

## **LE BAS DE LAINE MANGÉ PAR LES MYTHES**

Imaginez que, par un hasard étrange, tous les gens présents dans cette salle ont confié la gestion de tous leurs REÉR et de tous leurs régimes complémentaires de retraite au même gestionnaire. Imaginez maintenant qu'un colloque soit organisé pour réfléchir sur la façon dont ce gestionnaire doit gérer votre argent, sur la façon dont il conviendrait d'utiliser ces fonds. D'éminents chercheurs et professeurs sont alors invités ainsi que de non moins éminents professionnels, haut fonctionnaires et journalistes... Puis, quelques semaines avant la conférence, on s'avise de votre existence et on vous invite à y participer. Enfin, pas vous: un de vos représentants.

Si vous étiez appelé à représenter tous ces gens à qui l'argent appartient, et s'ils étaient plus de 500,000 qui comptent sur cet argent pour avoir une retraite décente, qui ne soit pas à la charge des plus jeunes, vous vous sentiriez sans doute dans une position... j'hésite à employer le terme... un peu «surréaliste».

Pourquoi consulter tout le monde sauf ceux à qui l'argent appartient? Pourquoi en est-il ainsi? À cause de trois mythes, je dirais.

### **TROIS MYTHES**

#### *LE BAS DE LAINE*

Le premier mythe est celui du bas de laine. La Caisse serait le bas de laine des Québécois. Journalistes financiers, ministres et députés d'arrière-banc le répètent à l'unisson. Et pourtant...

Les 39 milliards \$ du RREGOP sont de l'argent privé, qui provient uniquement des cotisations payées par les travailleurs. Les 6,4 milliards \$ du RRPE et les 9,75 milliards \$ du fonds de la Commission de la construction sont de l'argent privé. Et, pour le reste, si l'argent provient de régimes dits publics, il est lié à des engagements particuliers qui exigent, pour être acquittés, que les investissements produisent un niveau déterminé de rendement. C'est notamment le cas des 7,6 milliards \$ de la SAAQ et des 9,2 milliards \$ de la CSST. Il en est de même pour les 20,8 milliards \$ du FARR, qui représentent une partie des engagements du gouvernement aux fins des régimes de retraite.

Tous ces fonds sont gérés par des gens et par des comités qui ont une responsabilité fiduciaire à leur égard. En fait, sur les 122 milliards gérés par la Caisse, seuls les 27 milliards de la Régie des rentes pourraient être vus, à la rigueur, comme de l'argent public... Ce qui ne change rien aux obligations que la gestion de ces fonds doit permettre de rencontrer. Les problèmes engendrés par le prélèvement de 2,1 milliards \$ dans la caisse de la SAAQ devraient pourtant nous servir de mise en garde contre les ravages que peut provoquer la théorie du bas de laine...

Il faut réaliser que la Caisse de dépôt et placement est un gestionnaire qui gère des fonds qui appartiennent à d'autres, qu'elle n'a aucun argent qui lui appartient en propre, à l'exception de son budget de fonctionnement. Cela ne l'empêche pas d'être un outil de développement collectif pour les Québécois, mais cela cadre différemment les moyens et les modalités de ses interventions.

#### *LE RENDEMENT DE LA CAISSE*

Deuxième mythe: le rendement de la Caisse. D'un point de vue financier, parler du rendement de la Caisse est une absurdité. Si quelqu'un vous parle sérieusement du «rendement de la Caisse», fut-il financier de haut vol, ministre ou journaliste financier, sa déclaration relève, au minimum, de l'erreur fortuite.

Reprenons notre exemple du début. Supposons que 22 des personnes de la salle aient, toujours par un étrange hasard, fait appel au même gestionnaire pour gérer, soit leur épargne personnelle, soit un fonds de trésorerie, soit une caisse de retraite. Le premier a demandé que l'argent soit investi dans un fonds diversifié; le second désire investir uniquement dans des titres de court terme; le troisième privilégie un fonds diversifié où dominent les titres obligataires.

Il se passera alors deux choses. Tout d'abord, chacun des investisseurs, qui investira en fonction d'objectifs différents, obtiendra un rendement différent. Les différences pourront même être importantes et elles varieront d'une année à l'autre. Deuxièmement, l'hypothétique «rendement du gestionnaire» ne pourra être que l'agglomération de ces rendements particuliers. Or, ces rendements particuliers vont dépendre, pour au moins 90%, des politiques de placement formulées par ces clients, et non pas du gestionnaire.

On voit tout de suite l'absurdité qu'il y a à parler du «rendement de ce gestionnaire» quand plus de 90% de ce rendement aggloméré dépend des clients.

Avec ses 22 clients, la Caisse est dans cette situation. Voilà pourquoi comparer son rendement aggloméré avec celui d'un fonds unique, par exemple celui de Teachers, sous prétexte que ce sont toutes les deux de «grosses caisses», relève de l'aberration.

Ce qui pourrait avoir du sens, ce serait de comparer le rendement du RREGOP avec celui de Teachers, Et encore, il faudrait faire des nuances parce que les deux fonds n'ont pas la même politique de placement — et pour cause: ils n'ont pas les mêmes besoins. Or, une des principales tâches des fiduciaires de ces fonds est d'élaborer une politique de placement qui permette de gérer la caisse du régime en fonction des besoins pour lesquels ces fonds ont été constitués.

Pourtant, dira-t-on, dans la gestion des fonds, le seul besoin n'est-il pas de gagner le plus d'argent possible? Faux... Ce qui nous amène au troisième mythe.

### *PLUS, C'EST MIEUX*

Si c'était vrai, nous n'aurions pas vu la situation globale des régimes de retraite se détériorer en 2005 (leur ratio de solvabilité passant de 93% à 82%), alors que le rendement des caisses de retraite ont généralement frôlé ou même dépassé les deux chiffres.

Pour ceux qui sont moins familiers avec la mécanique financière des caisses de retraite, rappelons que, pendant les périodes marquées par des baisses de taux d'intérêt, les obligations connaissent normalement de bons rendements, mais que le passif des régimes se détériore de façon plus importante encore. Pendant les périodes de hausse des taux, c'est l'inverse qui se produit. Prenons le cas limite d'une caisse dont l'actif serait parfaitement apparié au passif — autrement dit, dont tout l'actif serait investi dans des obligations qui ont la même structure d'échéances que les engagements du régime —; il pourrait alors se produire des situations où la valeur de l'actif baisse de 20% sans que les fiduciaires s'en inquiètent le moins du monde, puisque le passif du régime aurait diminué d'autant. À l'inverse, un rendement de 25% ne serait pas nécessairement une occasion de réjouissances, puisque les engagements financiers auraient augmenté dans la même proportion.

De manière différente, dans un fonds de trésorerie, où les exigences de liquidités sont impérieuses, il est impensable d'immobiliser les fonds dans des placements à long terme, par définition plus rentables. Aussi, ne faudrait-il pas s'étonner de voir de tels fonds obtenir des rendements inférieurs à ceux, par exemple, de certaines caisses de retraite qui sont encore en croissance et qui disposent d'un horizon de placement beaucoup plus long.

Toutes ces contraintes propres aux différents investisseurs, ce sont les politiques de placement qui en tiennent compte en les traduisant en directives de gestion pour les gestionnaires. Juger un gestionnaire à partir de résultats qui dépendent de ces décisions — ou pire, à partir de résultats qui dépendent de plusieurs politiques de placement différentes —, cela n'a aucun sens.

Ce qui en a, par contre, c'est: 1- d'évaluer la manière dont les fiduciaires s'acquittent de leurs responsabilités en élaborant la politique de placement; 2- de juger du rendement excédentaire (par rapport à la politique) que le gestionnaire a produit, compte tenu du niveau de risque qu'il était autorisé à prendre.

Trois mythes, donc. Ces mythes ont engendré, pour nous du RREGOP, quatre difficultés.

## **QUATRE DIFFICULTÉS**

### *LA POLITIQUE CAISSE*

La première est la difficulté que nous avons eu de nous affranchir de la «politique Caisse». Il a fallu beaucoup d'efforts pour qu'on passe d'une situation où le comité de retraite formulait «des orientations générales de placement» dont la CDP «tenait compte», à la formulation d'une véritable politique de placement élaborée en fonction des besoins du régime.

Pendant longtemps, la Caisse a semblée plus préoccupée des articles de journaux et des commentaires des députés pendant les commissions parlementaires que de ceux des propriétaires de l'argent... Ce qui nous amène aux autres difficultés.

## *LES NOMINATIONS POLITIQUES*

Comme la Caisse était perçue comme le bas de laine des Québécois, parfois version patrimoine provincial, parfois version pécule national, il semblait normal que les contrôles, les nominations et les préoccupations soient d'abord d'ordre politique... ce qui nous a occasionné un certain nombre de difficultés.

À titre d'exemple, mettons en parallèle la valeur ajoutée par les gestionnaires de la Caisse, au cours des ans, et les mandats à la direction de la Caisse. Si on fait l'hypothèse que la haute direction n'a pas une influence nulle sur les performances de la Caisse, force est de constater que certaines nominations nous ont coûté cher, très cher même; que d'autres ont été des bénédictions; et que certaines ont eu un effet mitigé, la bénédiction se transformant après quelques années en calamité<sup>1</sup>.

Qui aimerait que le rendement de son REÉR et de son régime de retraite dépende de ce type de casino politique?... Pour notre part, quand le gouvernement annonce des «intentions» par rapport à la Caisse, nous devenons nerveux. Au bout du compte, c'est d'abord nous qui allons assumer les conséquences, heureuses ou malheureuses, de ces «intentions»: soit par le biais du taux de cotisation, soit par celui des bénéfices du régime.

Il en va de même quand des leaders de l'Opposition ou des critiques officiels en matière de finance se mettent à dire tout et n'importe quoi, dans le seul but d'embarrasser le gouvernement, quitte à sacrifier allègrement les faits... ou même ce qu'ils savent pertinemment des faits.

Vous l'avez compris, à nos yeux, chaque fois que la Caisse devient un enjeu politique — lire: un moyen au service d'ambitions électoralistes — nous craignons pour nos fonds.

## *LA CAISSE-ÉCOLE*

La Caisse étant perçue comme étant une administration publique, il a longtemps semblé normal que sa politique salariale soit assujettie aux normes de la fonction publique... avec des accommodements, bien sûr. Or, ces normes avaient peu à voir

---

<sup>1</sup> Les gens désireux «d'avoir des noms» peuvent satisfaire leur curiosité en mettant en parallèle, pour chacune des années, le nom des présidents et la «valeur ajoutée (ou retranchée)» globale de la Caisse — et non pas le rendement global de la Caisse, qui dépend à plus de 90 % des politiques de placement des clients.

avec celles de l'industrie. Par la force des choses, la Caisse est alors devenue une école. Les jeunes diplômés y étaient engagés, y faisaient leurs classes... puis ils mutaient dans le privé lorsqu'ils étaient devenus compétents et susceptibles de multiplier leur salaire par deux, trois ou quatre... Ne restaient alors à la Caisse que ceux qui avaient la vocation — et qui avaient les moyens de cette vocation —, que ceux qui valorisaient leur relative sécurité d'emploi... ou encore ceux qui ne pouvaient pas aller ailleurs.

C'était sans doute là une manière efficace d'enrichir le milieu financier québécois. Mais vous, seriez-vous intéressés à ce que vos RÉER et vos régimes de retraite soient continuellement gérés par des jeunes qui, lorsqu'ils auront fait leurs armes, seront remplacés par de nouveaux jeunes?

### *LA GESTION PSEUDO-ACTIVE*

Évoluant dans un contexte très marqué par la politique, la Caisse a souvent eu comme principale préoccupation — en avait-elle le choix, d'ailleurs? — la gestion de son image. Et s'il y a une chose qui est mauvaise pour l'image, ce sont des mauvais rendements. Mais il y a pire que les mauvais rendements: des rendements moins bons que ceux des autres. D'où une tendance, pendant certaines périodes, à minimiser la gestion active, à avoir une gestion pseudo-active, qui ne s'écartait pas trop des indices, de manière à minimiser le risque «d'image». Et cela, même lorsqu'un client demandait une véritable gestion active parce que son régime était dans la situation de se permettre une telle gestion dans l'espoir d'obtenir une plus grande valeur ajoutée.

\* \* \*

Ces difficultés sont maintenant en bonne partie résolues, où en voie de l'être, par les changements que le gouvernement a apportés à la Loi de la Caisse. Cette loi est venue, bien qu'avec une certaine timidité, cristalliser les acquis d'une vingtaine d'années d'évolution, notamment en matière de gouvernance et de reconnaissance claire des responsabilités respectives.

Pour ce qui est du RREGOP, on peut distinguer trois étapes dans cette évolution.

## UNE ÉVOLUTION EN TROIS ÉTAPES

### *CAPITALISER ET FAIRE FRUCTIFIER: 1973 À 1983*

De 1973 à 1983, le régime a été capitalisé de la manière la plus simple en étant investi dans le fonds général de la Caisse. L'avantage, pour les détenteurs du fonds, était qu'il s'agissait d'une véritable caisse de retraite et que l'argent des cotisations ne disparaissait plus dans le fonds consolidé de la province.

Pendant cette période, le Comité de retraite formulait des «orientations générales de placement» dont la Caisse devait «tenir compte». La Caisse gérait en bon père de famille et plusieurs représentants des déposants trouvaient confortable de ne pas s'impliquer davantage: s'il y avait de bons rendements, c'était bien; si les rendements étaient décevants, on avait tout le loisir de taper sur les doigts de la Caisse.

### *GÉRER EN FONCTION DES BESOINS: 1983-2001*

Les années 1983 à 1985 ont vu la constitution d'un fonds séparé pour le RREGOP ainsi que l'implantation d'une véritable politique de placement. Cette implantation résultait en bonne partie d'une double prise de conscience: 1- celle de la responsabilité fiduciaire des régimes de retraite; 2- celle de la nécessité de lier la gestion de l'actif aux besoins du régime, déterminés par le passif.

Cette étape a été marquée par quatre événements:

- l'augmentation progressive du nombre des catégories d'actifs;
- l'importance croissante accordée à la diversification et à la gestion du risque;
- la mise de l'avant de préoccupations environnementales, sociales et de gouvernance;
- un partage de plus en plus clair des responsabilités entre les fiduciaires (politique de placement, portefeuille de référence, le rendement indiciel) et le gestionnaire (gestion des catégories d'actifs, gestion du risque, valeur ajoutée).

Cette évolution ne s'est pas faite sans heurts. Peu habituée à la reddition de compte aux clients, une partie du personnel de la Caisse ne voyait pas d'un très bon oeil ce qu'elle percevait comme «l'ingérence» des clients dans leur travail. C'est alors que la Caisse a créé la direction de des relations avec les déposants.

Malgré les gens remarquables qui ont occupé les principaux postes de cette direction, celle-ci a souvent été dans la situation de devoir jouer le rôle du «*buffer*» de la Caisse: sa tâche était de «gérer» les clients de manière à isoler les gestionnaires de leurs préoccupations intempestives. Les gens qui ont travaillé dans cette direction ont néanmoins réussi à faire avancer les choses et ils ont eu beaucoup de mérite à le faire, dans la mesure où leur travail les mettait inévitablement en situation d'être entre l'arbre et l'écorce.

### *GÉRER LES RISQUES: 2001 - ??*

À la fin de 2001, un changement à la direction survint après deux années de rendements catastrophiques. S'en suivit, sous l'impulsion d'un nouveau président, une refonte importante du mode de fonctionnement interne de la Caisse, qui se recentra sur les activités de gestion financière.

Parallèlement à ce recentrage interne, après de multiples consultations — et aussi beaucoup de lobbying—, une nouvelle loi a été adoptée. Ses deux éléments majeurs ont été d'implanter des pratiques de gouvernance plus saines et de mieux reconnaître les responsabilités réciproques de la Caisse et de ses clients — clients que l'on continue néanmoins à appeler déposants, car la loi n'a pas osé éliminer complètement le conflit d'intérêts structurel qui est à la base du fonctionnement de la Caisse.

Une fois encore, pensez à vos REÉR et à vos régimes de retraite. Aimeriez-vous que votre gestionnaire ait un droit de veto sur la façon dont vous voulez que votre argent soit investi? Qu'il ait un droit de veto sur la façon dont vous évaluez son travail? C'est un peu la situation dans la quelle se retrouvent les déposants de la Caisse.

En pratique, la Caisse et ses clients ont trouvé un accommodement qui atténue ce conflit d'intérêts sans le faire légalement disparaître: des ententes de service, dans lesquelles les parties conviennent de leurs obligations et responsabilités réciproques.

Cette évolution a par ailleurs facilité la prise en compte d'un changement d'orientation qui s'était amorcé depuis plusieurs années: le déplacement des préoccupations du simple rendement vers la gestion de la relation rendement-risque. Du côté de la Caisse, on a vu apparaître la politique intégrée de gestion des risques



ainsi que des politiques d'investissement pour chacun des fonds spécialisés; du côté du RREGOP, la politique de placement a développé des mécanismes destinés à mieux gérer le risque. Dans les deux cas, une des motivations importantes était la prise en compte des besoins du régime et du niveau de risque auquel il était approprié d'exposer les fonds de la caisse de retraite, que ce soit en termes de fluctuations de rendement, de hausse possible des cotisations ou de baisse éventuelle des bénéficiaires.

## **FAVORISER LE DÉVELOPPEMENT DU QUÉBEC**

Et le développement économique, dans tout ça?

La partie syndicale, qui représente les seuls contributeurs de la caisse de retraite RREGOP (fonds 301), a toujours été favorable au maintien de l'objectif de favoriser le développement économique du Québec. Ce point de vue n'a pas changé depuis la mise sur pied du régime.

Mais il y a une autre chose qui n'a pas changé: notre volonté de subordonner cet objectif de développement économique à l'objectif premier, qui est de gérer les fonds de manière à obtenir le meilleur rendement compte tenu du niveau de risque encouru, de manière à ce que le régime soit en mesure de rencontrer ses engagements. Il s'agit là de notre responsabilité fiduciaire première et elle ne saurait être subordonnée à aucune autre, si nobles puissent être les motifs.

Cela dit, ces différents objectifs peuvent être conciliables. Mais les modalités de cette conciliation changent inévitablement avec l'évolution des marchés et de l'économie. Nous travaillons régulièrement avec la Caisse à mettre de l'avant des stratégies qui peuvent contribuer à l'atteinte d'objectifs autres que de stricte rentabilité: favoriser le développement économique du Québec, mais aussi mettre en oeuvre nos préoccupations en matière de risques extra-financiers (environnementaux, sociaux et de gouvernance).

Toutefois, dans toutes ces initiatives, nous sommes attentifs à notre devoir fiduciaire premier: la gestion d'une caisse de retraite privée, en fonction des intérêts des travailleurs et des travailleuses qui y ont contribué, et dont le revenu de retraite dépend de cette caisse.

Il nous apparaîtrait peu sage de faire avec la caisse du RREGOP, sous prétexte qu'elle est gérée par une institution publique, l'équivalent d'une nationalisation des REÉR et des régimes de retraite privés... fut-ce dans l'intérêt provincial ou national.

La première façon de contribuer à l'avenir économique des générations futures, nous semble-t-il, est de faire en sorte que les fonds déposés par les membres du RREGOP soient gérés au mieux, de manière à ce que la retraite des générations présentes ne soit pas à la charge de celles qui les suivront.