématique pendant cinq années de suite (de 2003 à 2007), elle ait dégringolé presque au dernier rang en 2008. Si la Caisse avait subi la même dégelée que les grandes caisses de retraite canadiennes, sa perte aurait été non pas de 40 milliards, mais de 30 milliards. Qu'est-ce qui explique la différence ?

La haute direction a expliqué le sous-rendement de la Caisse par trois facteurs aggravants. Ce sont, respectivement, la crise du papier commercial adossé à des actifs (le PCAA), la dégringolade du dollar canadien et la sévérité des règles comptables qui s'appliquent à la Caisse. Ces explications m'apparaissent acceptables, d'une part parce qu'il est difficile de gouverner l'histoire des héros qui deviennent tout à coup des zéros, et d'autre part parce que leur logique intrinsèque est sans défaut.

Commençons par la rocambolesque histoire du PCAA. Il s'agit d'une obligation garantie à échéance de un à trois mois qui permet au détenteur de recevoir des intérêts sur son argent liquide. Avant août 2007, jamais le PCAA n'avait fait problème au Canada. La principale agence de notation canadienne, Dominion Bond Rating Service, lui accordait la plus haute cote de qualité, ce qui en faisait un titre jugé aussi sécuritaire que les bons du Trésor. Regorgeant de liquidités en raison du succès de ses placements, la Caisse avait acheté du PCAA pour une valeur accumulée de 13 milliards de dollars, lorsque le marché de ce titre s'est soudainement effondré, en août 2007. Craignant que les garanties sous-jacentes ne contiennent des prêts hypothécaires américains à haut risque, les investisseurs ont alors cessé net d'acheter du PCAA. Du jour au lendemain, la Caisse, comme les autres détenteurs de PCAA, s'est retrouvée incapable de revendre ses titres. Elle a été forcée d'inscrire dans ses livres des provisions pour pertes de 1,9 milliard en 2007 et de 4 milliards en 2008. Cela noircit son bilan par rapport à celui des autres grands gestionnaires de fonds. N'ayant pas accumulé autant d'argent que la Caisse, ils n'ont pas eu autant de liquidités qu'elle à investir dans les titres à court terme.

Il est facile, après coup, de critiquer la Caisse pour avoir trop investi dans un titre qui s'est planté. Certains gérants d'estrade ne s'en sont pas privés. Mais leur critique doit être jugée irrecevable. Jusqu'à l'éclatement inattendu et soudain de la crise du PCAA, en août 2007, jamais l'ombre d'un soupçon n'avait pesé sur la sécurité de ce placement. Il jouissait de la totale confiance des investisseurs. La rumeur a couru que la Banque du Canada avait fait une mise en garde au sujet du PCAA. Au contraire, la Revue du système financier, publiée par la Banque centrale en juin 2007, jugeait que la crise américaine des prêts hypothécaires « ne devrait pas avoir d'incidence directe sur le système financier canadien ». La Caisse ne peut être condamnée, au conditionnel passé, pour des investissements dont personne ne doutait de la sagesse avant août 2007. Ce fut un coup de malchance.

En 2008, la crise du PCAA au Canada a été résolue par une entente dont les termes ont été conçus par les dirigeants de la Caisse eux-mêmes. Cette « entente de Montréal », comme on l'appelle, permettra aux détenteurs de PCAA de récupérer à terme plus de 90 % de leur investissement. Ainsi, les pertes sur papier que la Caisse a dû inscrire dans ses livres en 2007 et en 2008 vont presque toutes disparaître lorsque l'institution aura récupéré son argent en vertu de l'entente.

Le deuxième facteur qui a plombé le bilan 2008 de la Caisse est la dépréciation du dollar

canadien. De janvier à décembre, le huard a perdu 19 % de sa valeur contre le dollar américain, 12 % contre l'euro et 34 % contre le yen japonais. Or, depuis fort longtemps, les investissements de la Caisse sont plus intelligemment diversifiés en devises étrangères et ses déposants sont mieux protégés contre les variations imprévues du taux de change que ce n'est le cas pour les grandes caisses de retraite canadiennes. Ce genre de contrat d'assurance ou de couverture réduit les pertes sur devises lorsque le dollar canadien s'apprécie ; mais en contrepartie, il atténue les gains sur devises lorsque notre monnaie se déprécie. Sans cette couverture du taux de change, la dépréciation du huard aurait fait gagner 11,3 milliards à la Caisse et à ses déposants en 2008. Mais avec la couverture, le gain net n'a été que de 2,3 milliards. Autrement dit, la protection contre les aléas du taux de change leur a coûté la différence, 9 milliards.

Lorsque les marchés mondiaux des matières premières exportées par le Canada se raffermiront et entraîneront le dollar canadien à la hausse, le mécanisme inverse va jouer : la couverture du taux de change favorisera le bilan de la Caisse en réduisant sa perte sur les devises étrangères. Mais pour l'instant, en 2008, le bilan de la Caisse a moins bien paru que celui des autres grands gestionnaires de fonds, parce que ces derniers détiennent moins de titres en devises étrangères que la Caisse et offrent à leurs cotisants une protection nettement moins étendue contre le risque de change. La dépréciation du huard leur a donc coûté moins cher.

Le troisième facteur aggravant est le fait que les règles comptables qui s'appliquent à une société de placement comme la Caisse sont plus sévères que celles des grandes caisses de retraite. Ces règles ont obligé les vérificateurs à évaluer les actifs de la Caisse comme si ceux-ci avaient tous été vendus le 31 décembre 2008. La conséquence est que la « perte » de 40 milliards que la Caisse a dû inscrire à son bilan pour l'année 2008 inclut des pertes sur papier de 19 milliards pour dévaluation d'actifs non encore vendus, en plus de cette autre perte sur papier de 4 milliards déjà mentionnée pour le PCAA. C'est évidemment la chute mondiale des valeurs en 2008 qui explique la majeure partie de cette « moins-value » totale de 23 milliards des placements de la Caisse.

Il faut toutefois bien comprendre que les trois facteurs aggravants de 2008 vont se transformer en facteurs améliorants lorsque la crise financière sera résolue. Les valeurs financières remonteront, les détenteurs de PCAA récupéreront plus de 90 % de leurs placements, le dollar canadien s'appréciera en même temps que les cours des matières premières, et les règles comptables entraîneront une forte réévaluation des investissements de la Caisse. L'actif que la Caisse inscrira à son bilan connaîtra alors une forte ascension. Jointe aux revenus intéressants que la Caisse n'a pas cessé d'engranger même pendant la crise actuelle, cette réévaluation de l'actif propulsera le rendement de l'institution dans les hauteurs. Autrement dit, attendez-vous à ce que le nouveau président, Michael Sabia, passe bientôt pour un génie de la finance !

La conclusion qui s'impose est que, malgré l'horrible année 2008, la compétence de la Caisse en matière de gestion des fonds ne doit pas être mise en doute. Les prestations des cotisants au Régime de rentes du Québec, des accidentés du travail, des accidentés de la route, des salariés de la construction et des employés du secteur public ne sont nullement à risque. La confiance des marchés dans la santé financière de l'institution a d'ailleurs été confirmée récemment par le maintien de la cote AAA de la Caisse par toutes les agences de notation de crédit d'Amérique du Nord.

Pour le gouvernement du Québec, dans les circonstances, la meilleure stratégie à adopter est de ne rien faire. Ou plutôt de confirmer la mission fondamentale de la Caisse et de mettre celle-ci à l'abri de l'intervention politique — comme Ottawa le fait à l'endroit de la Banque du Canada.

Comme a dit la comtesse de Ségur (née Rostopchine), il y a 140 ans : « Après la pluie, le beau temps. » L'année 2008 a été pourrie, mais demain sera meilleur.