



Caisse de dépôt et placement
du Québec

Commission des finances publiques

Déposé le : 12 mai 2009

No. CFP-33

Secrétaire : Chucot

COMMISSION PARLEMENTAIRE SUR LES RÉSULTATS DE LA CAISSE DE DÉPÔT ET PLACEMENT DU QUÉBEC

Liste de documents

Mai 2009



TABLE DES MATIÈRES

Liste de documents

- | | |
|-----------|---|
| 1. | Comparaison du rendement de la Caisse avec les pairs |
| 2. | Papiers commerciaux adossés à des actifs (« PCAA ») et la Caisse |
| 3. | Impact de la politique de couverture de change – Comparaison avec les pairs |
| 4. | Portefeuille immeubles |
| 5. | Juste valeur des placements – Concept de « mark-to-market » |
| 6. | Évolution du risque du portefeuille de la Caisse et comparaison avec les pairs |
| 7. | Levier financier |
| 8. | Rémunération globale |
| 9. | Rendements 5 ans des portefeuilles spécialisés |

1

Comparaison du rendement de la Caisse avec les pairs

Au 31 décembre 2008

Comparaison de la Caisse avec ses pairs canadiens

Rendements 1 an et 5 ans

Étude RBC Dexia Services aux investisseurs - Caisses de 1 G\$ et plus

Pour les périodes se terminant le 31 décembre

	1 an		Seuils des quartiles - 1 an			5 ans		Seuils des quartiles - 5 ans		
	Rendement Caisse (%)	Rang quartile	1 ^{er} quartile	2 ^e quartile	3 ^e quartile	Rendement Caisse (%)	Rang quartile	1 ^{er} quartile	2 ^e quartile	3 ^e quartile
2008	-25,0	4	-15,3	-18,4	-19,7	3,1	3	4,3	3,6	2,9
2008 excl. PCAA	-22,3	4	-15,3	-18,4	-19,7	4,1	2	4,3	3,6	2,9
2007	5,6	1	3,6	2,5	1,4	12,4	1	11,7	10,9	10,2
2007 excl. PCAA	6,9	1	3,6	2,5	1,4	12,7	1	11,7	10,9	10,2
2006	14,6	1	14,2	13,4	12,5	9,0	3	9,7	9,2	8,6
2005	14,7	1	14,2	12,8	11,9	5,0	4	7,5	6,5	5,8
2004	12,2	1	11,6	10,7	10,1	3,4	4	6,4	5,6	4,8
2003	15,2	2	16,2	15,1	13,9	4,1	4	6,5	6,1	5,5
2002	-9,6	4	-3,2	-5,3	-6,4	3,2	4	5,7	5,0	4,6
2001	-5,0	4	0,4	-0,6	-1,8	7,9	4	9,6	8,8	8,3
2000	6,2	4	11,3	8,6	7,3	12,2	4	13,7	12,9	12,4
1999	16,5	1	16,0	13,3	10,4	14,7	2	15,3	14,6	13,4
1998	10,2	1	10,0	9,0	8,1	10,7	3	12,1	11,2	10,7
1997	13,0	4	15,8	14,8	13,0	12,5	4	14,7	13,9	13,3
1996	15,6	4	19,5	18,0	16,8	10,8	4	12,6	11,9	11,5
1995	18,2	1	17,6	16,8	16,3	11,1	4	12,4	11,8	11,4
1994	-2,1	4	0,3	-0,4	-1,8	7,5	4	8,9	8,2	7,8
1993	19,4	3	23,1	20,7	19,0	11,4	3	12,5	11,7	11,2
1992	4,5	4	6,7	5,9	5,3	9,7	3	10,1	9,7	8,9
1991	17,2	3	18,3	17,2	15,6					
1990	0,3	1	-0,6	-1,8	-3,3					
1989	16,9	2	17,2	16,5	15,8					
1988	10,5	3	11,6	10,9	10,4					

¹ Les seuils des quartiles de l'étude sur un horizon de cinq ans sont disponibles depuis 1992.

De 1988 à 2002, le rendement 1 an de la Caisse s'est classé dans le troisième ou le quatrième quartile deux années sur trois. De 2003 à 2007, il s'est classé dans le premier quartile, puis dans le dernier quartile en 2008. La répartition d'actif explique le rang quartile annuel de la Caisse, de même que sa politique de couverture de change. Toutefois, on remarque qu'à plus long terme, l'effet de la politique de couverture de change s'estompe.

Le rendement 5 ans de la Caisse s'est classé dans le premier quartile à une seule occasion durant les 17 dernières années, soit en 2007, alors qu'il se situait parmi les cinq premiers centiles de l'étude. Il s'est classé dans le deuxième quartile en 1999 et dans le troisième quartile à cinq reprises (1992, 1993, 1998, 2006 et 2008). Il se classe dans le quatrième quartile sur les dix autres années.

Si on exclut la moins-value non matérialisée des placements en PCAA de tiers et bancaire, la Caisse se classe dans le deuxième quartile sur 5 ans au 31 décembre 2008, soit 0,2 % sous le seuil du premier quartile. Aucun autre changement de rang n'est observé lorsqu'on exclut cet élément.

Comparaison de la Caisse avec ses pairs américains
Rendements au 31 décembre 2008

Gestionnaires américains	Actif sous gestion (en G\$ US)	Rendement (31 décembre 2008) (en %)
Alaska Permanent Fund	29,7	-24,7%
Alaska Public Employees Retirement System*	14,3	-22,2%
California Public Employees Retirement System (CalPERS)	175	-27,0%
Louisiana State Employees Retirement System	10,7	-27,4%
New Mexico Educational Retirement Board	6,6	-28,1%
Oregon Public Employees Retirement System	45,7	-26,4%
State Teachers Retirement System of Ohio	52	-26,6%
Utah Retirement System (fonds équilibré)	20	-25,4%
Public Employees Retirement System of Idaho	8,6	-25,3%
Vermont State Employees Retirement System	0,95	-29,6%
Vermont Municipal Employees Retirement System	0,24	-29,1%
Virginia Retirement System	41,8	-27,8%
Washington State Investment Board	75	-21,7%
State of Wisconsin Investment Board (Core Trust Fund)	57,8	-26,2%
Moyenne		-26,2%

*Rendement relatif au régime à prestations déterminées

Selon une enquête de Mercer, le rendement médian en 2008 des portefeuilles des investisseurs institutionnels aux États-Unis était de -25,7 % dans le cas des caisses de retraite d'employés du secteur privé, de -26,8 % dans le cas des gestionnaires de fonds du secteur public et de -25,9 % dans le cas des gestionnaires de fonds de dotation.

2

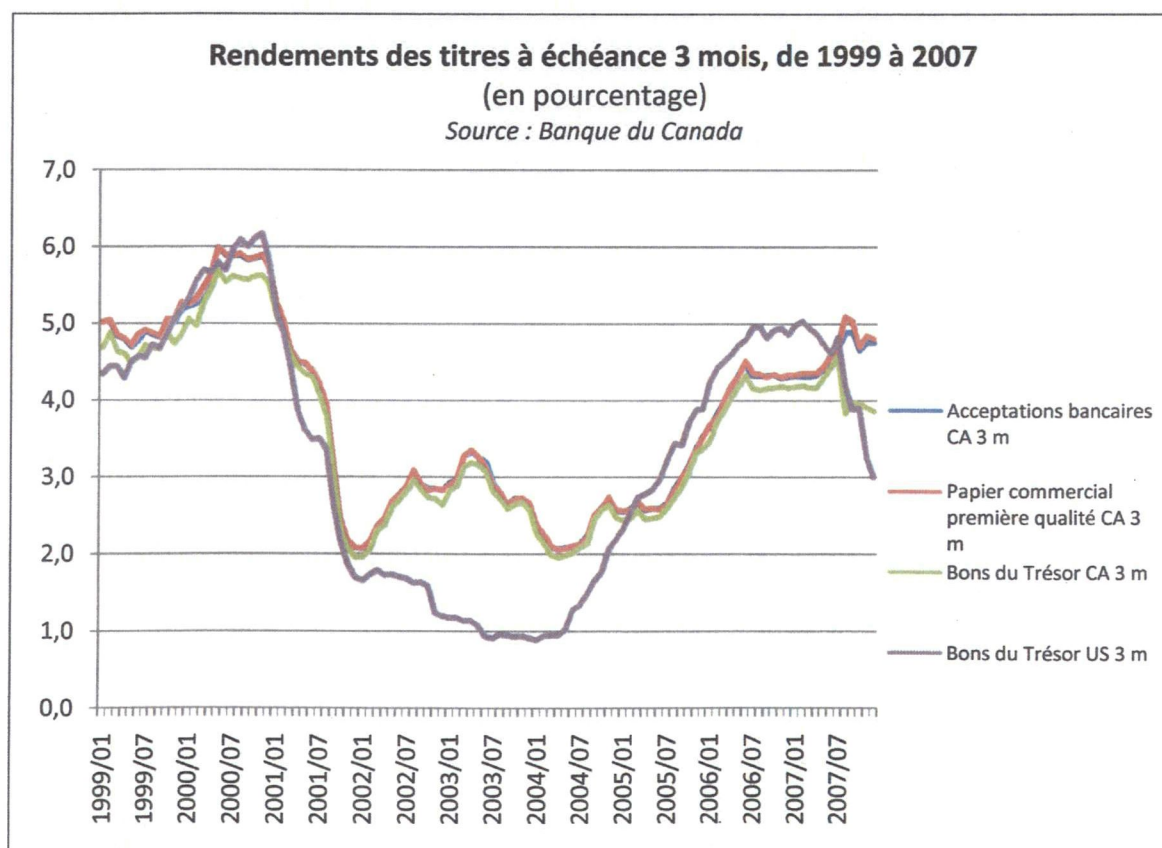


LES PAPIERS COMMERCIAUX ADOSSÉS À DES ACTIFS (« PCAA ») ET LA CAISSE

Le marché mondial des produits structurés

Les années avant la crise financière qui a commencé en août 2007 ont été marquées par une abondance de liquidités dans les marchés. Les taux d'intérêt rattachés aux instruments financiers les moins risqués passent d'environ 6 % à un peu plus de 2 % entre 2000 et 2005. Cette période de bas taux d'intérêt et d'abondance de liquidités dans l'ensemble des marchés financiers mondiaux est marquée par des innovations au niveau des produits structurés dans le monde entier. Le graphique PCAA-1 illustre les rendements de titres canadiens et américains à échéance 3 mois, de 1999 à 2007.

PCAA-1



Les titres adossés à des créances (*collateralized debt obligations* (« CDOs ») qui avaient été créés au début des années 1990, sont perçus comme la solution alternative aux bas rendements des titres à court terme à moindre risque. Des structures basées sur le regroupement de crédits diversifiés et l'établissement de subordination entre différents détenteurs de titres émis par ces structures sont acceptées par les agences de notation du monde entier et il s'ensuit une multiplication des produits structurés complexes offerts aux investisseurs. L'attribution, par les agences de notation, des plus hautes notations de crédit à ces produits structurés émis à l'échelle mondiale entraîne alors les investisseurs à placer massivement leurs avoirs dans de tels produits.

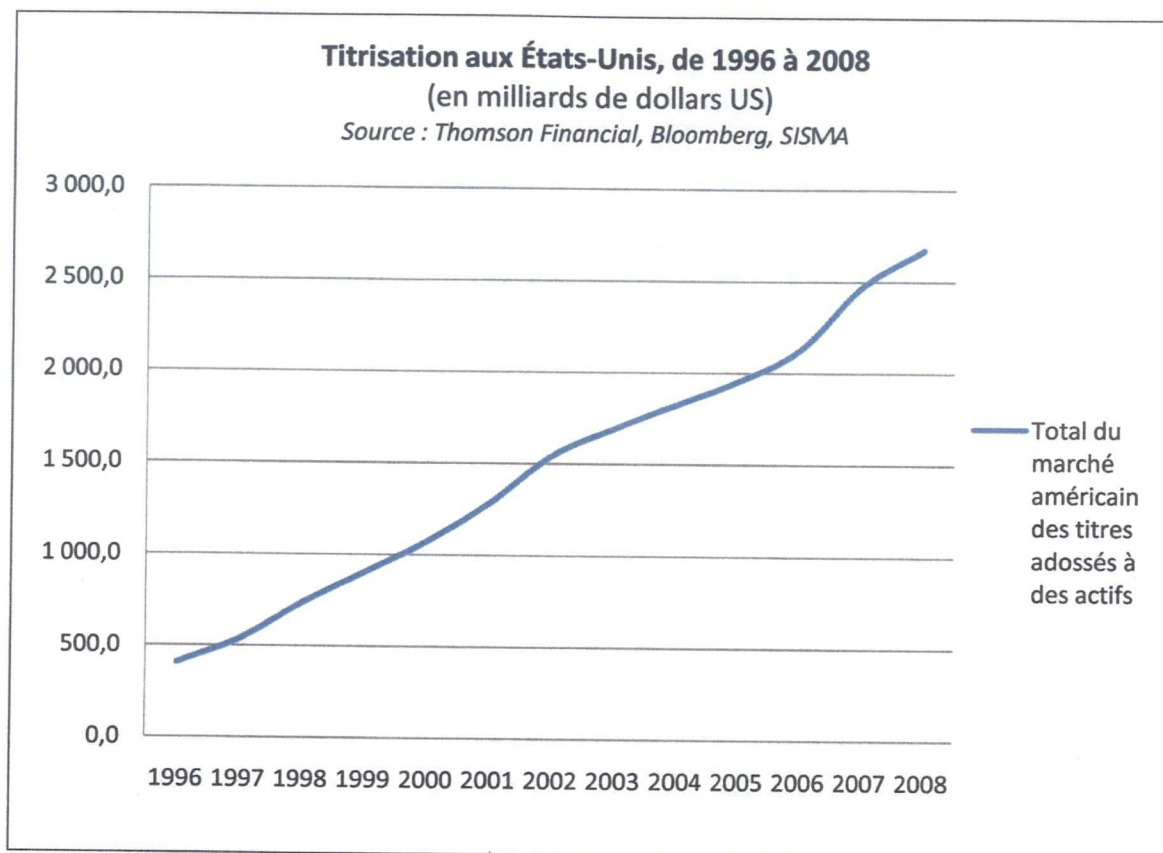
Le rapport de la *Financial Services Authority* (la « FSA ») de l'Angleterre daté de mars 2009¹ confirme ces énoncés et explique les causes de la crise mondiale des produits financiers structurés.

En Angleterre, avant cette période d'excès de liquidités, un régime de retraite ou une compagnie d'assurance pouvait investir dans un produit sans risque avec un rendement de plus de 3,5 % alors qu'au cours des dix dernières années précédant la crise financière, ce rendement diminue de plus de moitié, stimulant ainsi l'appétit des investisseurs pour des produits structurés pouvant générer des rendements supplémentaires sans que des risques additionnels soient courus.

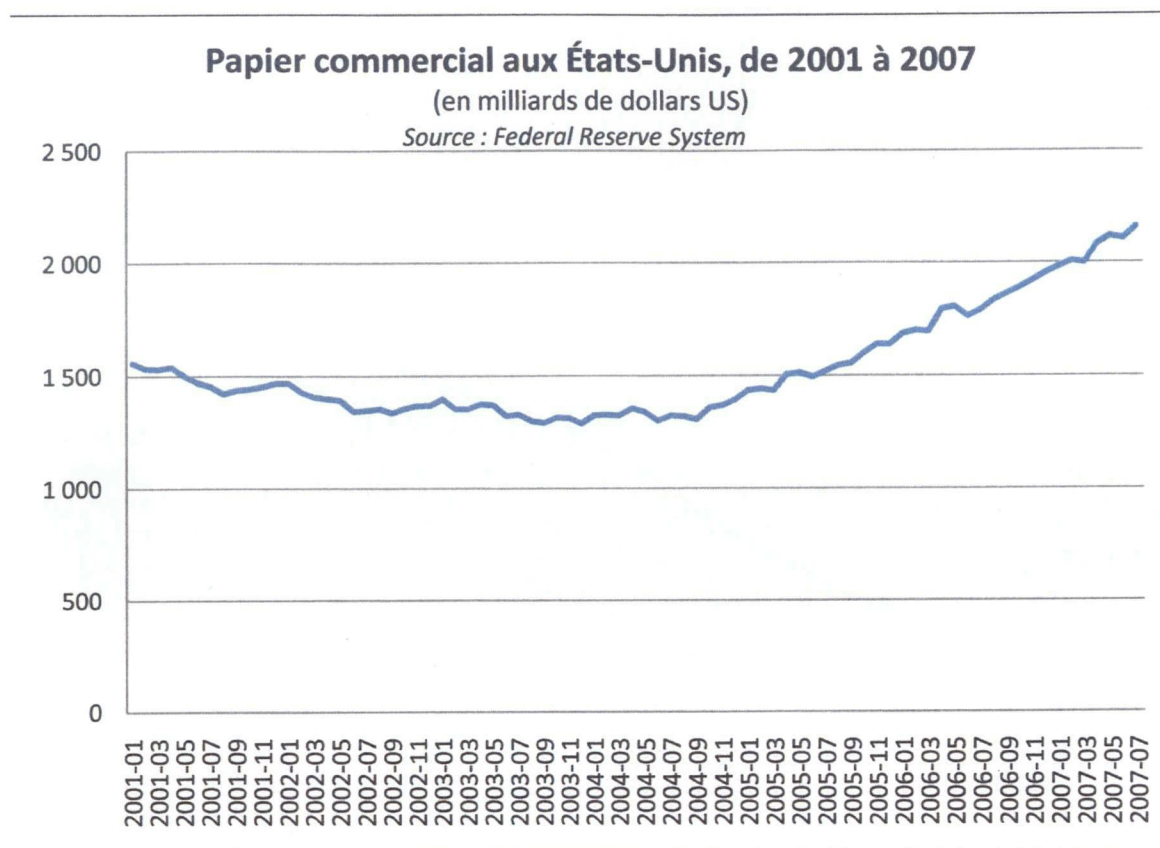
De la fin des années 1990 à 2007, la croissance des produits structurés dans le monde est phénoménale. Pendant cette période, aux États-Unis, la valeur totale de ces produits augmente de 500 milliards à 2,500 milliards de dollars US alors qu'en Angleterre ce type de produit, qui à la même époque constitue un marché de 20 milliards de livres sterling, atteint plus de 180 milliards de livres sterling en 2007. Le graphique PCAA-2 illustre la croissance des titres adossés à des actifs aux États-Unis.

¹ Financial Services Authority, *The Turner Review: A regulatory response to the global banking crisis* – March 2009.

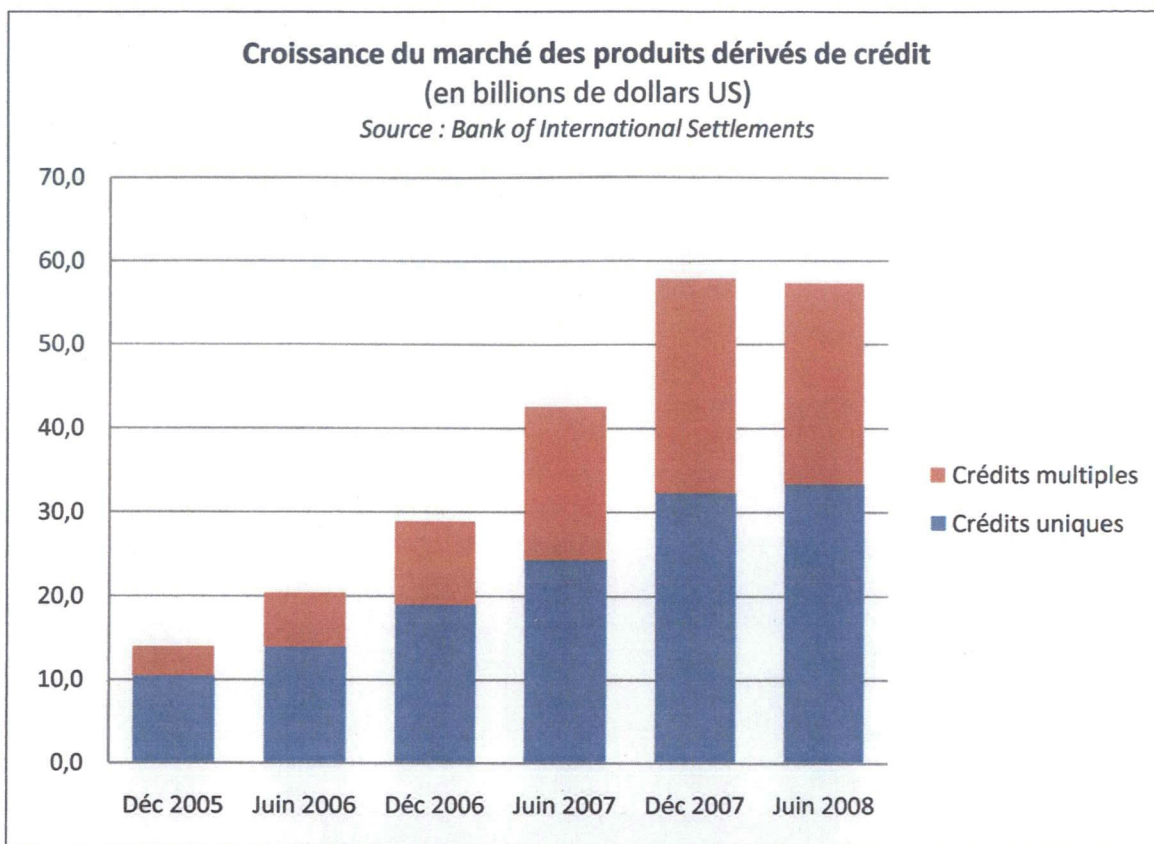
PCAA-2



La forte croissance des produits structurés se manifeste également dans la croissance de la valeur totale du papier commercial émis et en circulation aux États-Unis qui augmente de 1 500 milliards de dollars US en 2002 à près de 2 300 milliards de dollars US en 2007. Le graphique PCAA-3 illustre la croissance de ce marché.



Cette période de croissance du marché des produits structurés coïncide avec l'explosion du volume des produits dérivés de crédit, permettant aux investisseurs et aux courtiers de créer des produits synthétiques pour limiter une exposition au crédit d'un émetteur de dette. Le graphique PCAA-4 démontre la taille de ce marché à différentes dates. La valeur des produits dérivés de crédit augmente de près de 14,000 milliards de dollars US en décembre 2005 à près de 58,000 milliards de dollars US en décembre 2007.

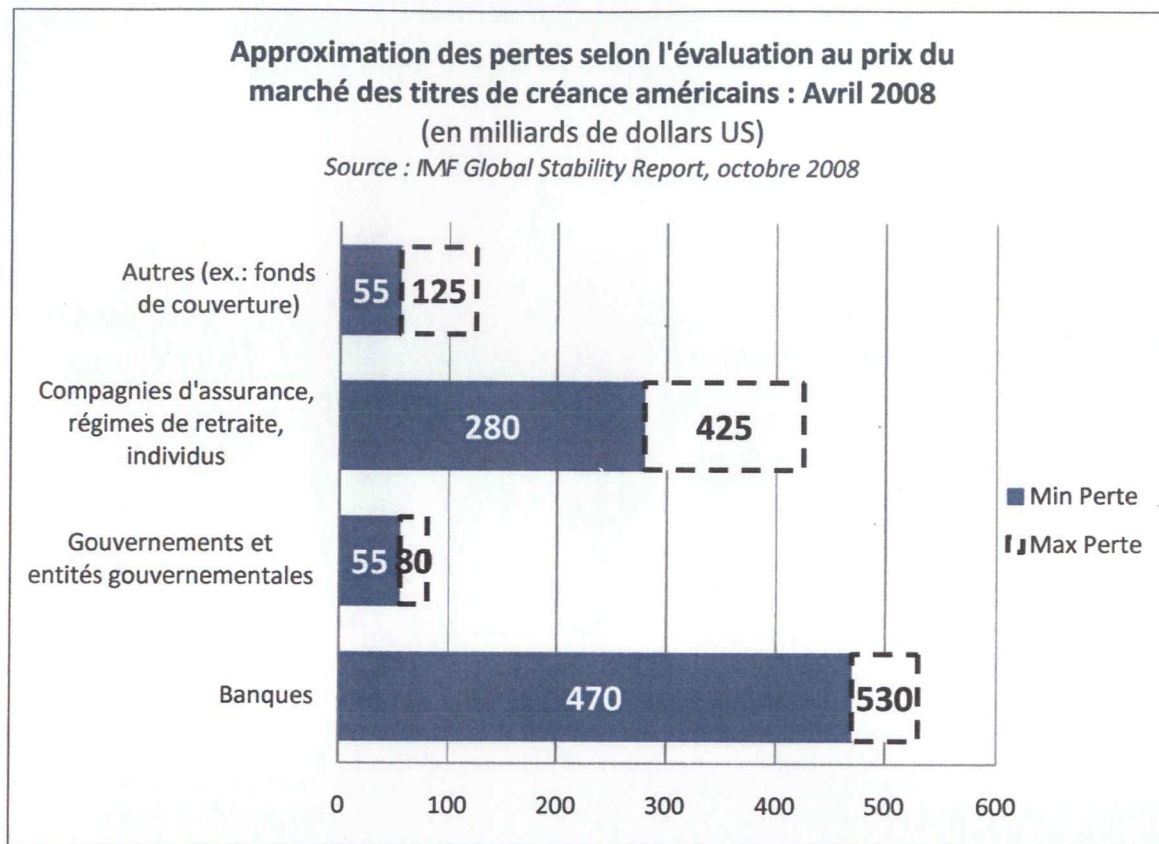


Les produits structurés sont créés sur la base de la prémisse qu'il est possible de produire de la valeur ajoutée pour le bénéfice des investisseurs en leur offrant une combinaison de risque, de rendement et de liquidité plus attrayante que celle qui est associée à l'achat et à la détention directe d'une créance visée par les opérations. En regroupant des créances d'un même type mais d'une pluralité de débiteurs distincts, il en résulte une diversification. Subséquemment, les risques du portefeuille peuvent être répartis entre plusieurs investisseurs par l'émission de plusieurs tranches distinctes de titres et de niveaux de subordination. Plutôt que d'être limité à la possibilité d'investir dans une seule créance, l'investisseur profite d'un portefeuille de multiples créances dont le risque est réduit.

Tel que mentionné dans le rapport du FSA, les produits structurés ont été le moyen utilisé par les institutions financières du monde entier pour limiter les réserves de capital réglementaires qu'elles devaient maintenir. Ces produits permettaient de limiter le coût de l'intermédiation et des réserves de capital réglementaires que les institutions financières devaient supporter. Des créances pouvaient être regroupées au sein d'une structure et des titres émis par celle-ci étaient vendus directement aux investisseurs. Le bilan des institutions financières pouvait ainsi être diminué de dépôts au passif et de prêts ou de créances à l'actif puisque l'investisseur détenait directement des participations dans un portefeuille de prêts qui se retrouvaient traditionnellement dans le bilan des institutions financières.

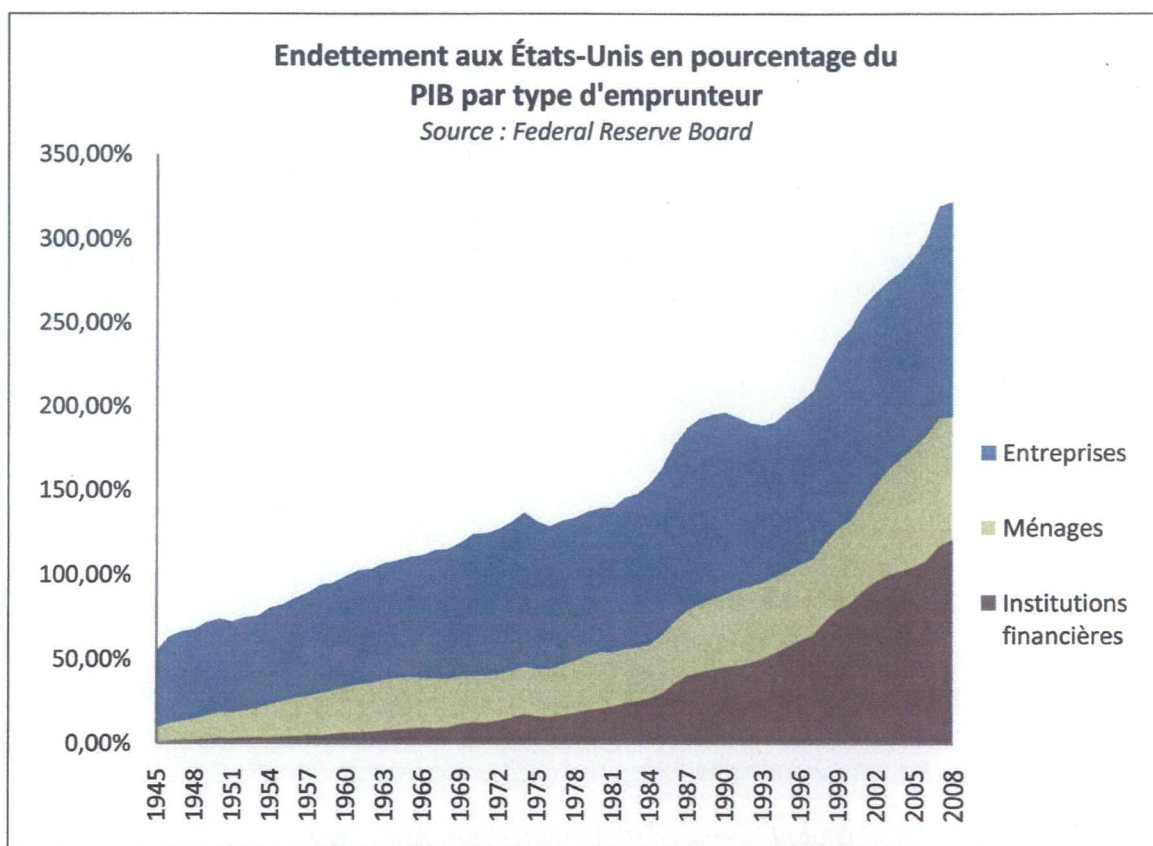
À la suite de la crise financière, les pertes de valeur de plus de 1,000 milliard de dollars US dans des titres de crédit structurés américains furent réparties entre les différents groupes d'investisseurs mentionnés au graphique PCAA-5.

PCAA-5



Le processus de titrisation menant à la création de produits structurés génère une chaîne de relations multiples entre différentes institutions. Chaque participant au processus assume une partie des fonctions essentielles au transfert définitif des risques aux investisseurs.

Une corrélation peut aussi être établie entre la création des produits structurés et l'augmentation de l'endettement facilitée par l'accès au crédit procuré par les nouvelles structures. La croissance de l'importance du secteur financier à partir de 1987 est notable. Le graphique PCAA-6 illustre la croissance de l'endettement américain par rapport au PIB entre 1945 et 2007.



Historiquement, les institutions financières détenaient le monopole de la transformation des prêts à long terme en actif à court terme. Cette transformation était protégée par des règles de capital réglementaire. Avec l'apparition du processus de titrisation pour créer des produits structurés, de nouvelles structures se mettent à jouer le même rôle que les institutions financières et à transformer des prêts à long terme en actif à court terme. Toutefois, les véhicules d'investissements créés (SIVs) jouent ce rôle sans être assujettis au respect des mêmes exigences réglementaires. La liquidité des titres produits par ces nouvelles structures est alors basée sur l'assurance que les produits offerts continueront de bénéficier de l'intérêt des investisseurs et que les produits en portefeuille pourront être vendus rapidement.

On croyait également que les systèmes de gestion du risque, avec l'évolution des modèles mathématiques et des techniques de gestion du risque, seraient en mesure de capter les changements de comportement des marchés.

La mise en place d'un modèle mondial de financement basé sur les produits structurés a entraîné une plus grande dépendance vis-à-vis des agences de notation et une plus grande vulnérabilité à l'égard des mouvements de ventes forcées en cascade en période de crise. La possibilité que des ventes importantes d'actifs surviennent pour protéger les détenteurs de billets de premier rang est un facteur de risque qui n'a pas pu être évalué adéquatement tout comme l'intervention d'entités procurant du crédit à grande échelle.

Comme le rapporte le FSA, les systèmes de valeur à risque (« VAR ») sont incapables d'évaluer les risques extrêmes et il leur est impossible de saisir les risques systémiques. Ces lacunes ont également contribué à la crise financière mondiale. Les systèmes de gestion du risque fonctionnent en présumant 1) une distribution normale et 2) l'absence de mouvements de masse affectant le marché et résultant de l'interrelation des différents participants.

Les systèmes financiers ont fonctionné sur la présomption de base qu'ils peuvent être efficaces et rationnels. Toutefois, ces présomptions ont été remises en question en août 2007. Les décisions prises par les investisseurs se sont avérées mal conseillées et ont conduit à l'interruption du marché des produits structurés.

Pourtant, en 2006, avant que n'éclate cette crise des produits structurés, ces produits étaient considérés par le FMI dans son *IMF Global Financial Stability Report* comme un moyen d'améliorer le fonctionnement de nos systèmes financiers :

"There is growing recognition that the dispersion of credit risk by banks to a broader and more diverse group of investors, rather than warehousing such risk on their balance sheets, has helped make the banking and overall financial system more resilient.

The improved resilience may be seen in fewer bank failures and more consistent credit provision. Consequently the commercial banks may be less vulnerable today to credit or economic shocks."

IMF Global Financial Stability Report, April 2006

La Caisse, tout comme les autres acteurs, a participé à ce marché mondial des produits structurés qui a connu une croissance exponentielle au cours des dix dernières années avant que n'éclate la crise financière d'août 2007.

Les grandes agences de notation dans le monde, comme Standard & Poor's, Moody's et Fitch, qui avaient pourtant attribué leurs plus hautes notations de crédit à ces produits, se trouvent alors dans l'obligation de réviser à la baisse les notations de crédit de l'ensemble du marché de ce type de produit. Les valeurs d'un nombre considérable de titres émis par des structures sont réduites. Sur un montant total de 1,15 milliard de dollars US de certains produits structurés (CDV's) bénéficiant d'une notation de crédit AAA en 2006 et en 2007, 583 milliards de dollars US ont fait défaut.² En outre, près de la totalité (97 %) des produits *subprime* qui avaient bénéficié d'une notation de crédit AAA de la part des grandes agences de notation américaines, ont vu leur notation révisée à la baisse.³

² Wachovia.

³ J.P. Morgan.

Des réformes sont maintenant proposées ou implantées dans le monde par de multiples organismes internationaux comme le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB), l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), le Bureau des standards comptables internationaux (BSCI), le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR), le Comité sur le système financier global (CSFG), le Fonds monétaire international (FMI) et la Banque des règlements internationaux (BRI). Ces organismes internationaux veulent éviter qu'une telle crise ne se reproduise.

De multiples recommandations formulées par les organismes internationaux concernent les agences de notation. On leur demande notamment de différencier les notations de crédit accordées aux produits structurés par rapport à celles qu'elles accordent aux émissions traditionnelles, de respecter de nouvelles règles d'éthique et de réviser leurs modèles de gestion du risque. Toutes les agences de notation dans le monde sont visées par ces changements. Le *Financial Stability Forum Report* d'avril 2008 résume toutes les recommandations faites pour améliorer le fonctionnement des marchés.

Les institutions financières, dont certaines possédaient les meilleurs systèmes de gestion de risque au monde, n'ont pas réussi à survivre à cette crise financière. Bear Stearns et Merrill Lynch sont parmi les institutions financières qui sont disparues, ayant été intégrées à d'autres institutions financières. Lehman Brothers a même été liquidée, entraînant les marchés mondiaux dans la débâcle du dernier trimestre de l'année 2008. D'autres, comme UBS, ont été grandement atteintes.

En résumé, le marché des produits structurés, dont la légitimité était reconnue dans le *IMF Global Financial Stability Report*, a connu une croissance exponentielle pendant les dix dernières années. Il s'agissait d'un marché de plus de 2,500 milliards de dollars US seulement aux États-Unis.

Pourtant, au mois d'août 2007, le marché des produits structurés s'est complètement effondré entraînant du même coup la disparition de nombreuses institutions financières partout dans le monde. Les investisseurs ont cessé d'avoir confiance aux notations de crédit des grandes agences de notation internationales.

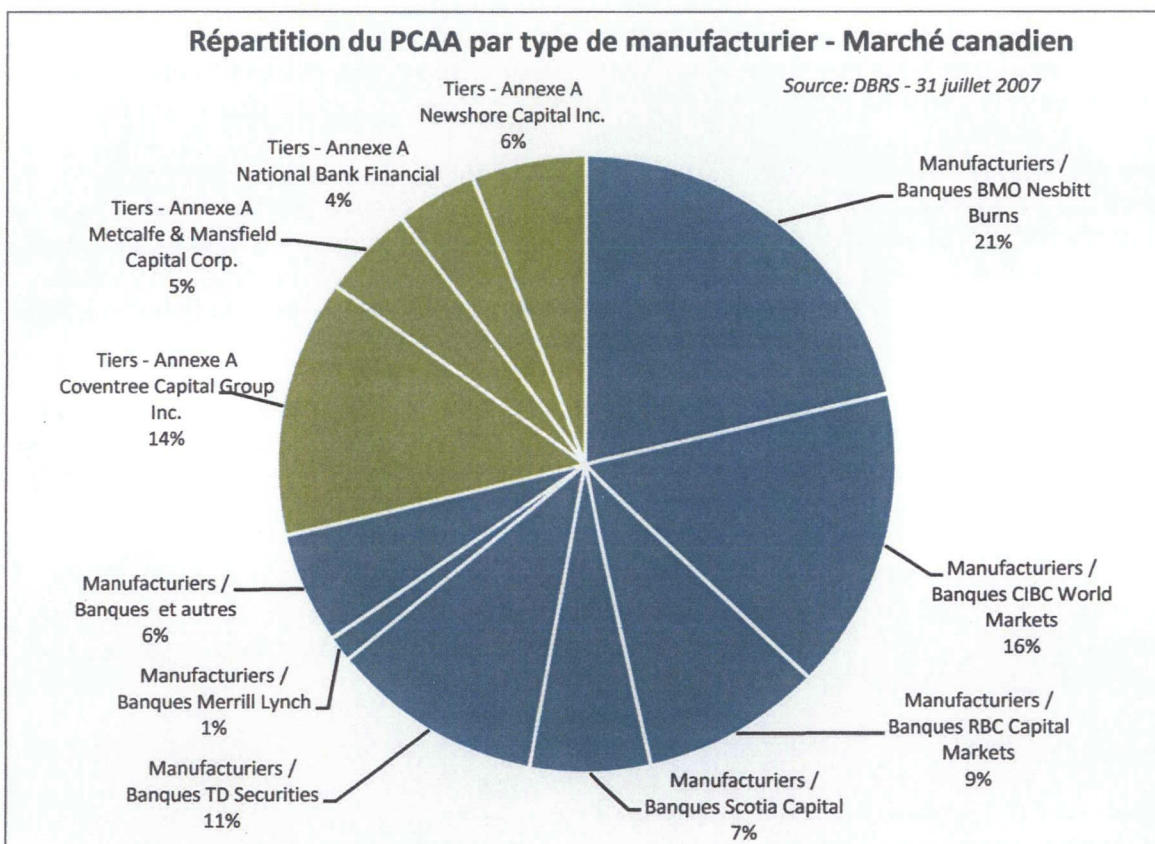
S&P, Moody's et Fitch étaient parmi les agences qui avaient attribué leurs plus hautes notations de crédit aux produits qui se sont effondrés. Les erreurs commises dans les notations de crédit reliées aux produits américains *subprimes* ont entraîné cette perte de confiance.

De grandes banques internationales qui possédaient les meilleurs systèmes de gestion de risque sont disparues avec cette crise financière.

Le marché canadien

Au 31 juillet 2007, le total du PCAA canadien en circulation était d'environ 118 milliards de dollars CA dont 83 milliards de dollars CA étaient émis par des canalisateurs financiers administrés par des banques canadiennes et 35 milliards de dollars CA étaient émis par des canalisateurs financiers de tiers⁴. Le graphique PCAA-7 montre la répartition entre les différents manufacturiers ou promoteurs dans le marché canadien.

PCAA-7



En circulation depuis la fin des années '80, ce type d'investissement à court terme du marché monétaire connaît une croissance fulgurante à partir de 1997. Cette année-là, le marché du PCAA au Canada est passé de 8,5 milliards de dollars CA à 22,3 milliards de dollars CA. Il représente alors plus de 26 % du total du papier commercial émis au Canada, incluant le papier commercial des entreprises, les émissions de sociétés d'État et des provinces et les opérations de titrisation.⁵

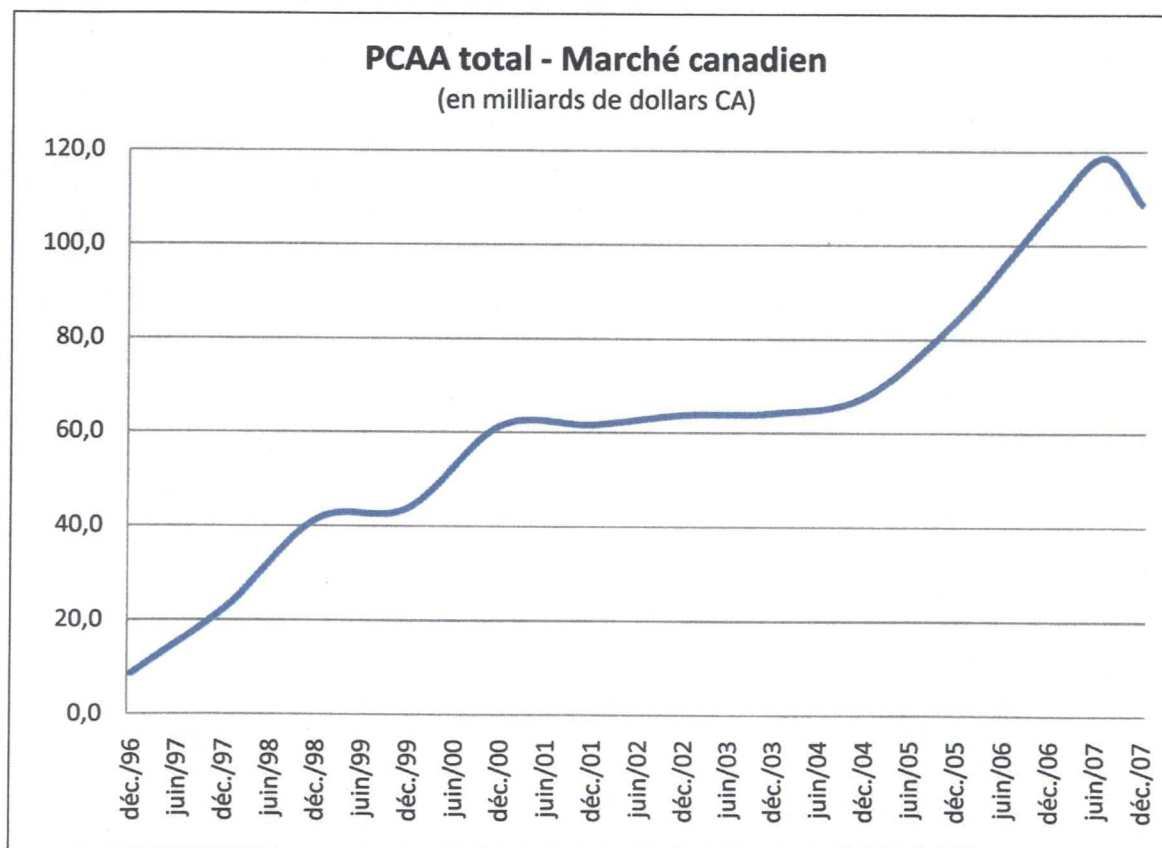
⁴ DBRS

⁵ DBRS, *Securitizations, year-end review of Canadian Asset Backed Securities*, 1997.

Ce type d'investissement, considéré très sécuritaire par l'ensemble des investisseurs et participants du marché, augmente encore en popularité l'année suivante, alors que les investissements atteignent 41,2 milliards de dollars CA soit 47 % du marché total du papier commercial au Canada. En fait, à cette époque, le PCAA comblait déjà une grande partie des besoins des investisseurs en titres à court terme, substitution nécessaire aux titres gouvernementaux compte tenu de la réduction des émissions de même nature du gouvernement fédéral (passées de 140 à 94 milliards de dollars CA de 1996 à 1998). La diminution du déficit et la décision du gouvernement fédéral d'utiliser des financements à long terme pour répondre à ses besoins expliquent cette réduction importante des titres à court terme.⁶

Le marché se stabilise à environ 65 milliards de dollars CA entre les années 2000 et 2004 pour ensuite atteindre un sommet de 118 milliards de dollars CA en août 2007. Le graphique PCAA-8 démontre cette croissance du marché du PCAA, de 1996 à 2008.

PCAA-8



Les billets émis par les fiducies comportent habituellement un terme de 30, de 60 ou de 90 jours. Des billets à terme de plus de 1 an (« FRN ») sont également émis.

⁶ DBRS, Securitizations, year-end review of Canadian Asset Backed Securities, 1998.

Ces structures qui émettent les PCAA utilisent les fonds souscrits par les investisseurs pour financer l'acquisition d'actifs à long terme comme des prêts automobiles ou des obligations de sociétés. Normalement, les créances venant à échéance étaient remboursées avec le produit de l'émission de nouvelles créances.

À ce moment, la notation de crédit dont bénéficient ces titres, ainsi que l'historique de ces titres, en font des investissements de choix pour de nombreux investisseurs au Canada. La liste d'investisseurs ayant divulgué leur détention de PCAA démontre la popularité de ce type de produit en 2007 (tableau PCAA-9).

PCAA-9

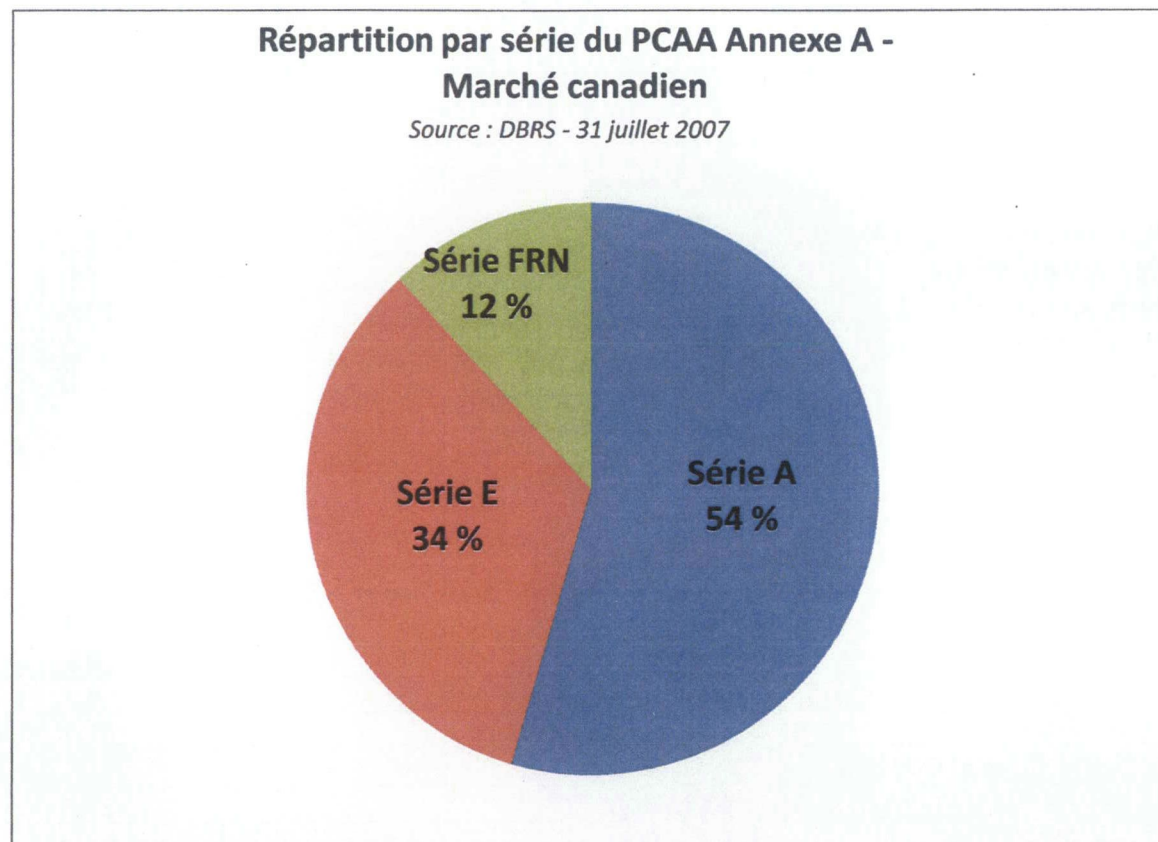
Société	Portefeuille de PCAA total (en milliards de dollars CA)
407 International Inc.	147,9
Aastra Technologies	8,5
Adaltis	9,5
Air Canada	37,0
ATB Financial	1 100,0
Baffinland Iron Mines	20,0
Barrick Gold Corp	66,0
BMO (as at 10/31/08)	325,0
Bow Valley Energy	40,5
Caisse de depot et placement (as at 12/31/07)	12 600,0
Canaccord	42,7
Canada Post (as at 12/31/07)	27,0
Canadian Mortgage Housing Corp. (as at 12/31/07)	249,0
Canadian Pacific Railway	143,6
Canfor Corp (in US\$)	81,2
Central 1 Credit Union	33,0
CFI Trust (as at 05/31/08)	103,0
CIBC (as at 10/31/08)	471,0
Desjardins Group	2 440,0
Domtar Corp (pension funds, as at 12/31/07)	420,0
Dundee Wealth	379,4
Epcor Utilities	60,0
Goldfarb Corp.	17,1
GTAA	182,2
HSBC Bank Canada	327,0
IGM Financial	50,2
Industrial Alliance Insurance and Financial Services	104,0
Insurance Corporation of British Columbia (as at 12/31/07)	45,1
Ivanhoe Mines (in US\$)	67,2
Jean Coutu Group (as at 08/30/08)	35,7
Jura Energy Corp	15,0

La Mancha Resources	12,0
Labopharm	5,8
MCAN Mortgage	4,1
MDS Inc (in US\$ as at 07/31/08)	17,0
National Bank (as at 10/31/08)	2 198,0
Nav Canada (as at 08/31/08)	373,0
Neurochem Inc. (Now Bellus Health Inc. is US\$)	13,2
New Gold (US\$)	160,7
Nexstar Energy	5,0
Norsemont Mining Inc.	7,0
Ontario Power Generation	58,0
Ontario Teachers' Pension Plan (as at 03/31/)	60,0
Petaquilla Copper (as at 08/31/08)	12,8
Petrolifera Petroleum	37,7
Province of Ontario (as at 03/31/08)	644,2
PSP Investment (as at 03/31/08)	1 972,0
Queensland Minerals	8,9
Redcorp Ventures Ltd.	91,4
Royal Bank of Canada (as at 10/31/08)	10,5
Russel Metals	11,0
Scotiabank (as at 10/31/08)	232,3
Sherritt International	63,5
Shore Gold	19,0
Silver Standard Resources	57,1
Societe generale de financement du Québec (as at 03/31/08)	132,0
Strategem Capital	6,4
Sun-Times Media Group	20,2
Tecsys Inc. (as at 07/31/08)	5,1
Toronto Hydro	88,0
Transat A.T.(as at 07/31/08)	143,5
University of British Columbia (as at 03/31/08)	130,6
University of Western Ontario (as at 03/31/08)	3.4 (Uni.); 26.3 (Pension plan)
Vancity (as at 12/31/07)	76,9
West Energy	30,0
Westaim Corp	8,5
Western Canadian Coal Corp.	5,0
Yamana Gold	15,0
Yukon Government (as at 12/31/07)	36,5

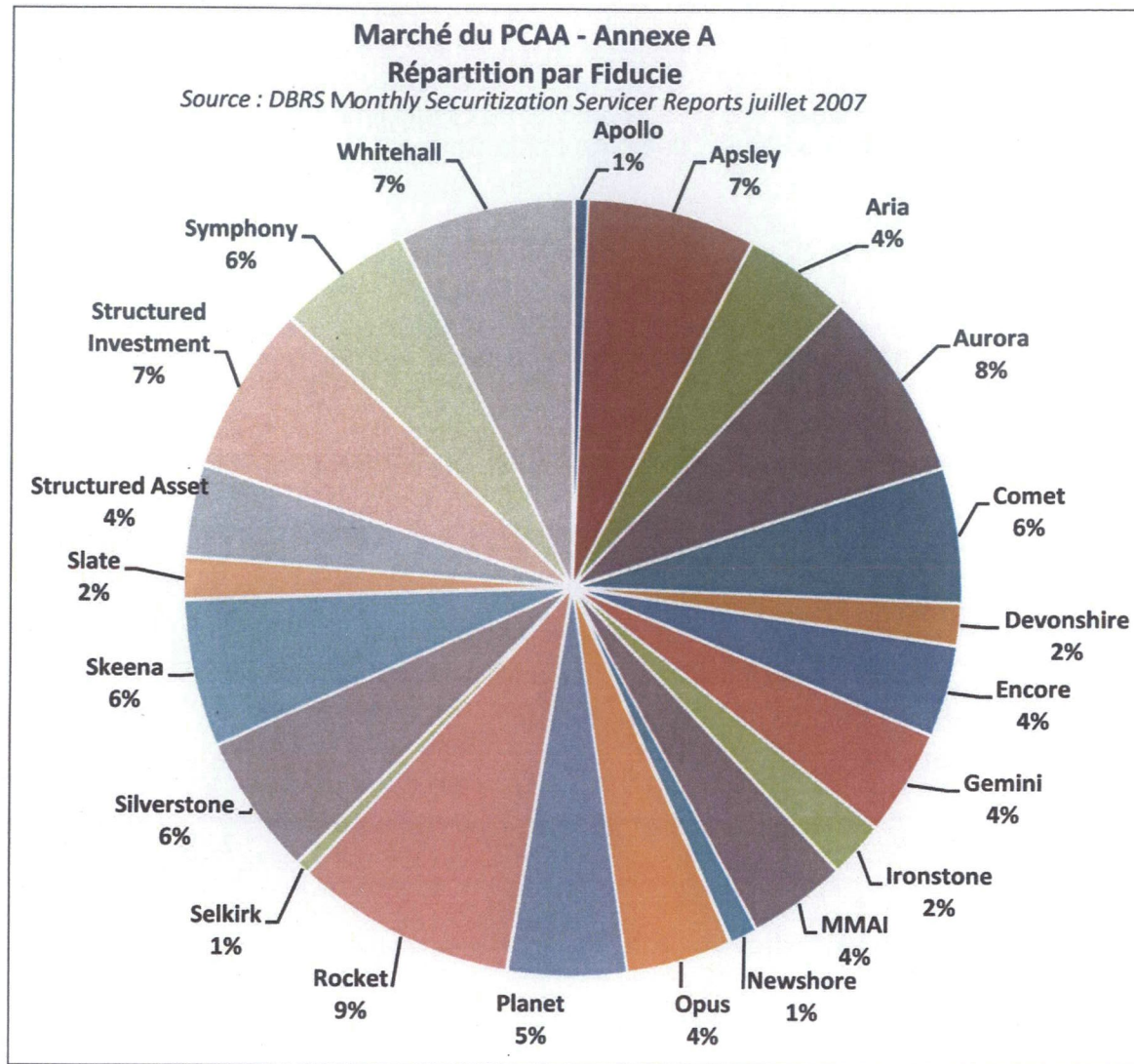
Pour protéger les investisseurs en cas d'interruption générale du marché, la liquidité des titres était habituellement assurée de deux façons. Premièrement, des ententes de liquidité assuraient la disponibilité de fonds pour repayer les billets de série A à maturité, deuxièmement, des billets de série E pouvaient être prolongés d'au plus un an dans l'éventualité où une interruption des opérations normales de marché survenait. Les billets FRN ne pouvaient pas être prolongés mais avaient été émis à l'origine pour une période de 1 à 5 ans. Une prime, semblable à la rémunération accordée aux fournisseurs de liquidités, était payée à l'investisseur.

Les billets E, qui étaient les billets susceptibles d'être prolongés dans l'éventualité d'une interruption de marché, correspondaient à 34 % de l'ensemble des billets et représentaient, avec les FRN, 46 % de l'ensemble des billets émis. Les créances ayant des échéances inférieures à un an, nommées les billets de série A, correspondaient à 54 % du marché du PCAA de tiers. Le graphique PCAA-10 montre cette répartition des titres dans le marché canadien des PCAA de l'annexe A – entente de Montréal.

PCAA-10



Le graphique PCAA-11 donne la répartition par émetteur dans le marché non bancaire au Canada.



La détention de PCAA par la Caisse

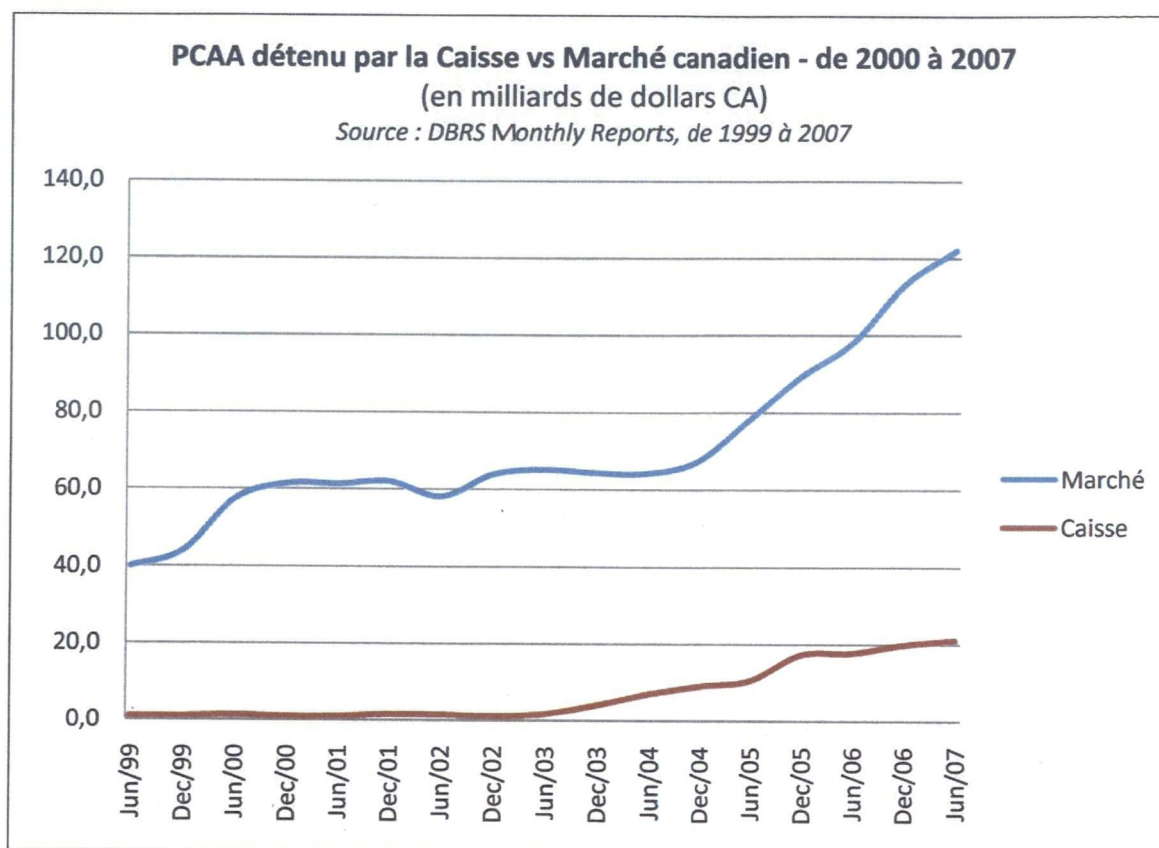
Déjà, en 1997, la Caisse investissait dans le PCAA, ce produit étant considéré comme un investissement à court terme sécuritaire répondant à ses besoins pour la gestion de l'encaisse des déposants et des opérations de placement. Le tableau PCAA-12 décrit la détention par la Caisse de PCAA bancaire et autres ainsi que de PCAA – Annexe A par rapport au marché canadien. De plus, la note 4b aux États financiers 2007 de la Caisse traite de l'évolution de la détention de PCAA par la Caisse.

PCAA-12

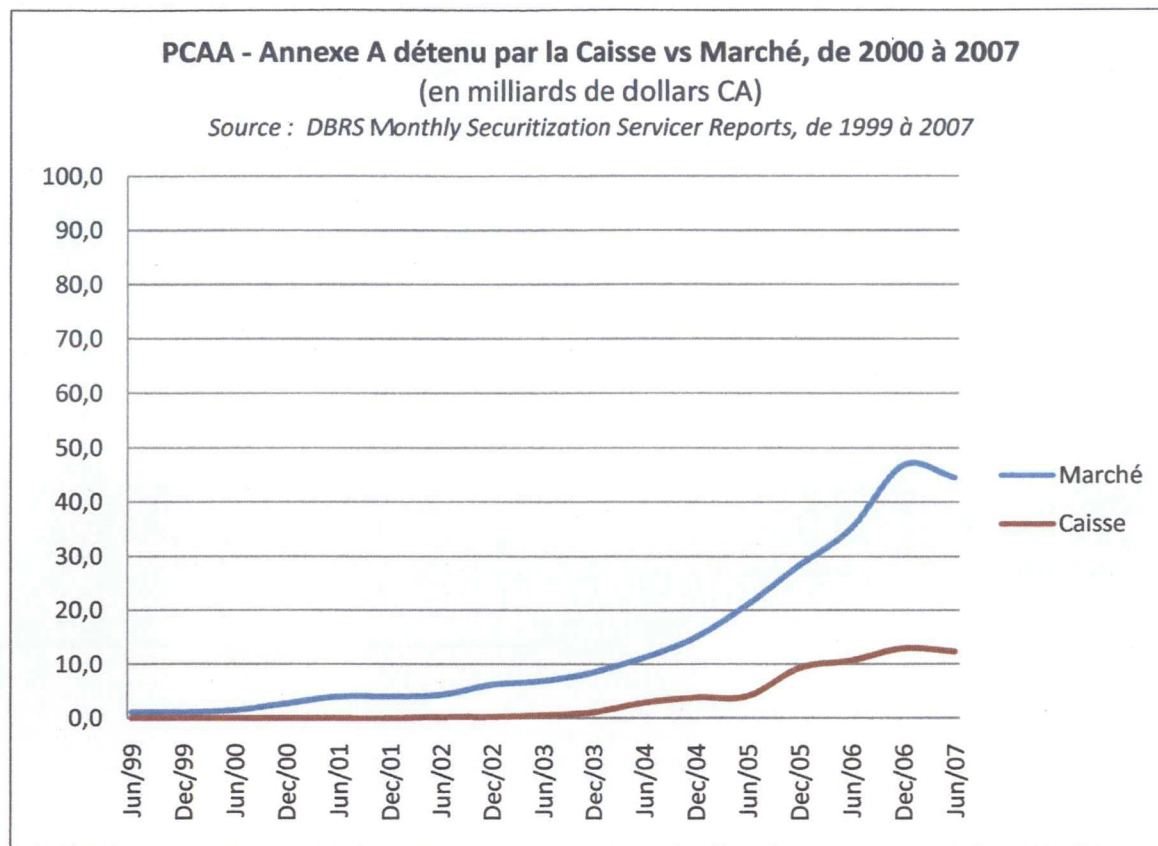
Détention de PCAA par la Caisse en comparaison avec le marché canadien (en milliards de dollars CA) <i>Source : DBRS - au 31 juillet 2007</i>		
	Marché canadien	Détention par la Caisse
PCAA bancaire et autres	83	10
PCAA - Annexe A		
Série A	19	6
Série E et FRN	16	6
Sous total	35	12
Total	118	22

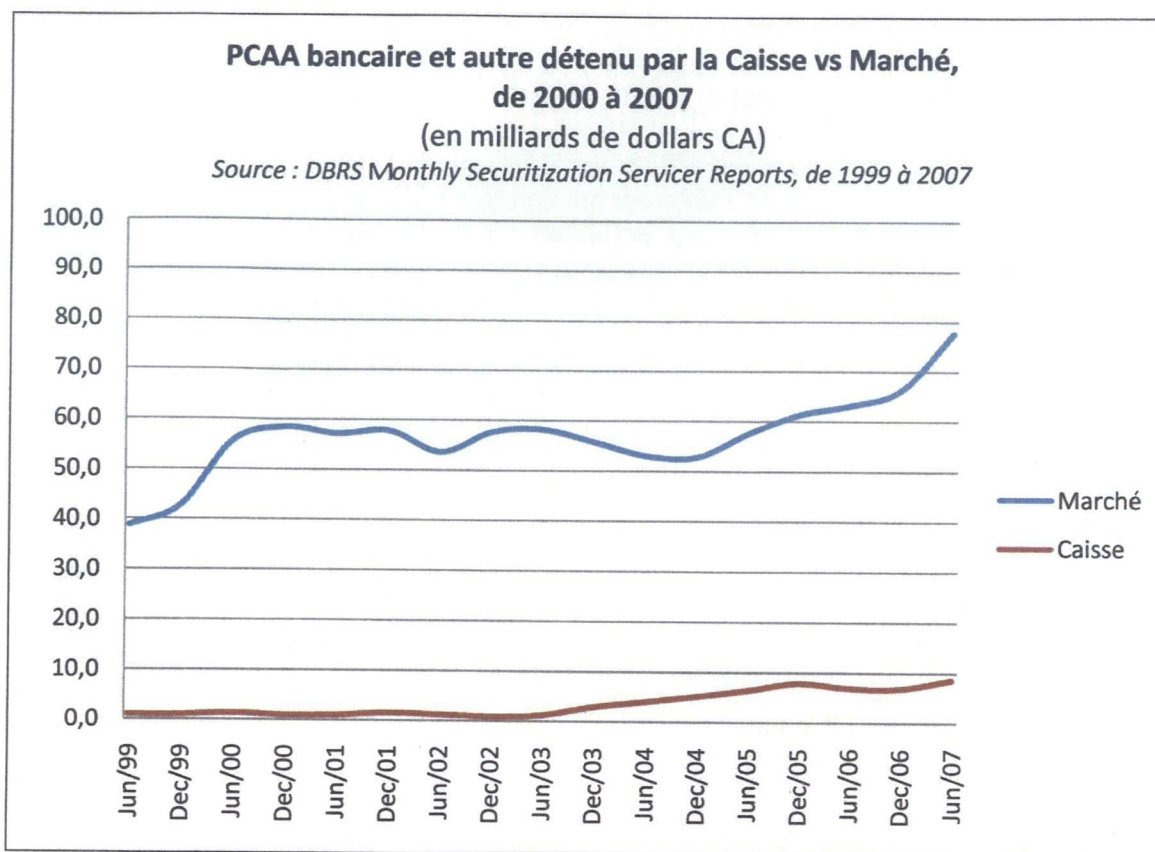
Le graphique PCAA-13 illustre la croissance des investissements de la Caisse en PCAA. Nous avons comparé cette croissance avec celle du marché PCAA canadien. On remarque que la croissance des souscriptions de PCAA par la Caisse est moins prononcée que la croissance du marché en général. L'Annexe 1 reproduit les montants de PCAA détenus par la Caisse dans les deux segments.

PCAA-13



Les graphiques PCAA-13A et PCAA-14 comparent la croissance des détentions de PCAA – Annexe A entente de Montréal et PCAA bancaire et autres avec leurs marchés respectifs. On remarque que la croissance de la détention de la Caisse est moins prononcée que celle du marché.





Ces produits, rappelons-le, bénéficiaient des notations de crédit les plus élevées et ont répondu, au fil des ans, aux besoins des investisseurs en leur procurant une solution de rechange aux bons du Trésor, au papier commercial émis par des sociétés canadiennes ou étrangères, ainsi qu'aux titres des gouvernements fédéral, provinciaux et municipaux.

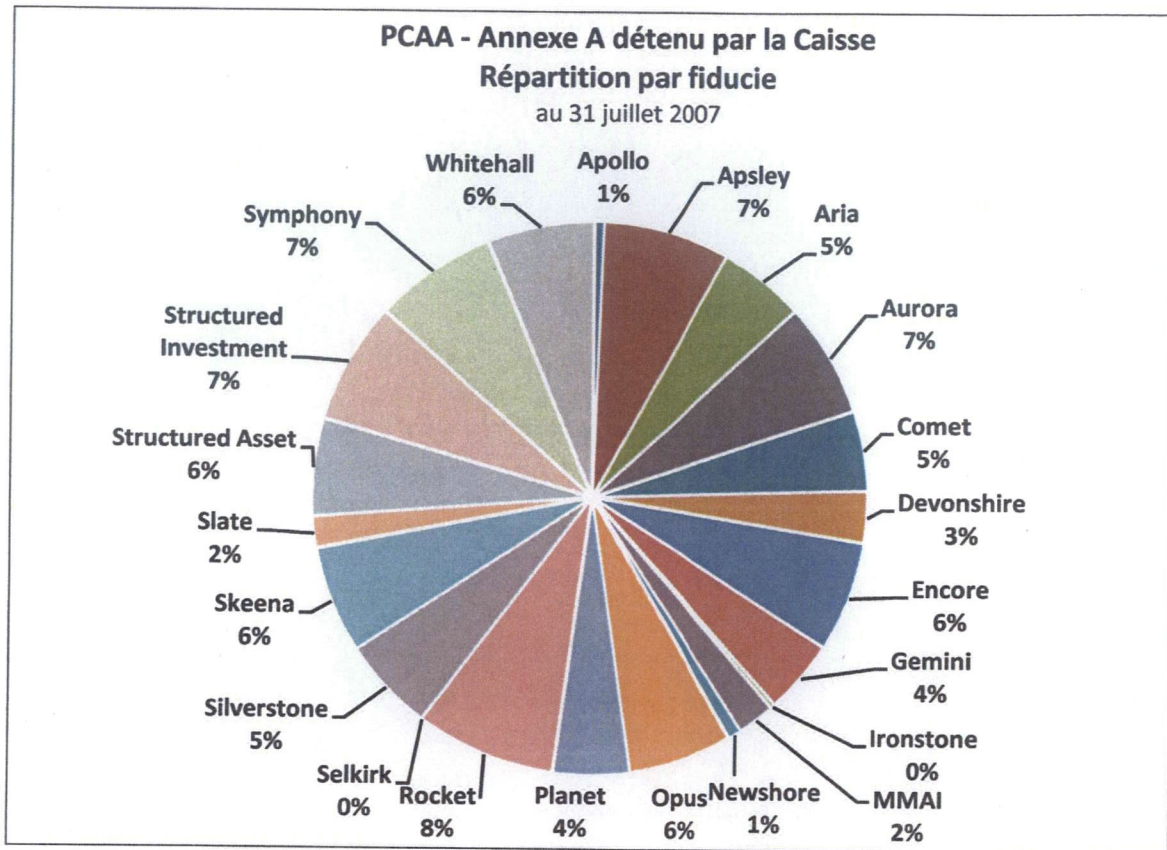
Rappelons également qu'aucun émetteur de papier commercial canadien n'a fait défaut de paiement, ou n'a vu sa notation de crédit abaissée entre novembre 1989 et juillet 2007.

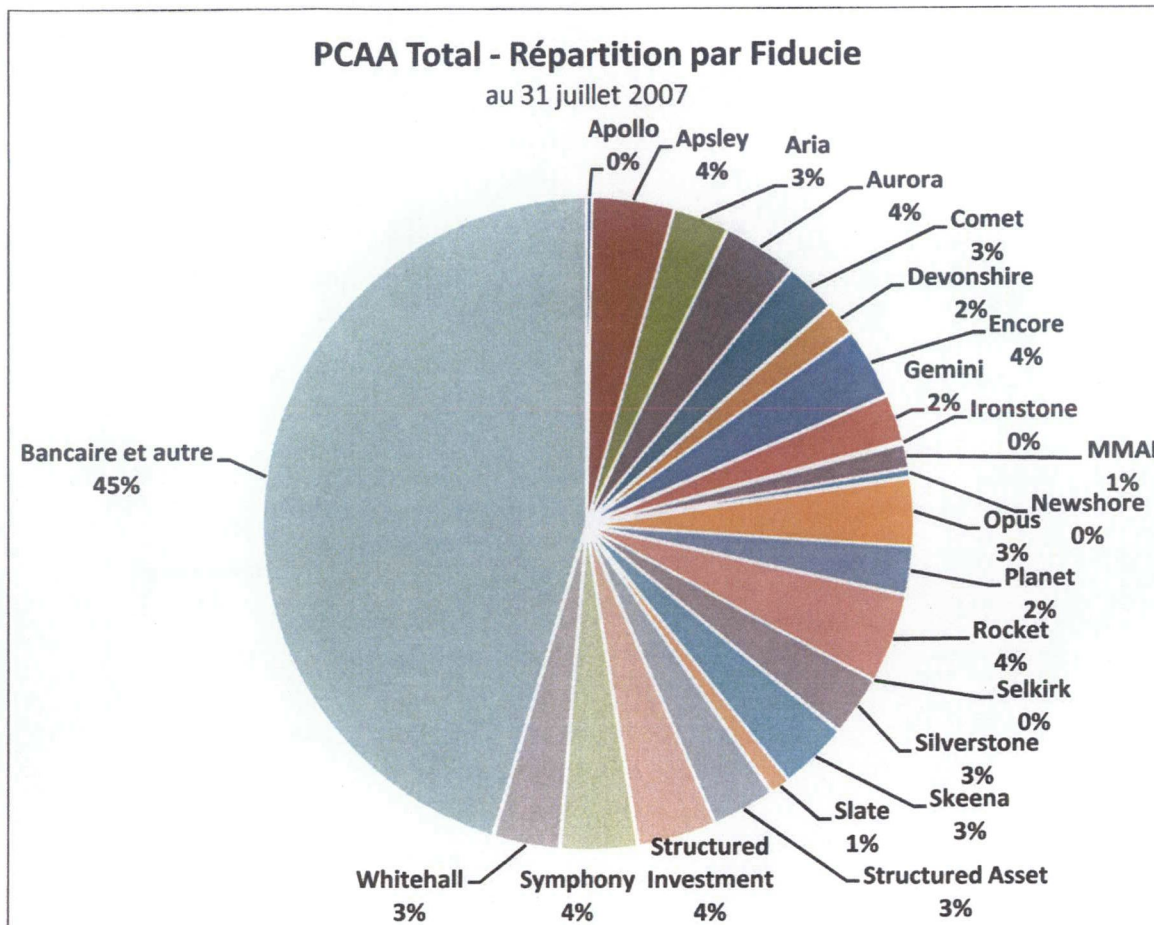
Il est difficile d'identifier, de regrouper et de catégoriser les PCAA de tiers puisque rien, dans le nom des titres ou leurs principales caractéristiques, ne permet de les distinguer des autres titres ou d'attester clairement qu'il s'agit de titres résultant d'une opération de titrisation non parrainée par une banque canadienne, comme l'a constaté l'OCRCVM (Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières) dans son analyse de conformité sur les PCAA. Selon les périodes, les PCAA bancaires ou les PCAA non bancaires étaient priorisés par les gestionnaires de la Caisse. Les deux catégories étaient utilisées pour gérer une partie des liquidités de la Caisse.

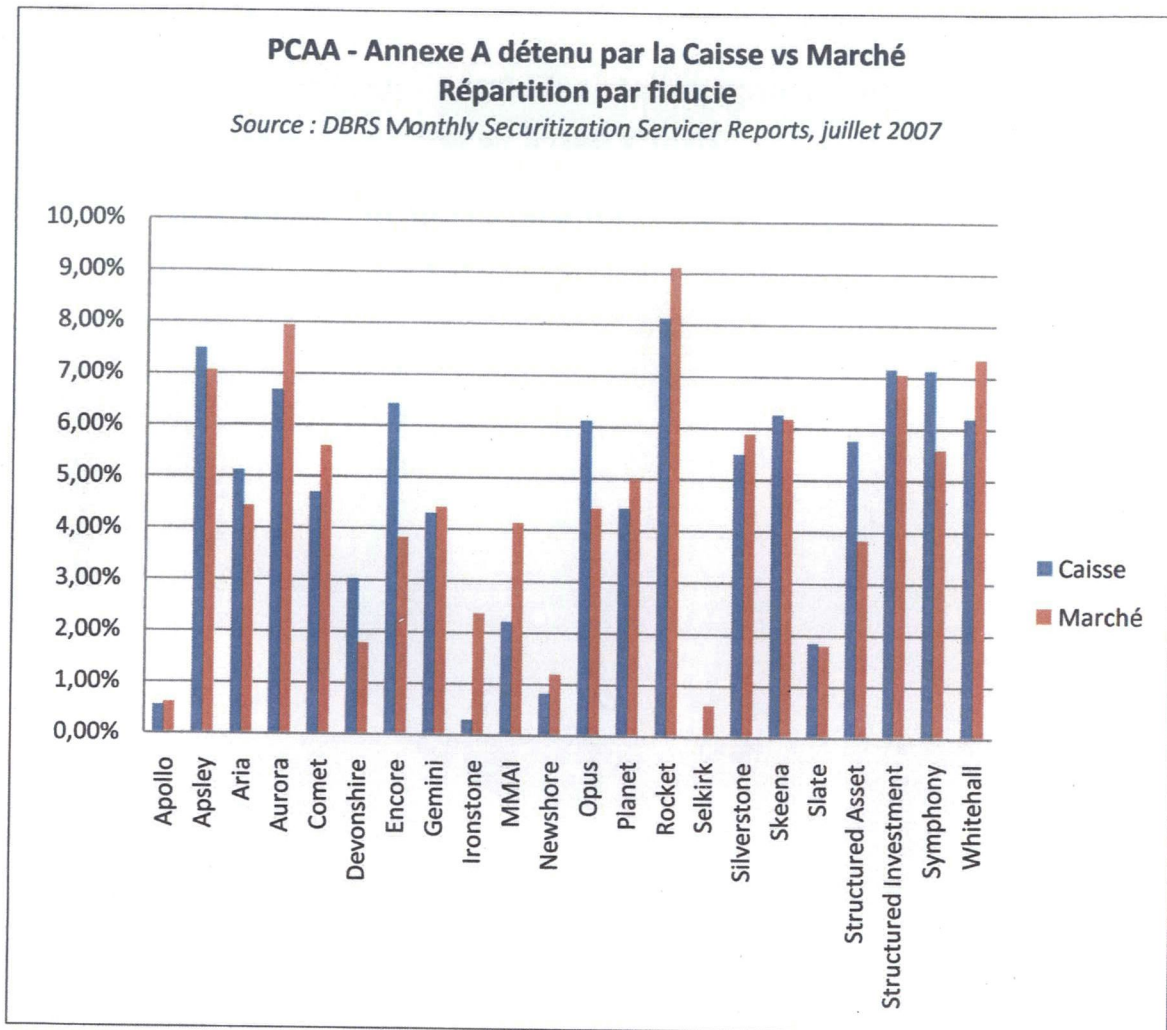
Ces produits répondaient à la demande croissante des marchés à l'égard d'instruments du marché monétaire à rendement plus élevé. Il s'agissait d'une nouvelle forme de papier commercial, s'ajoutant aux autres titres de la même catégorie.⁷

La détention de la Caisse dans les différentes fiducies qui distribuaient du PCAA de tiers est illustrée dans les graphiques PCAA-15 qui tiennent compte ou non, selon le cas, des PCAA bancaires et autres détenus par la Caisse. L'Annexe 2 contient l'énumération de chacune des fiducies non bancaires dans lesquelles la Caisse a investi. Comme on peut le constater, la Caisse avait réparti ses investissements de PCAA de tiers dans la presque totalité des fiducies de manière à assurer une répartition du risque par émetteur. Le pourcentage de chacune des fiducies dans lesquelles la Caisse a investi, se compare à la répartition des émissions de chacune des fiducies ayant émis du PCAA de tiers dans le marché. La comparaison des graphiques PCAA-11 et PCAA-15 permet d'énoncer cette conclusion. Le graphique PCAA-16 fait cette comparaison.

⁷ OCRCVM, Analyse de conformité PCAC, 2008, p.50.

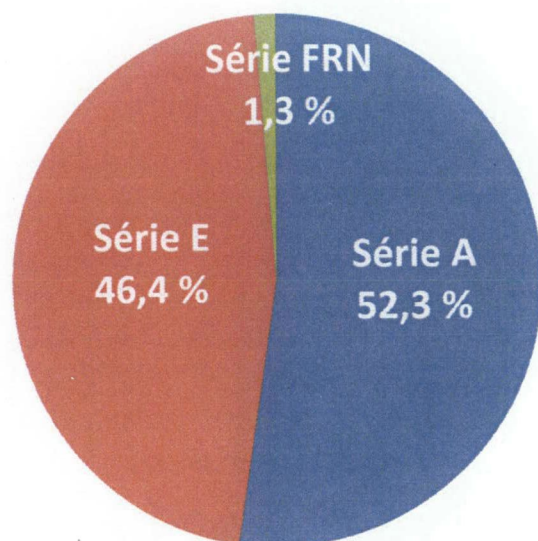






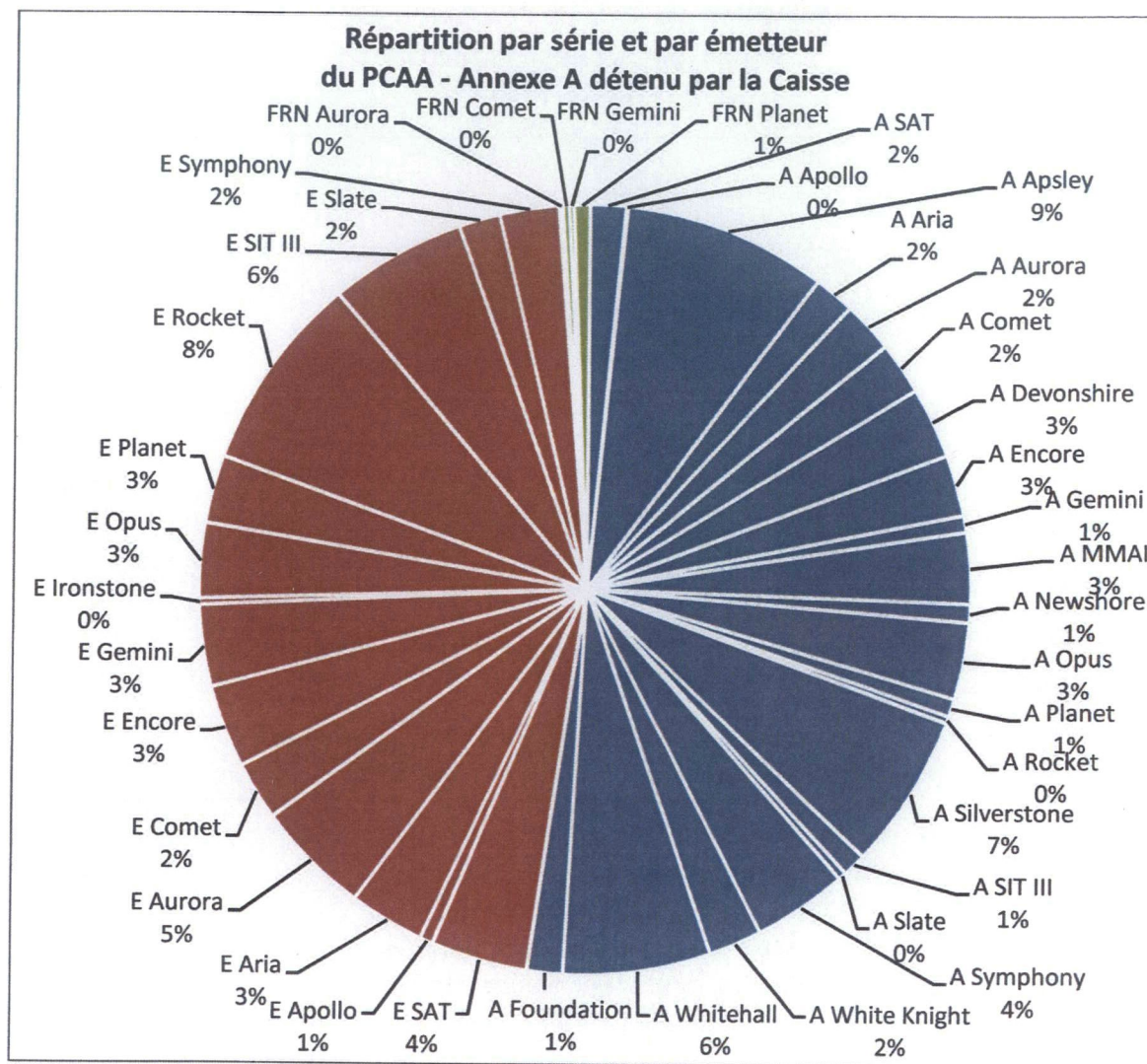
La Caisse détenait des billets de série E et de série A de PCAA non bancaire, et ce, dans des proportions semblables à celles du marché non-bancaire canadien. La série E représentait toutefois environ 28 % de l'ensemble du portefeuille total de PCAA - Annexe A et non bancaire de la Caisse. Le graphique PCAA-17 répartit les détentions de PCAA non bancaire de la Caisse dans chacune des séries.

**Répartition par série du PCAA - Annexe A
détenu par la Caisse**

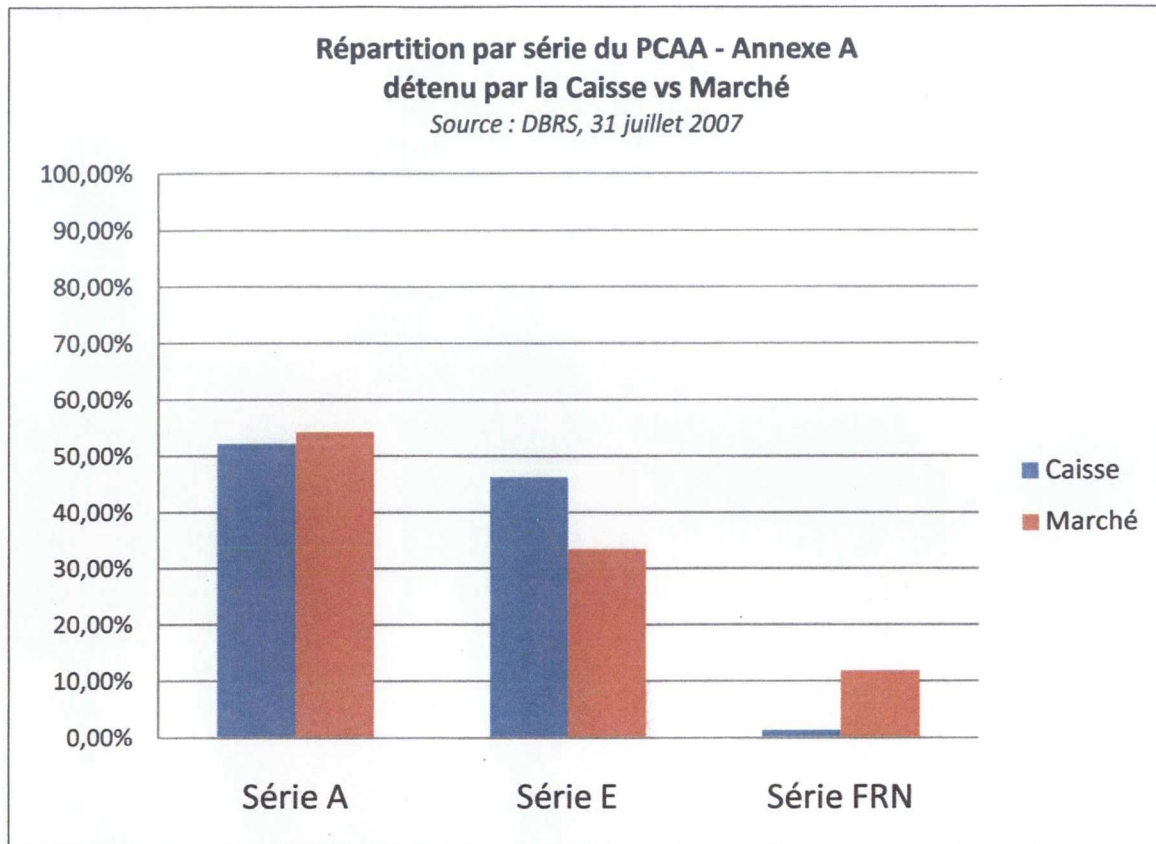


Le graphique PCAA-17A partage les séries A et E entre les différentes fiducies dont la Caisse détient des titres.

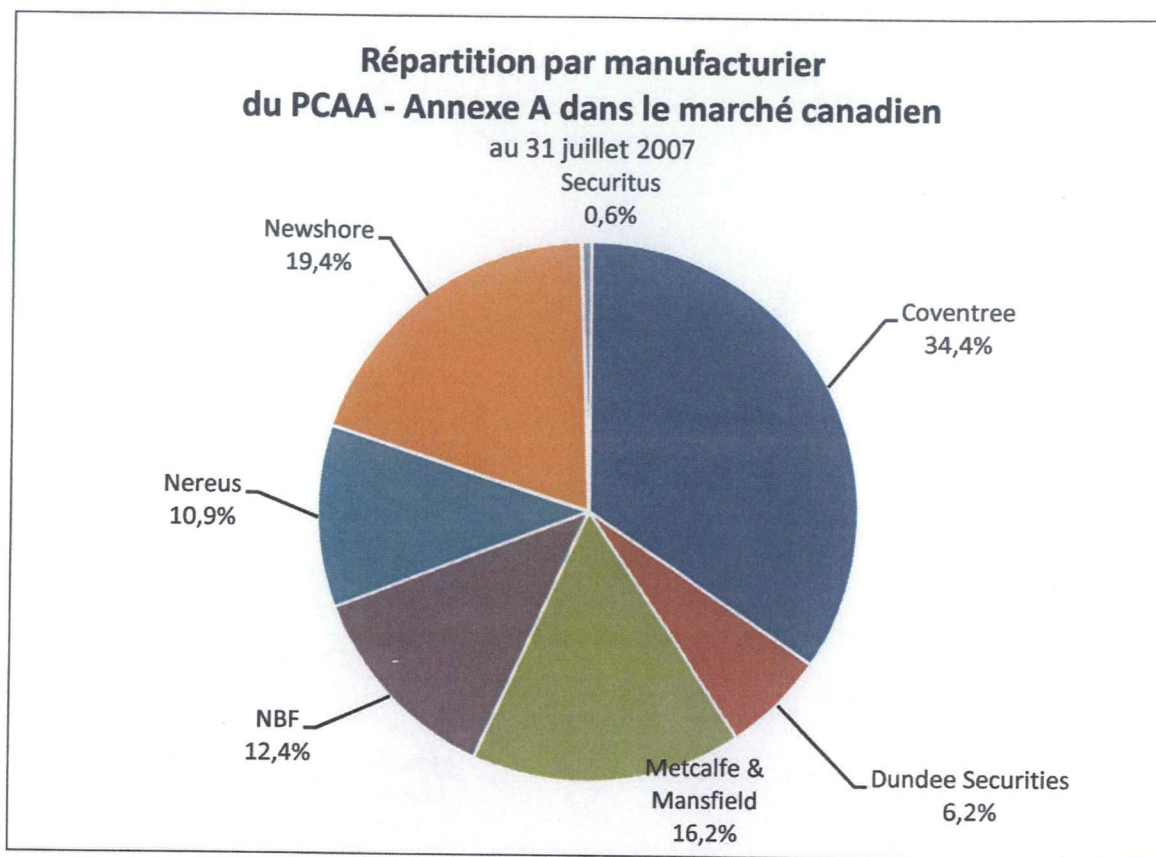
Le PCAA bancaire et le PCAA de tiers ont été des produits d'investissement privilégiés par les gestionnaires du portefeuille spécialisé Valeurs à court terme depuis de nombreuses années et ont été préférés au papier commercial émis par les entreprises.



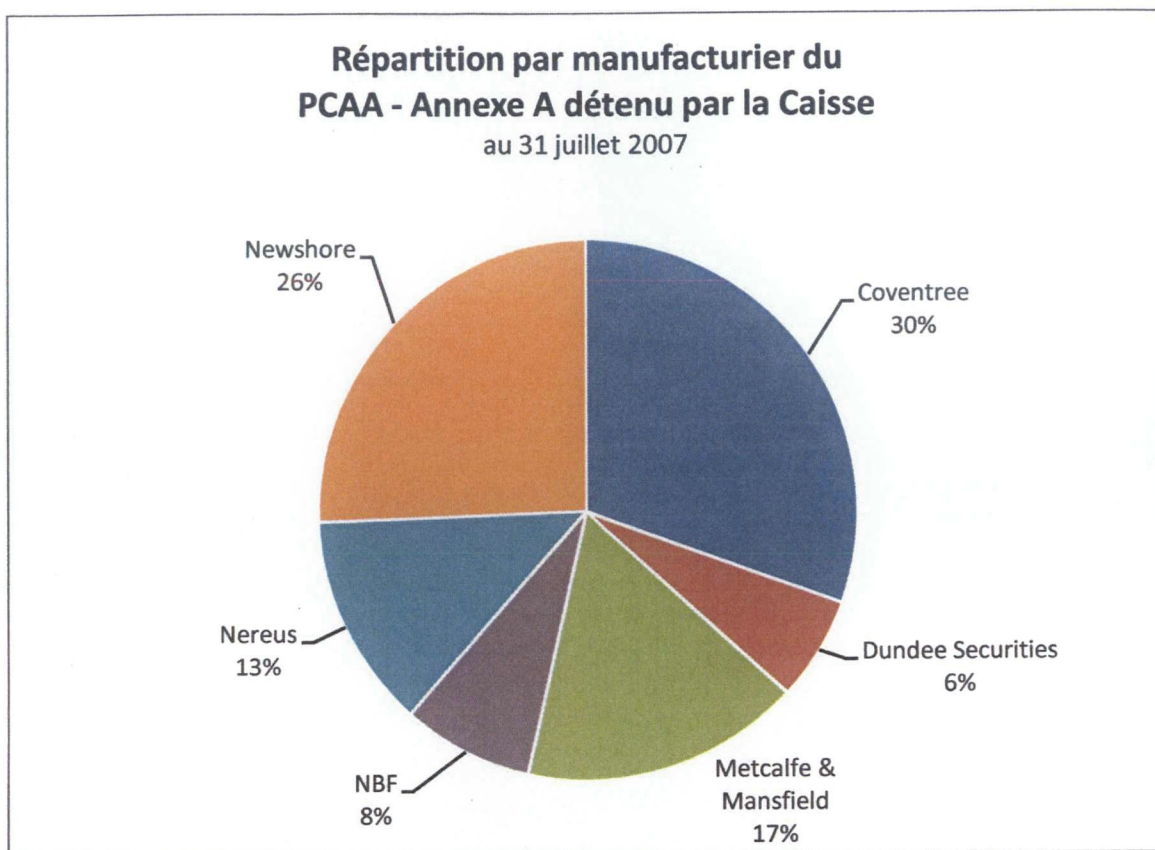
Le graphique PCAA-17B démontre qu'encore une fois, la répartition entre les titres de série A d'une part, et de série E et de série FRN d'autre part, est semblable à celle du marché.



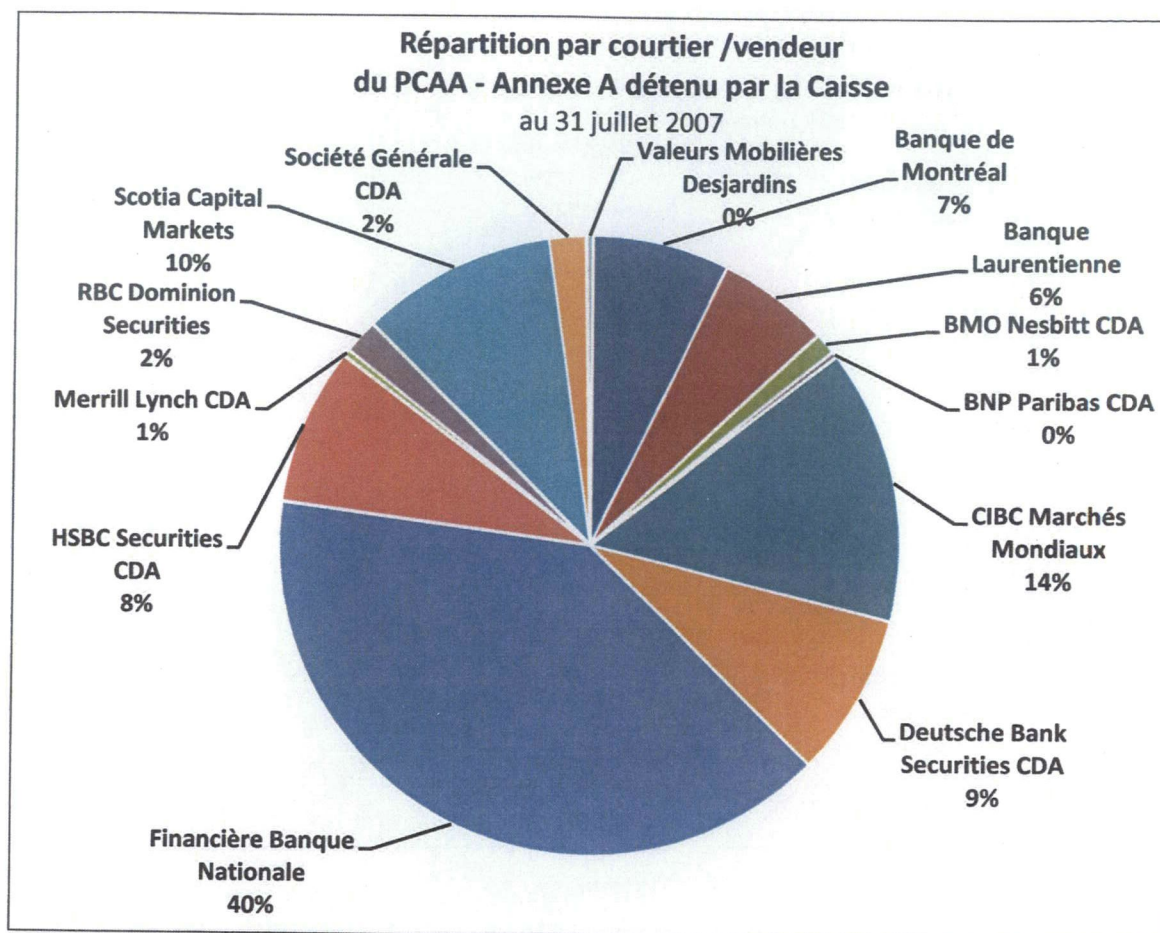
Les PCAA de tiers étaient créés par différents promoteurs ou manufacturiers qui se sont ajoutés aux banques canadiennes pour créer différentes fiducies qui émettaient les PCAA. Le graphique PCAA-18 illustre la part de marché de chacun des promoteurs ou manufacturiers.



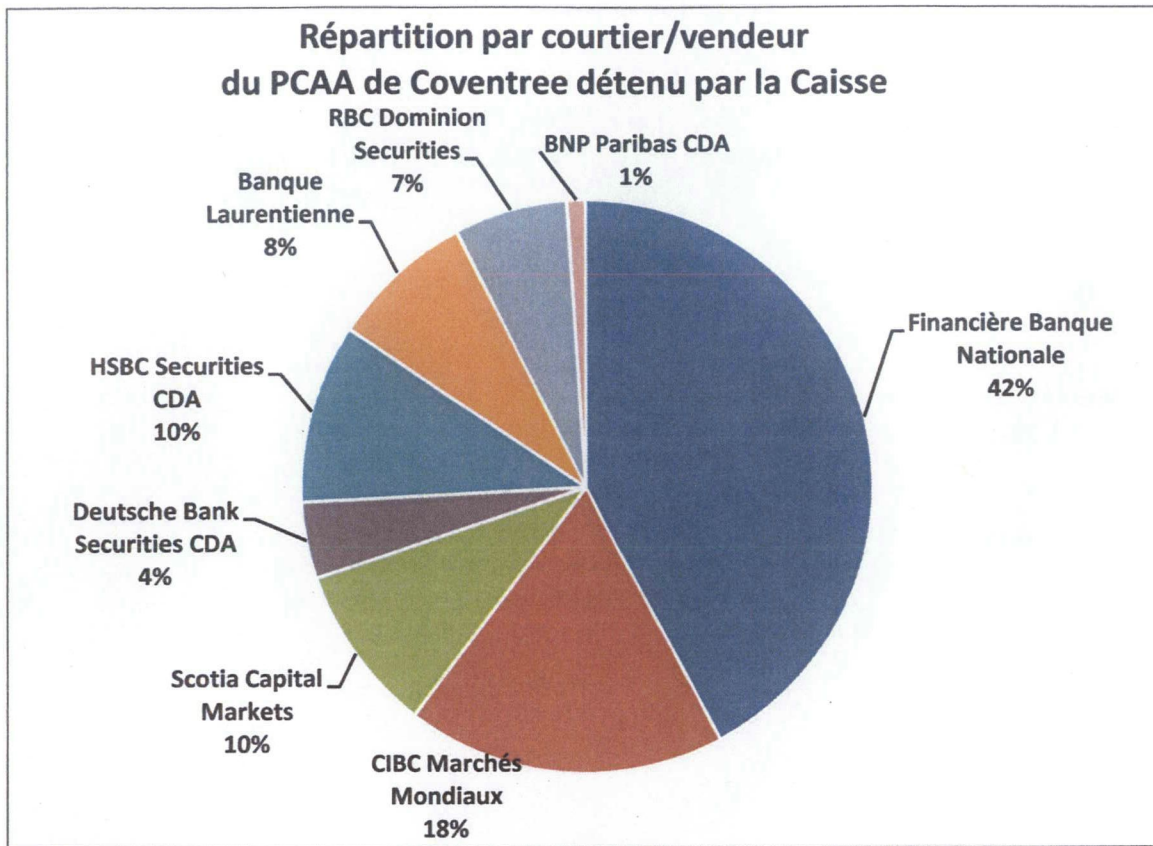
En comparant les parts de marché de chacun des promoteurs ou manufacturiers avec la part que chacun d'eux représente dans l'ensemble des PCAA de tiers détenus par la Caisse au 30 juillet 2007, on remarque encore que la Caisse a souscrit des titres émis par des fiducies parrainées par chacun des promoteurs ou manufacturiers en proportion comparable au marché. Le graphique PCAA-19 présente la répartition de chacun des promoteurs ou manufacturiers dans l'ensemble des titres de PCAA de tiers détenus par la Caisse. La comparaison des graphiques PCAA-18 et PCAA-19 permet de faire cette démonstration. À titre d'exemple, 30 % du portefeuille de PCAA de tiers de la Caisse était composé de titres émis par des fiducies parrainées par Coventree, alors que la part de marché du PCAA de tiers de cette société s'élevait à 35 %. L'Annexe 3 contient des renseignements supplémentaires concernant la participation de la Caisse dans Coventree.



Plusieurs courtiers ont distribué les PCAA de tiers que la Caisse a souscrits. Le graphique PCAA-20 décrit la distribution de PCAA de tiers à la Caisse par chacun des courtiers. La Caisse a acheté de la Financière Banque Nationale 40 % du PCAA - Annexe A qu'elle détenait, soit un pourcentage légèrement inférieur à la part de la Financière Banque Nationale dans ce marché.



Il est également intéressant de constater que la Caisse a acheté des différents distributeurs de PCAA de tiers émis par des fiducies dont Coventree était le promoteur dans la même proportion que ses achats de PCAA de tiers en général. Le graphique PCAA-21 démontre que la Financière Banque Nationale a distribué à la Caisse 42 % des PCAA de tiers dont Coventree était le promoteur alors que la Financière Banque Nationale a distribué à la Caisse 40 % de l'ensemble des PCAA de tiers qu'elle a achetés.



L'enquête de l'OCRCVM révèle qu'une fois payés les frais aux courtiers de 6,5 p.c. (0,65 %), les frais des fournisseurs de liquidités habituellement de 10 p.c. (0,10 %) et les versements aux investisseurs, 42 p.c. (0,42 %) étaient disponibles pour payer les frais administratifs et les frais de gestion du manufacturier.⁸

Aucun courtier n'a soumis ces produits au processus de vérification au préalable habituellement utilisé pour des nouveaux produits. Ils se sont fiés à la note R-1 (élevée) émise par DBRS pour distribuer ces produits et au classement des produits en tant qu'instrument du marché monétaire. Selon le rapport de l'OCRCVM, la majorité des courtiers ne comprenait pas la composition de l'actif sous-jacent et les risques de liquidité.⁹

⁸ OCRCVM, Analyse de conformité PCAC, 2008, p.57.

⁹ OCRCVM, Analyse de conformité PCAC, 2008, pp.62, 81.

Ces produits n'étaient pas parfaitement transparents quant aux actifs sous-jacents, à la qualité et au rendement du portefeuille ou à la nature des aspects particuliers des conventions de liquidité qui appuyaient ces produits. C'est pourquoi les courtiers et les investisseurs en sont venus à se fier aux notations de crédit de DBRS et à sa connaissance des différentes fiducies.¹⁰ Il n'était pas possible pour les investisseurs de confirmer si les actifs des fiducies étaient exposés ou non au marché des créances immobilières à risque élevé aux États-Unis, ou s'il y avait des pertes en raison de l'effondrement du marché. Ce facteur a d'ailleurs grandement contribué à l'effondrement du marché en août 2007.¹¹

Aucune distinction quant au risque n'existait dans le marché entre les programmes bancaires et ceux des tiers. Ces titres procuraient sensiblement le même rendement. Ils constituaient des instruments du marché monétaire fongibles.¹²

Les PCAA de série A bancaires et non bancaires procuraient des rendements similaires, entre zéro et trois points de base, alors que les PCAA de série E procuraient un rendement supplémentaire de 10 à 12 points centésimaux.

La particularité canadienne

Au Canada, les fiducies qui émettaient du papier commercial bénéficiaient habituellement d'un financement qui pouvait être demandé uniquement en cas d'interruption de marché. Dans la plupart des pays, des institutions financières ont dû reprendre, sur leurs bilans, les opérations de titrisation réalisées et rembourser les investisseurs. Au Canada, cette situation ne s'est pas produite. L'existence de ces crédits qui pouvaient être tirés dans des cas spécifiques reliés à l'interruption générale des marchés a permis, à ceux qui avaient l'obligation de les fournir, de se soustraire à leurs obligations lorsque le marché du papier commercial a cessé de fonctionner normalement en août 2007. Cet élément unique du marché canadien tire son origine de la ligne directrice B-5 sur la titrisation d'actif émise par le Bureau du surintendant des institutions financières Canada. Celle-ci permet aux institutions financières de limiter les cas pour lesquels elles doivent déboursier le financement accordé. En aucun temps, en août 2007, les autorités canadiennes n'ont accepté de déclarer publiquement qu'il s'agissait d'une situation s'assimilant à une situation d'interruption générale de marché de manière à inciter les banques internationales à fournir les crédits nécessaires et à faire en sorte qu'une grande partie des billets en circulation soient remboursés.

¹⁰ OCRCVM, Analyse de conformité PCAC, 2008, p.76.

¹¹ OCRCVM, Analyse de conformité PCAC, 2008, p.77.

¹² OCRCVM, Analyse de conformité PCAC, 2008, p.77.

Au 31 juillet 2007, la Caisse détenait 10 milliards de dollars CA de PCAA bancaires et autres et elle a été en mesure de réduire sa détention de près de 8 milliards de dollars CA en un mois. Les grandes banques canadiennes ont été en mesure de soutenir les fiducies dont elles étaient les promoteurs et de rembourser les investisseurs. Cette situation permettait aux parties qui s'étaient engagées à procurer le financement nécessaire en cas d'interruption générale de marché de plaider que les conditions n'étaient pas respectées pour qu'elles soient obligées de déboursier les fonds requis. Le 15 août 2007, la Banque du Canada a élargi les modalités de prise en pension spéciale qu'elle accorde aux banques à charte de manière à faciliter le bon fonctionnement des marchés financiers canadiens. Par cette intervention, aucun bénéfice n'est procuré aux détenteurs de titres du marché des PCAA de tiers. Au contraire, la capacité des banques canadiennes de faire fonctionner normalement les fiducies qu'elles parrainent donne des arguments supplémentaires aux banques internationales sensées fournir des liquidités en cas d'interruption générale de marché pour prétendre qu'une telle situation n'existe pas.

Le marché des PCAA bancaires, comme celui du marché des PCAA non bancaires, bénéficiait du même type d'entente de liquidité reconnu par DBRS.

Une divergence de point de vue existait entre, d'une part, S&P et Moody's et, d'autre part DBRS. Pour DBRS, les ententes qui permettaient de rehausser le crédit en cas d'interruption générale de marché étaient satisfaisantes alors que S&P et Moody's auraient préféré un autre type d'entente plus globale, contenant moins d'exceptions. C'est sur la base de ce type de structure reconnue par DBRS que la Caisse a pu se faire rembourser environ 8 milliards de dollars CA de PCAA bancaires au mois d'août 2007. Les banques internationales qui accordaient les financements pour les PCAA de tiers ont toutefois refusé de faire de même, prétextant que les conditions n'étaient pas réunies. DBRS exigeait habituellement que des crédits soient mis en place pour un montant équivalent à la valeur des notes A émises par la fiducie et les frais d'attente étaient payables en contrepartie de cet engagement.

Une série de conditions devaient être respectées pour que les déboursés puissent être obtenus. Une des plus importantes était la satisfaction des agences de notation qu'aucune détérioration du crédit des actifs sous-jacents ne se soit produite. En outre, une interruption générale des marchés devait s'être produite. Chaque entente avait sa propre définition et aucun investisseur, au mois d'août 2007, n'était en mesure de savoir si les conditions étaient ou non toutes respectées.

Il faut également apprécier le débat sur la suffisance ou la non suffisance des ententes de liquidité en fonction du fait qu'il n'y avait jamais eu d'interruption générale de marché des émissions de PCAA malgré la survenance d'événements mondiaux importants. La crise de la dette russe et même le 11 septembre 2001 n'avaient pas causé d'interruption générale de marché.

En somme, l'improbabilité qu'une grave crise financière survienne, le fait que de toute manière des ententes de liquidité existaient pour pallier ce risque et que ces ententes étaient acceptées par la plus importante agence de notation canadienne, la diversification procurée par les actifs sous-jacents, la cote de crédit R-1 (élevée) et le fait qu'il n'y ait pas d'historique de défaillance des actifs sous-jacents, ont tous été des éléments qui ont contribué à la confiance des gestionnaires de la Caisse dans ce type de produits.

Le *Financial Stability Forum Report*, qui porte sur la crise mondiale du papier commercial et qui a été préparé à la demande des ministres des finances et des gouverneurs des banques centrales du G-7, auquel ont participé de nombreuses organismes internationaux, notamment l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), le Bureau des standards comptables internationaux (BSCI) et le Comité sur le système financier global (CSFG), analyse les causes de la crise mondiale et formule de nombreuses recommandations.

Il constate que les investisseurs institutionnels ont basé leur contrôle sur une appréciation des crédits sous-jacents.

Ce rapport constate que les investisseurs ont été encouragés par la réglementation à s'en remettre aux agences de notation dans leurs décisions d'investissement.

Il constate également que les investisseurs ont appris qu'ils ne pouvaient pas se fier uniquement aux agences de notation pour déterminer les risques inhérents à leurs investissements et pour savoir si un investissement correspond au profil de risque qu'ils sont prêts à assumer. La situation de la Caisse n'est pas différente de celle de l'ensemble des investisseurs institutionnels qui est constatée par le rapport du *Financial Stability Forum*. Même les institutions financières parmi les plus sophistiquées au monde, utilisant des systèmes de risques des plus raffinés, ont été victimes de cette crise.

En rétrospective, la Caisse tire, comme les autres investisseurs, différentes leçons de cet épisode difficile, notamment qu'elle n'aurait pas dû se fier uniquement au fait que ces titres avaient obtenu la cote de crédit R-1 de DBRS. Évidemment, c'est à la lumière des événements postérieurs que cette conclusion peut maintenant être tirée. Si elle avait pu être tirée plus tôt, ou si la crise de liquidité avait pu être prévue, la situation serait différente.

L'autre conclusion raisonnable est que la Caisse doit continuer d'ajuster ses pratiques de gestion du risque aux changements requis par l'évolution du marché.

Ce qu'il faut retenir

- / La Caisse a fait appel aux PCAA parce qu'elle considérait, à l'instar du marché, qu'il s'agissait d'un investissement très sécuritaire, comme l'indiquait la notation de crédit donnée par la firme DBRS.

Elle a eu recours aux PCAA comme instrument de placement d'une partie de ses liquidités, considérant aussi que d'autres instruments étaient moins disponibles.

- / La Caisse a souscrit des titres émis par des sociétés de fiducie parrainées par chacun des manufacturiers dans une proportion comparable au marché.
- / La Caisse a eu recours à une diversification du risque par émetteur sans tenir compte suffisamment du risque de liquidité des produits structurés, aucune limite par produit n'étant imposée.
- / La crise de liquidité qui a frappé les marchés mondiaux en août 2007 a fait perdre à ces instruments leur caractère sécuritaire.
- / Le renouvellement des financements accordés aux fiducies parrainées par les banques canadiennes bénéficiant de la liquidité procurée par la Banque du Canada a permis au marché des PCAA bancaires de fonctionner et aux banques internationales de les aider à prétendre qu'il n'y avait pas d'interruption générale de marché.
- / La Caisse doit continuer à ajuster ses pratiques de gestion du risque pour tenir compte de l'évolution des marchés.
- / La Caisse exige maintenant des notations de crédit émises par deux agences de notation financière.
- / Dès le début de la crise, la Caisse a pris le leadership de la restructuration du marché des PCAA et entrepris la révision de ses pratiques de gestion de risque.

Date	Total	PCAA_Annexe A	Bancaire et Autres
1998-01-31	0 \$	0 \$	0 \$
1998-02-28	0 \$	0 \$	0 \$
1998-03-31	0 \$	0 \$	0 \$
1998-04-30	0 \$	0 \$	0 \$
1998-05-31	0 \$	0 \$	0 \$
1998-06-30	50 \$	0 \$	50 \$
1998-07-31	50 \$	0 \$	50 \$
1998-08-31	50 \$	0 \$	50 \$
1998-09-30	664 \$	0 \$	664 \$
1998-10-31	846 \$	0 \$	846 \$
1998-11-30	763 \$	0 \$	763 \$
1998-12-31	817 \$	0 \$	817 \$
1999-01-31	956 \$	0 \$	956 \$
1999-02-28	1 199 \$	0 \$	1 199 \$
1999-03-31	1 070 \$	0 \$	1 070 \$
1999-04-30	716 \$	0 \$	716 \$
1999-05-31	949 \$	0 \$	949 \$
1999-06-30	957 \$	0 \$	957 \$
1999-07-31	1 147 \$	0 \$	1 147 \$
1999-08-31	1 121 \$	0 \$	1 121 \$
1999-09-30	886 \$	0 \$	886 \$
1999-10-31	1 304 \$	0 \$	1 304 \$
1999-11-30	1 070 \$	0 \$	1 070 \$
1999-12-31	965 \$	0 \$	965 \$
2000-01-31	900 \$	0 \$	900 \$
2000-02-29	1 011 \$	0 \$	1 011 \$
2000-03-31	1 030 \$	0 \$	1 030 \$
2000-04-30	843 \$	0 \$	843 \$
2000-05-31	1 106 \$	0 \$	1 106 \$
2000-06-30	1 326 \$	0 \$	1 326 \$
2000-07-31	1 218 \$	0 \$	1 218 \$
2000-08-31	1 382 \$	0 \$	1 382 \$
2000-09-30	1 424 \$	0 \$	1 424 \$
2000-10-31	1 373 \$	0 \$	1 373 \$
2000-11-30	1 097 \$	0 \$	1 097 \$
2000-12-31	939 \$	0 \$	939 \$
2001-01-31	739 \$	0 \$	739 \$
2001-02-28	698 \$	0 \$	698 \$
2001-03-31	239 \$	0 \$	239 \$
2001-04-30	268 \$	0 \$	268 \$
2001-05-31	1 096 \$	0 \$	1 096 \$
2001-06-30	1 005 \$	0 \$	1 005 \$
2001-07-31	937 \$	0 \$	937 \$
2001-08-31	569 \$	0 \$	569 \$
2001-09-30	810 \$	0 \$	810 \$
2001-10-31	684 \$	0 \$	684 \$
2001-11-30	1 228 \$	0 \$	1 228 \$
2001-12-31	1 524 \$	5 \$	1 519 \$
2002-01-31	1 222 \$	53 \$	1 168 \$
2002-02-28	891 \$	112 \$	779 \$
2002-03-31	609 \$	224 \$	385 \$
2002-04-30	1 224 \$	300 \$	924 \$
2002-05-31	1 286 \$	264 \$	1 022 \$
2002-06-30	1 459 \$	228 \$	1 232 \$

Date	Total	PCAA Annexe A	Bancaire et Autres
2002-07-31	1 346 \$	267 \$	1 078 \$
2002-08-31	698 \$	181 \$	516 \$
2002-09-30	690 \$	182 \$	509 \$
2002-10-31	795 \$	203 \$	593 \$
2002-11-30	839 \$	231 \$	608 \$
2002-12-31	1 120 \$	254 \$	866 \$
2003-01-31	696 \$	210 \$	486 \$
2003-02-28	1 144 \$	240 \$	904 \$
2003-03-31	1 313 \$	248 \$	1 065 \$
2003-04-30	1 193 \$	246 \$	947 \$
2003-05-31	1 243 \$	305 \$	938 \$
2003-06-30	1 723 \$	537 \$	1 186 \$
2003-07-31	2 345 \$	645 \$	1 700 \$
2003-08-31	2 649 \$	740 \$	1 909 \$
2003-09-30	3 420 \$	1 099 \$	2 321 \$
2003-10-31	3 139 \$	1 120 \$	2 019 \$
2003-11-30	3 745 \$	1 149 \$	2 595 \$
2003-12-31	4 027 \$	1 132 \$	2 895 \$
2004-01-31	4 209 \$	1 398 \$	2 811 \$
2004-02-29	4 664 \$	1 764 \$	2 899 \$
2004-03-31	4 614 \$	2 037 \$	2 577 \$
2004-04-30	5 602 \$	2 319 \$	3 284 \$
2004-05-31	6 077 \$	2 681 \$	3 396 \$
2004-06-30	6 923 \$	2 902 \$	4 020 \$
2004-07-31	7 222 \$	2 855 \$	4 367 \$
2004-08-31	6 610 \$	2 824 \$	3 786 \$
2004-09-30	8 166 \$	3 718 \$	4 448 \$
2004-10-31	9 070 \$	3 930 \$	5 141 \$
2004-11-30	9 258 \$	3 974 \$	5 284 \$
2004-12-31	8 958 \$	3 839 \$	5 118 \$
2005-01-31	9 050 \$	3 962 \$	5 088 \$
2005-02-28	10 016 \$	4 058 \$	5 958 \$
2005-03-31	12 500 \$	5 584 \$	6 916 \$
2005-04-30	12 808 \$	5 670 \$	7 138 \$
2005-05-31	10 638 \$	4 235 \$	6 403 \$
2005-06-30	10 434 \$	4 073 \$	6 361 \$
2005-07-31	11 534 \$	4 859 \$	6 675 \$
2005-08-31	12 338 \$	5 587 \$	6 751 \$
2005-09-30	14 317 \$	7 260 \$	7 057 \$
2005-10-31	14 180 \$	8 202 \$	5 978 \$
2005-11-30	14 543 \$	8 605 \$	5 938 \$
2005-12-31	17 138 \$	9 249 \$	7 890 \$
2006-01-31	18 140 \$	10 138 \$	8 002 \$
2006-02-28	18 404 \$	10 421 \$	7 983 \$
2006-03-31	18 521 \$	10 209 \$	8 311 \$
2006-04-30	19 649 \$	10 392 \$	9 257 \$
2006-05-31	19 556 \$	10 634 \$	8 922 \$
2006-06-30	17 591 \$	10 666 \$	6 924 \$
2006-07-31	18 883 \$	11 326 \$	7 557 \$
2006-08-31	18 997 \$	12 019 \$	6 979 \$
2006-09-30	19 356 \$	12 747 \$	6 609 \$
2006-10-31	20 497 \$	13 272 \$	7 225 \$
2006-11-30	19 289 \$	12 744 \$	6 545 \$
2006-12-31	19 728 \$	12 910 \$	6 818 \$

Date	Total	PCAA_Annexe A	Bancaire et Autres
2007-01-31	20 127 \$	12 898 \$	7 228 \$
2007-02-28	19 183 \$	12 271 \$	6 913 \$
2007-03-31	18 810 \$	11 834 \$	6 976 \$
2007-04-30	18 965 \$	11 173 \$	7 792 \$
2007-05-31	21 033 \$	12 222 \$	8 812 \$
2007-06-30	20 938 \$	12 314 \$	8 624 \$
2007-07-31	22 301 \$	12 188 \$	10 114 \$
2007-08-31	16 019 \$	13 142 \$	2 877 \$
2007-09-30	15 633 \$	13 147 \$	2 485 \$
2007-10-31	14 483 \$	13 147 \$	1 335 \$

Liquidités, cote de crédit et répartition des PCAA de tiers

Portefeuille Caisse au 30 juin 2007

	Fiducies	Position (en M\$)	Poids	Cote DBRS	Points d'attachement moyen
1	Apollo	65 \$	0%	R-1 M	10%
2	Apsley	864 \$	3%	R-1 H	22%
3	Aria	592 \$	2%	R-1 H	17%
4	Aurora	853 \$	3%	R-1 H	18%
5	Comet	668 \$	2%	R-1 H	18%
6	Devonshire	332 \$	1%	R-1 H	15%
7	Encore	718 \$	2%	R-1 H	13%
8	Gemini	525 \$	2%	R-1 H	12%
9	Ironstone	233 \$	1%	R-1 H	9%
10	MMAI-I	562 \$	2%	R-1 H	10%
11	Newshore	99 \$	0%	R-1 M	0%*
12	Opus	697 \$	2%	R-1 H	17%
13	Planet	647 \$	2%	R-1 H	12%
14	Rocket	934 \$	3%	R-1 H	10%
15	SAT	654 \$	2%	R-1 H	19%
16	Silverstone	695 \$	2%	R-1 H	15%
17	SIT III	762 \$	2%	R-1 H	20%
18	Skeena	653 \$	2%	R-1 H	15%
19	Slate	413 \$	1%	R-1 H	18%
20	Symphony	753 \$	2%	R-1 H	18%
21	Whitehall	580 \$	2%	R-1 H	15%
22	PCAA de tiers	12 300 \$	39%		15%
23	Autres liquidités	19 575 \$	61%		
24		31 876 \$	100%		



INVESTISSEMENT DANS COVENTREE

Coventree est une banque d'affaires créée à Toronto, en 1998. La société est spécialisée dans les financements structurés ainsi que dans la titrisation d'actifs financiers et d'autres actifs ayant des flux monétaires prévisibles.

Dès le début, Coventree a financé ses activités de titrisation d'actifs par l'entremise du marché du papier commercial canadien. Les actifs financiers étaient acquis par des véhicules spécialisés hors bilan, les canalisateurs financiers, qui émettaient des papiers commerciaux adossés auxdits actifs (PCAA). Ces PCAA étaient commercialisés par des banques canadiennes et bénéficiaient de la cote de crédit la plus élevée de DBRS pour des instruments de court terme, soit R-1.

Investissement de la Caisse dans Coventree

- / Le groupe Placements privés de la Caisse a pris une participation totalisant 4,7 M\$ dans Coventree, et ce, en deux tranches, l'une en 2000 et l'autre en 2002, représentant chacune 15 % du capital-actions. Dans le cadre de l'investissement conclu en 2002, la Caisse a également consenti un prêt de 2 M\$.
- / La décision d'investir dans Coventree était indépendante de la décision du groupe Revenu fixe d'investir dans le papier commercial. Cette participation n'obligeait aucunement la Caisse à acheter le PCAA émis par les canalisateurs financiers de la société.
- / Le 28 novembre 2006, Coventree a inscrit ses actions à la cote de la Bourse de Toronto au moyen d'une émission secondaire d'actions. La Caisse a vendu 75,5 % de sa participation dans le cadre de cette émission. En décembre 2006, Coventree a remboursé l'encours du financement consenti en 2002.
- / La convention intervenue avec les courtiers de l'émission d'actions de 2006 prévoyait que le solde des actions appartenant à la Caisse soit détenu jusqu'à la fin de 2007. Or, compte tenu de la très faible liquidité des actions de Coventree, la Caisse n'a pas vendu d'actions après la fin de la période de blocage, en mai 2007.
- / La Caisse a placé l'action de Coventree sous embargo lorsqu'elle s'est engagée dans le processus de restructuration de son portefeuille de PCAA, en août 2007.
- / Le marché du PCAA s'étant effondré, le conseil d'administration de Coventree a recommandé, en février 2008, que la société cesse ses activités et qu'elle distribue à ses actionnaires les fonds qui étaient alors disponibles.
- / Au 31 décembre 2008, la Caisse détenait toujours 1 345 815 actions de Coventree, dont la valeur du marché s'élevait à 4,1 M\$.

Ce qu'il faut retenir

- / Les décisions d'investir dans le capital de Coventree et d'acquérir des PCAA des canalisateurs de la société ont été prises respectivement par le groupe Placements privés et le groupe Revenu fixe sur une base indépendante, les deux groupes agissant à distance.
- / La participation au capital de Coventree n'incitait aucunement la Caisse à acheter le PCAA émis par les canalisateurs financiers de la société.

3



Caisse de dépôt et placement
du Québec

Impact de la politique de couverture de change

Comparaison avec les pairs

Mai 2009



Caisse de dépôt et placement
du Québec

Politique de couverture de change

Comparaison de la Caisse à ses pairs+ - 2008

	Répartition d'actifs		Rendements associés aux devises*	Impact devises	
	Caisse	Pairs+		%	G\$
Exposition couverte	40%	10%	-1.8%	-0.5%	-0.8
Exposition non couverte	10%	26%	13.4%	-2.1%	-3.2
Exposition en CAD	50%	65%	-	-	-
Total	100%	100%	-	-2.6%	-4.1

*Les pairs sont ceux de l'univers PIAC comptant 129 institutions canadiennes, dont 93 avaient en 2008 un actif sous gestion de 1 G\$ ou plus.

* Pour l'exposition couverte : rendement couvert moins le rendement local.

Pour l'exposition non couverte: rendement non couvert moins le rendement local.

Manque à gagner par rapport aux pairs

- ❑ Plus d'actifs étrangers *couverts* : - 0,8 G\$
- ❑ Moins d'exposition aux devises (actifs étrangers *non couverts*) : - 3,2 G\$
- ❑ Manque à gagner total : - 4,1 G\$

✓ Si la Caisse avait une politique de couverture du risque de change similaire à celle de ses pairs, son rendement aurait été supérieur de 4,1 G\$ (ou 2,6 %) en 2008



Caisse de dépôt et placement
du Québec

Politique de couverture de change

Impact sur la performance à long terme

	Politique de couverture Caisse				Caisse avec politique de couverture des pairs			
	Rendement 5 ans		Rendement 10 ans		Rendement 5 ans		Rendement 10 ans	
	%	Quartile	%	Quartile	%	Quartile	%	Quartile
2008	3,10%	3	3,60%	4	2,95%	3	3,19%	4
2007	12,40%	1	7,70%	3	11,16%	2	7,25%	4

	Caisse	Pairs	Caisse - Pairs
1998	1.0%	3.2%	-2.2%
1999	-0.8%	-2.5%	1.7%
2000	0.1%	0.0%	0.2%
2001	0.2%	0.7%	-0.5%
2002	0.2%	1.0%	-0.8%
2003	-1.0%	-3.7%	2.8%
2004	-0.2%	-1.1%	0.9%
2005	-1.4%	-2.8%	1.4%
2006	0.6%	1.2%	-0.6%
2007	-1.6%	-3.3%	1.7%
2008	0.6%	3.3%	-2.6%
2003-2007			1.26%
1998-2007			0.48%
2004-2008			0.18%
1999-2008			0.44%

Contribution de la politique de couverture de devise au classement de la Caisse sur 5 ans et 10 ans :

2007 : Améliore le classement Caisse d'un niveau

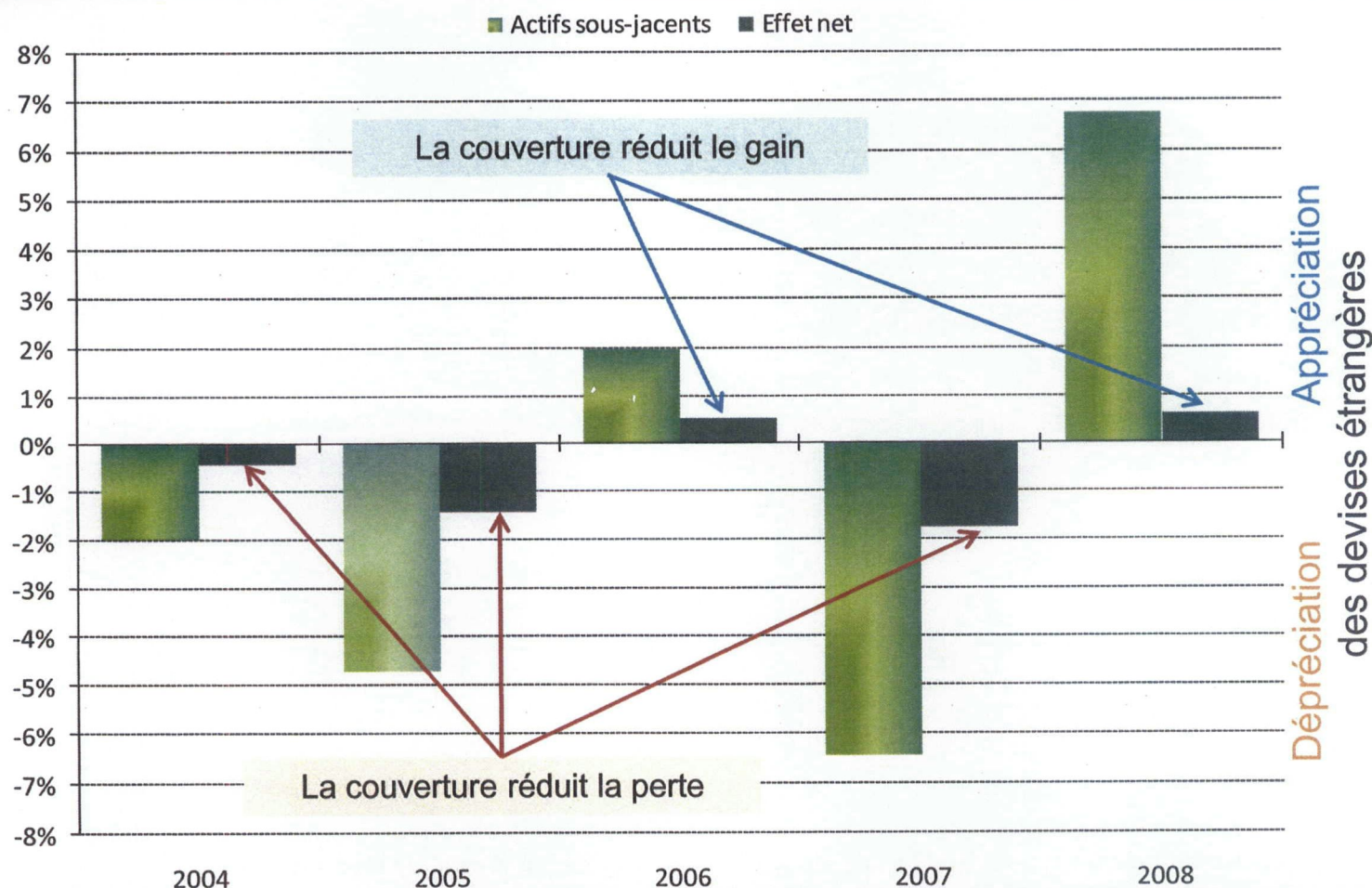
2008 : aucun impact

Hypothèse : Même politique de couverture de change, même exposition aux devises et même répartition d'actif qu'en 2008.

✓ Sur les 5 et 10 dernières années, la politique de couverture Caisse a contribué positivement à sa performance comparée à celle de ses pairs

Politique de couverture de change Caisse

Contribution des devises au rendement total



✓ Impact de la politique de couverture Caisse en 2008

- Appréciation des placements étrangers du fait des devises de 6,8 %
- Coûts du portefeuille de couverture de change de 6,1 %
- Rendement net de 0,6 %

4



Caisse de dépôt et placement
du Québec

PORTEFEUILLE IMMEUBLES

MAI 2009

Rendement Portefeuille Immeubles

En %	Portefeuille	AON	Écart (p.c.)
1 an	-21,9	-3,4	-18,5
5 ans	17,0	19,0	-2,0
10 ans	15,5	14,5	1,0



Rendement

Faits saillants au 31 décembre 2008

- > Fonds autogénérés des filiales opérationnelles supérieurs au budget
- > Taux d'occupation global du portefeuille à un haut niveau historique de 95 %
- > Baisse de valeur des propriétés
 - > La crise de crédit et de liquidité qui sévit actuellement affecte les conditions du marché de l'investissement immobilier. Les prêteurs ont réduit leurs activités de financement, ce qui limite le nombre d'acquéreurs potentiels et, par conséquent, cette situation a créé une pression à la hausse sur les taux de rendement immobilier exigés



Rendement

Faits saillants au 31 décembre 2008

Baisse de valeur des propriétés

- > Augmentation des taux de capitalisation (Canada : 50 p.c., États-Unis : 75 p.c., Royaume-Uni et Espagne : 125 p.c.) à la suite de la hausse de la prime de risque immobilière
- > Détérioration des hypothèses d'évaluation, dont une réévaluation à la baisse des revenus nets d'exploitation projetés
- > Profit de développement (300 M\$) et gains sur dispositions (100 M\$)
- > Réévaluation à la baisse des fonds immobiliers
- > Titres boursiers durement affectés par la crise financière
- > Le rendement de moins-value est constitué à plus de 90 % de pertes non matérialisées



Caisse de dépôt et placement
du Québec

Rendement Canada vs étranger

(En pourcentage au 31 décembre 2008)

	1 an			5 ans		5 ans (2007)		10 ans ¹	
	Caisse	Indice	Écart	Caisse	Indice	Caisse	Indice	Caisse	Indice
Portefeuille Immeubles (PSI)	-21,9	-3,4 AON	-18,5	17,0	19,0 AON	26,6	22,2 AON	15,5	14,5
Canada :	-11,7	2,5 IPD	-8,2	19,2	20,6 IPD	25,4	22,2 IPD	15,8	15,2
Québec	-17,5	-3,8	-2,0	12,4	15,5	19,1	18,4	11,6	13,0
Canada hors Québec	-9,0	5,2	-6,2	22,8	21,6	29,1	22,6	18,8	15,3
Étranger :	-28,7	n.a.	-10,3	15,3	n.a.	27,1	n.a.	15,0	n.a.
États-Unis	-26,6	-16,6 NCREIF	-0,7	11,4	15,0 NCREIF	21,3	22,2 NCREIF	10,7	n.a.
Europe	-23,0	n.a.	-4,2	7,7	n.a.	16,0	n.a.	12,6	n.a.
Asie	-40,4	n.a.	-5,4	26,7	n.a.	51,5	n.a.	25,9	n.a.

¹ Avant le 1^{er} janvier 2003, l'indice AON était composé à 50% de l'indice Russel Québec, à 40% de l'indice Russel Canada et à 10% de l'indice TSE immobilier construction, auquel un levier de 25% était appliqué

Rendement

Comparaison du rendement avec la médiane selon RBC Dexia⁽¹⁾

(en %)	1 an	5 ans	10 ans
Groupe immobilier			
Rang quartile du Groupe immobilier	-21,9 4	17,0 1	15,5 1
Indice de référence (Aon)			
Rang quartile indice	-3,4 4	19,0 1	14,5 2
5 ^e centile	13,3	17,6	16,9
Premier quartile	6,6	16,1	15,2
Médiane	3,9	14,5	13,5
Troisième quartile	0,2	11,4	11,6
95 ^e centile	-13,6	6,0	10,3

- > Le rendement du portefeuille Immeubles se classe au 1^{er} quartile sur les périodes de 5 et 10 ans, et il surpasse l'indice de référence sur un horizon de 10 ans

⁽¹⁾ RBC Dexia – caisses 1 milliard et plus et RBC Dexia Univers Fonds équilibré



Caisse de dépôt et placement
du Québec

Rendement

Comparaison avec les pairs

(en %)	Portefeuille Immeubles	OMERS	TEACHERS
Indice	Aon	Objectif de rendement absolu	IPC + 5 %

1 an

Portefeuille Immeubles	-21,9	6,0	-4,3
Indice et pairs	-3,4	8,3	7,0
Écart	-18,5	-2,3	-11,3

5 ans

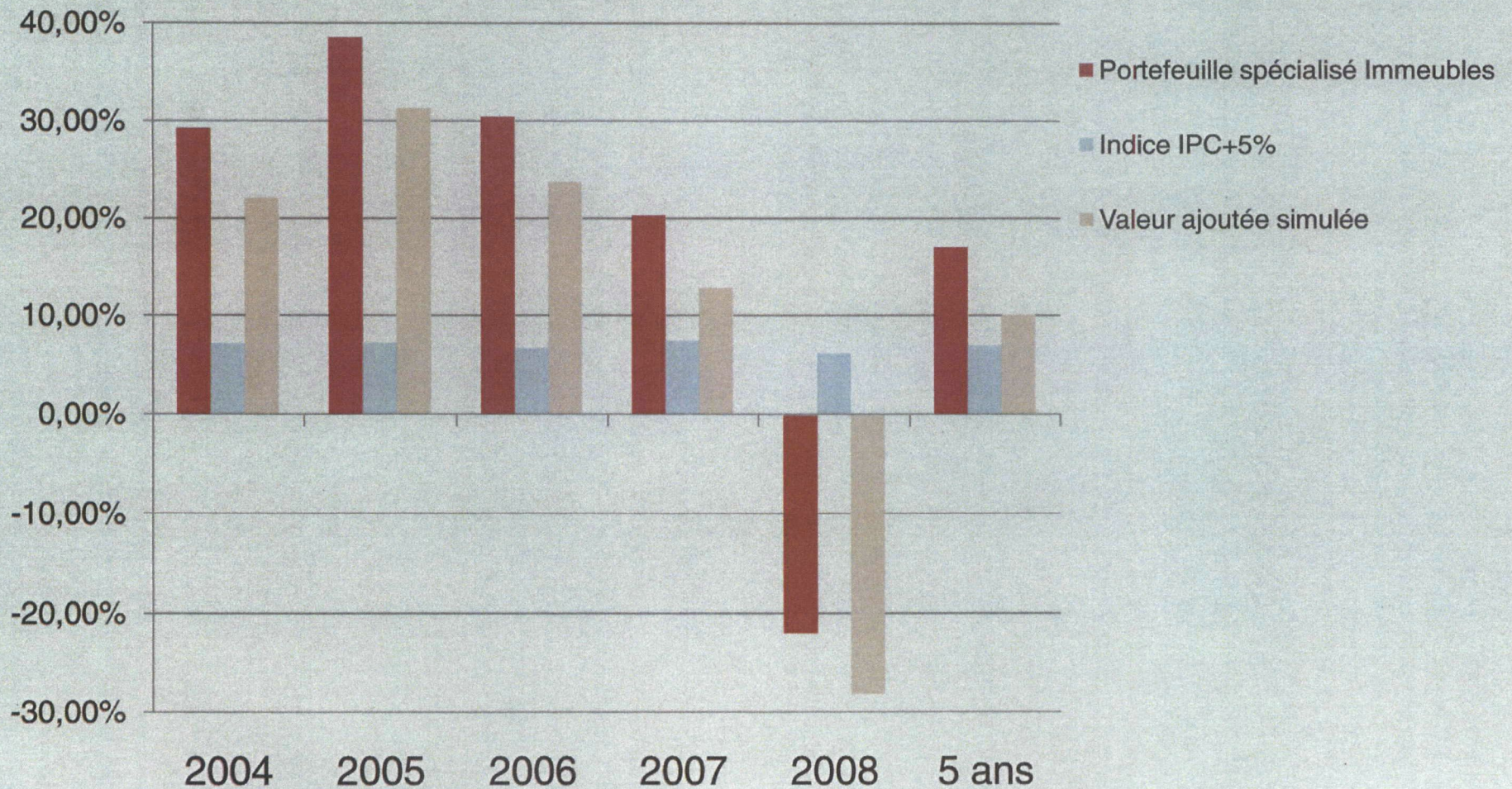
Portefeuille Immeubles	17,0	18,1	12,8
Indice et pairs	19,0	8,2	6,7
Écart	-2,0	9,9	6,1



Rendement

Valeur ajoutée – Portefeuille Immeubles

La valeur ajoutée 5 ans du portefeuille Immeubles serait de 1003 p.c. par rapport à l'indice Teachers (IPC + 5 %)



5



JUSTE VALEUR DES PLACEMENTS

CONCEPT DE « MARK-TO-MARKET »

DÉFINITION

- / Concept relatif à l'établissement des états financiers. La juste valeur correspond au prix obtenu de la vente d'un actif, ou payé pour transférer un passif, dans une transaction normale intervenant, à la date d'évaluation, entre les acteurs du marché, libres et sans contrainte. La juste valeur ne constitue ni une liquidation forcée, ni une vente en catastrophe entre les parties. La juste valeur constitue la valeur d'échange reconnue dans un marché organisé ou la valeur qui peut être dérivée de transactions réelles et représentatives dans les marchés de gré à gré. Dès que l'établissement de la juste valeur s'éloigne de ces deux sources de valorisation, l'écart entre les valeurs établies par différentes techniques d'évaluation tend à s'accroître.

CE QU'IL FAUT RETENIR

- / Au cours des dernières années, la normalisation comptable relative à la détermination de la juste valeur a évolué grandement à travers le monde, et ce, de façon harmonisée. Toutefois, le cadre conceptuel relatif à l'établissement de la juste valeur perd grandement de sa pertinence lorsque les marchés sont inactifs et volatils.
- / La juste valeur est un concept pertinent lorsqu'il est appliqué avec jugement.
- / L'extrême volatilité des marchés financiers au 31 décembre 2008 et le refus du Conseil des normes comptables du Canada de faire preuve d'ouverture à l'égard des sociétés de placement dans la détermination des justes valeurs ont forcé la Caisse à retenir des techniques et des hypothèses d'évaluation parmi les plus sévères qui soient.
- / Pour les placements en immeubles, dettes immobilières, placements privés, infrastructures et obligations de sociétés fermées, la juste valeur établie au 31 décembre 2008 a fortement subi les répercussions de l'extrême volatilité générale des marchés financiers et reflète peu la valeur économique de ces placements.
- / Entre le 30 juin et le 31 décembre 2008, la juste valeur de certains placements de la Caisse a été affectée défavorablement par l'augmentation de la volatilité des marchés.
- / Lorsque peu de transactions importantes et représentatives sont effectuées dans un marché, l'extrême volatilité des marchés financiers entraîne un élargissement de l'écart des justes valeurs établies par différentes organisations pour des investissements similaires.
- / Par exemple, en 2008, la fourchette d'évaluation des placements en immobilier pour cinq grands investisseurs, dont la Caisse, varie entre -30 % et 10,2 %.

CONTEXTE DE LA CAISSE

- / Selon les règles comptables en vigueur au Canada, la Caisse constitue une société de placement et, à ce titre, ses investissements sont réputés être disponibles à la vente à la date d'évaluation, soit le 31 décembre de chaque année.
- / En vertu du manuel de l'Institut canadien des comptables agréés (ICCA), les règles applicables sont :
 - NOC 18 – Sociétés de placement (fonds communs de placement et fonds institutionnels, dont la Caisse)
 - Chapitre 3855 – Instruments financiers (banques, sociétés d'assurance, etc.)
 - Chapitre 4100 – Régimes de retraite (Teachers, Omers)
- / En termes d'évaluation à la juste valeur, les règles comptables applicables à la Caisse sont plus sévères que les normes comptables applicables aux autres institutions financières au Canada puisqu'elles ne permettent pas de classer des actifs financiers dans une catégorie « placements détenus jusqu'à leur échéance ».
- / Lorsque des placements sont ainsi classés « jusqu'à échéance », leur juste valeur ne tient compte que des baisses de valeur permanentes fondées sur une détérioration des éléments fondamentaux propres à l'investissement, comme une baisse des flux monétaires futurs et surtout, ne reflète pas toute la volatilité présente dans un marché à la date d'évaluation lorsqu'il existe une faible probabilité que cette volatilité soit permanente. Un tel classement permet de comptabiliser l'investissement à sa valeur de recouvrement ultime au terme de la période présumée de détention et non à sa juste valeur à la date d'évaluation.
- / Dans le cadre de l'adoption des normes comptables internationales (International Financial Reporting Standards - IFRS) par le Canada à compter du 1^{er} janvier 2011, l'ICCA a annoncé que les normes applicables aux régimes de retraite au Canada demeurent inchangées. Cette décision a pour conséquence que les différences actuelles de traitement comptable entre une organisation comme la Caisse et les régimes de retraite canadiens s'amplifieront.

CONTEXTE DE LA CRISE FINANCIÈRE... DES EXCEPTIONS MAIS PAS POUR LA CAISSE

- / La crise financière de 2008 a amené les autorités canadiennes et internationales à adopter des mesures pour résoudre les problèmes d'information financière posés par l'extrême volatilité des marchés financiers. Ces nouvelles normes ont reçu l'aval du Conseil de surveillance de la normalisation comptable du Canada (« le Conseil ») le 11 novembre 2008.
- / Le Conseil a précisé que des circonstances inhabituelles commandent souvent une intervention rapide. Le Conseil a agi avec célérité pour mettre à jour les normes canadiennes à la lumière des initiatives prises dans d'autres pays. Le Conseil a notamment autorisé la modification des normes comptables actuelles afin de permettre le reclassement d'actifs financiers dans des circonstances déterminées, notamment, le passage des catégories « détenus à des fins de transaction » ou « disponibles à la vente » vers la catégorie « placements détenus jusqu'à leur échéance ».

- / Ces changements ont pu être appliqués par les régimes de retraite canadiens puisqu'à titre de guide aux fins de l'établissement de la juste valeur des placements, les régimes de retraite peuvent se prévaloir de l'ensemble des dispositions du chapitre 3855 de l'ICCA sur les instruments financiers, ce que la Caisse ne peut pas faire.
- / Le 22 octobre 2008, étant donné l'extrême volatilité des marchés financiers, la Caisse a écrit au Conseil de surveillance de la normalisation comptable du Canada pour proposer d'adopter des mesures spéciales pour les sociétés de placement, semblables à celles permises aux autres institutions financières canadiennes. Le 24 novembre 2008, le Conseil a rejeté la demande de la Caisse.
- / La Caisse aurait souhaité que le Conseil des normes comptables adopte des normes transitoires pour les sociétés de placement comme la Caisse. Pour les investissements dont les marchés sont inactifs depuis l'automne 2008, cela aurait permis d'établir la juste valeur des placements en se fondant sur leur valeur économique plutôt que sur des paramètres de marché qui reflètent davantage des valeurs de liquidation ou de transaction forcée.

IMPACT DU « MARK-TO-MARKET » SUR LA VALEUR DES PLACEMENTS DANS LES MARCHÉS INACTIFS ET VOLATILS

- / Dans les marchés inactifs et volatils, le concept de la juste valeur est un concept théorique pour des investisseurs sans contrainte qui possèdent un horizon de placement éloigné dans le temps. Pour établir la juste valeur d'un actif issu d'un marché inactif et volatil, plusieurs méthodes d'évaluation sont utilisées dont, entre autres, les multiples des comparables dans les marchés cotés, les transactions récentes dans les marchés ou l'actualisation des flux monétaires futurs. Lorsque les marchés sont inactifs et volatils, la juste valeur perd beaucoup de sa fiabilité puisqu'elle s'éloigne de la valeur économique fondamentale des actifs. Les quelques cas de transactions représentent davantage une valeur de liquidation.
- / C'est dans ce contexte de marché inactif et volatil que la Caisse a dû évaluer ses placements au 31 décembre 2008.
- / Dans une étude rendue publique le 27 février 2009, intitulée « Marking to Market for Financial Institutions : A Common Sense Resolution », l'Institut C.D. Howe mentionne :
 - Une question demeure épineuse, à savoir si la valeur au marché, dans l'évaluation de l'actif et du passif des bilans des institutions financières, constitue la meilleure estimation de la valeur qui existe ou si, en période de crise, son utilisation crée de graves distorsions.
 - La plupart du temps, la valeur au marché reflète le potentiel des profits à venir et il convient de l'utiliser; cependant, à certains moments, notamment en période de crise financière lorsque la liquidité est rare et que l'information sur les prix est limitée, ces imperfections du marché portent à croire que la valeur au marché ne convient pas.

IMPACT DU « MARK-TO-MARKET » SUR CERTAINS PLACEMENTS DE LA CAISSE

À la Caisse, l'extrême volatilité des marchés financiers au dernier trimestre de 2008 et l'obligation de constater des baisses de valeur conséquentes à ce contexte, a eu un impact important sur le rendement de 2008, notamment pour les placements suivants :

- / immeubles;
- / dettes immobilières;
- / placements privés;
- / infrastructures;
- / obligations de sociétés fermées

L'ensemble de ces placements sont à proprement parler « illiquides » depuis l'automne 2008 en raison de la crise mondiale de liquidité. Pour ces portefeuilles, l'horizon de détention de la Caisse est de 3 à 5 ans comme le démontre l'expérience de gestion de la dernière décennie. Il est possible d'avoir un tel horizon de placement compte tenu du fait que la très grande majorité des déposants de la Caisse possèdent des engagements à long terme envers leurs membres ou clients.

Ainsi, malgré l'horizon de placement à long terme des déposants, malgré la capacité de la Caisse à détenir ces placements le temps nécessaire pour recouvrer leur valeur optimale et malgré l'expérience passée qui prouve que la Caisse a toujours géré ces placements sur un horizon de 3 à 5 ans, la Caisse a dû, au 31 décembre 2008, établir leur juste valeur en fonction de paramètres de marché qui se rapprochent de ceux prévalant dans un environnement de liquidation.

En plus de ne pouvoir appuyer les valeurs du 31 décembre 2008 sur aucune transaction réelle dans les marchés (somme toute le meilleur indicateur de la valeur d'un investissement), les valeurs établies ne tiennent pas compte de trois facteurs importants :

- / les flux monétaires relatifs à ces investissements (revenus de loyers, d'intérêt et de dividendes) demeurent solides ;
- / les valeurs établies de façon indépendante au 30 juin 2008 montraient peu de détérioration de la qualité de crédit de ces investissements ;
- / l'expérience des 16 derniers trimestres montre que la valeur de vente des investissements fut systématiquement supérieure à celle de leur plus récente évaluation.

Actualisation des flux monétaires

Lorsqu'un marché est inactif, c'est-à-dire qu'on ne peut déterminer la valeur des placements en se fondant sur des transactions représentatives et récentes dans le marché pertinent, une technique d'actualisation de flux de trésorerie doit être utilisée pour déterminer la juste valeur du placement.

Les deux éléments fondamentaux de cette technique sont les flux de trésorerie futurs prévus pour ce placement et le taux d'actualisation pour ramener les flux monétaires à la valeur présente. Plus ce taux est élevé, plus la juste valeur du placement est réduite. Le taux d'actualisation est influencé par les écarts de crédit qui représentent le coût du crédit.

Au 31 décembre 2008, la valeur de plusieurs placements à la Caisse a chuté essentiellement en raison de la hausse généralisée des écarts de crédit sur tous les marchés. Les écarts de crédit particulièrement élevés au 31 décembre 2008 ont eu un effet à la hausse sur les taux d'actualisation et à la baisse sur la juste valeur des placements.

Les deux exemples suivants démontrent que les flux de trésorerie des placements de la Caisse sont toujours solides.

Exemple 1 : portefeuille spécialisé Dettes immobilières

Ce portefeuille affiche un recul de sa valeur nette en 2008, et ce, malgré la hausse constante des revenus d'intérêts. Ainsi, en 2008, le portefeuille a eu un rendement de -7,6 % alors que les revenus d'intérêts ont crû de 16,1 %. Avec le même portefeuille, il est prévu que les revenus d'intérêts augmentent de 6,8 % en 2009.

Exemple 2 : portefeuille spécialisé Immeubles

Ce portefeuille a obtenu un rendement de -21,9 % en 2008, et ce, malgré des revenus de loyers nets en hausse de 8,2 %. Il est prévu que ceux-ci augmentent de 4,5 % en 2009.

Évolution de la juste valeur des placements nets en 2008

Le tableau suivant présente la juste valeur des placements nets de la Caisse pour les groupes d'investissement « Placements privés » et « Immobilier ». Les variations sont essentiellement attribuables au processus d'évaluation au 31 décembre 2008 puisqu'au cours du deuxième semestre de 2008, aucun investissement ou vente important n'a été effectué.

(En millions)

Groupes d'investissement	30 juin	31 décembre	Écart
Placements privés (placements privés, infrastructures, participations et obligations de sociétés)	19 677	14 037	(5 640)
Immobilier (immeubles et dettes immobilières)	30 281	25 443	(4 838)
	49 958	39 480	(10 478)

L'écart total de 10,5 G\$ entre le 30 juin et le 31 décembre 2008 est important. La Caisse estime qu'environ un milliard de dollars s'explique par une réelle détérioration de la qualité de crédit de certains placements. Toutefois, une grande partie de l'écart, soit 9,5 G\$ est essentiellement attribuable à l'augmentation de la volatilité dans les marchés¹.

Ce phénomène est également vrai pour d'autres investisseurs mais à la lumière des résultats financiers observés au 31 décembre 2008, il est permis de croire que son ampleur varie grandement d'une institution à l'autre.

ÉCARTS OBSERVÉS AVEC LES INDICES ET D'AUTRES INVESTISSEURS

Une période de volatilité apporte habituellement une fourchette de juste valeur beaucoup plus importante. Par exemple, ce fut le cas de l'immobilier en 2008. Le tableau suivant montre les écarts d'évaluation des placements en immobilier entre la Caisse, son indice et les rendements d'autres grands investisseurs.

Rendement immobilier

	2006	2007	2008
	%	%	%
Rendement Caisse	30,5	20,3	-21,9
Indice Aon Immobilier	27,1	24,4	-3,4
Écart	3,4	-4,1	-18,5
Rendement Teachers'			-4,3
Rendement Omers			6,0
Rendement Hoopps'			10,2
Rendement ABP (Hollande)			-30,0

Bien que la Caisse investisse davantage à l'étranger où l'impact de la couverture de change ainsi que la dépréciation importante de certains marchés (États-Unis et Europe de l'Ouest) aient joué en sa défaveur, les données ci-dessus montrent à quel point en période de volatilité, les écarts de rendement, attribuables à l'établissement de la juste valeur, sont importants.

¹ Sur le plan de l'évaluation, l'augmentation de la volatilité se traduit par des écarts de crédit plus élevés, une hausse correspondante du taux d'actualisation et des flux monétaires actualisés plus bas, d'où une dépréciation de la juste valeur sur papier.

Ce phénomène existe également dans le cas de l'indice puisque l'écart pour 2008 entre la Caisse et son indice est anormalement élevé en comparaison avec les années 2006 et 2007. Le rendement 5 ans du portefeuille Immeubles de la Caisse est de 17 % et se situe dans le premier quartile des grandes caisses de retraite canadiennes.

À ce sujet, il est permis de croire que certains participants à l'indice de référence de la Caisse n'ont pas effectué d'évaluations à la juste valeur au 31 décembre 2008 de leurs placements étant donné le contexte d'illiquidité qui prévalait et leur horizon de placement à long terme.

6



Caisse de dépôt et placement
du Québec

Évolution du risque du portefeuille de la Caisse et comparaison avec les pairs

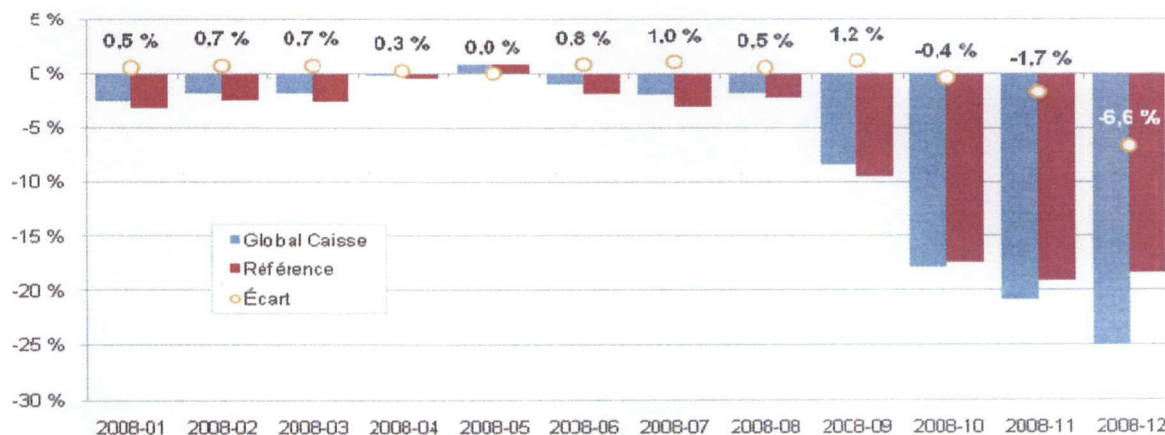
Mai 2009

Devant l'ampleur de la crise financière de 2008, la stratégie de diversification a fait défaut.

Rendement mensuel cumulatif de la Caisse



Rendement de la Caisse comparé à l'indice global



Note : Les catégories d'actif non liquides donnent lieu à une réévaluation semestrielle. L'indice de référence de la catégorie d'actif Immeubles est publié trimestriellement.



Évolution du portefeuille de la Caisse et du risque

- > Au fil des ans, des changements importants ont été apportés au portefeuille de la Caisse
 - De 1995 à 2002, le poids des actions a augmenté à la suite de la modification de la Loi sur la Caisse en 1997
 - Depuis 2003, des catégories d'actif ont été ajoutées

- > La présente analyse repose sur les prévisions de juin 2008 et vise à illustrer l'impact de ces changements sur le risque à trois dates
 - Juin 2008 : avant l'intensification de la crise à la fin de 2008
 - Décembre 2002 : avant l'ajout des nouvelles catégories d'actif
 - Décembre 1995 : avant l'augmentation du poids des actions

Comparaison avec les pairs

- > À la fin du document, une comparaison historique du risque réalisé du portefeuille de la Caisse par rapport au risque réalisé des portefeuilles des pairs est présentée
- > Cette comparaison est basée sur des caisses de 1 G\$ et plus et est faite par une firme externe, RBC Dexia

Résumé des résultats de l'analyse

- > L'analyse illustre que
 - L'augmentation du poids des actions entre 1995 et 2002 a mené à une augmentation du risque prévu, accompagnée d'une augmentation du rendement prévu
 - Depuis 2003, les catégories d'actif introduites par la Caisse ont contribué à réduire le risque prévu, sans réduire le rendement prévu
- > La comparaison historique illustre que le risque réalisé du portefeuille de la Caisse a été inférieur au risque médian des pairs



Sept catégories d'actif ont été ajoutées depuis 2003

- > La liste des choix offerts aux déposants a été bonifiée en
 - > 2003
 - > Participations et infrastructures¹
 - > Placements privés¹
 - > Fonds de couverture
 - > 2004
 - > Obligations à rendement réel
 - > Produits de base
 - > 2005
 - > Obligations à long terme
 - > Dettes immobilières²

¹ Catégories d'actif créées pour isoler les investissements non liquides auparavant contenus dans les actions et obligations.

² Du temps où cette catégorie d'actif était connue sous le nom de Financements hypothécaires, les montants qui y étaient investis représentaient une partie du poids de référence attribué aux obligations. De nouvelles activités ont justifié le changement de nom de la catégorie d'actif ainsi que la détermination d'un poids de référence spécifique pour celle-ci.



Caisse de dépôt et placement
du Québec

Évolution du portefeuille de référence 1995-2008

Catégories d'actif	Référence		
	déc-95	déc-02	juin-08
Valeurs à court terme	3,2%	3,2%	1,2%
Obligations à rendement réel	0,0%	0,0%	0,7%
Obligations	53,1%	35,0%	26,7%
Obligations à long terme	0,0%	0,0%	2,4%
1 Total Revenu fixe	56,4%	38,2%	31,0%
Actions canadiennes	26,8%	16,5%	12,2%
Actions américaines (couvert)	2,1%	2,7%	0,8%
Actions américaines (non couvert)	2,1%	6,2%	2,7%
Actions étrangères (couvert)	3,9%	2,7%	2,0%
Actions étrangères (non couvert)	3,9%	7,0%	3,6%
Actions des marchés en émergence (non couvert)	0,0%	1,1%	3,2%
Québec Mondial	0,0%	6,5%	10,2%
2 Total Marchés boursiers	38,7%	42,7%	34,6%
Participations et infrastructures ¹	0,0%	4,0%	5,5%
Placements privés ¹	0,0%	8,0%	8,0%
Dettes immobilières	0,0%	0,0%	6,5%
Immeubles	4,9%	7,1%	9,9%
Produits de base	0,0%	0,0%	1,6%
Fonds de couverture	0,0%	0,0%	3,0%
3 Total Autres placements	4,9%	19,1%	34,5%
4 Rendement²	5,7%	6,7%	7,0%
5 Risque²	7,5%	10,0%	9,6%

Le portefeuille de
1995 a un risque et
un rendement prévus
inférieurs à ceux de
2002

Le portefeuille de
2008 a un risque
prévu inférieur à
celui de 2002

¹ En 2002, il s'agit du poids de ces investissements dans les actions et obligations.

² Afin de permettre une juste comparaison, les mêmes prévisions de rendement et de risque sont utilisées pour les trois portefeuilles, soit celles de juin 2008.

Évolution du portefeuille de référence 1995-2008

	Contribution au risque du portefeuille		
	Déc. 1995	Déc. 2002	Juin 2008
Revenu fixe	14%	6%	6%
Marchés boursiers	82%	65%	54%
Autres placements	4%	29%	41%
Total portefeuille	100%	100%	100%

En 2008, meilleure répartition du
risque (grâce aux nouvelles
catégories d'actif)



Caisse de dépôt et placement
du Québec

Portefeuilles des pairs de PIAC et portefeuille de la Caisse

Au 31 décembre 2007

Catégories d'actif	Portefeuille de référence	PIAC ¹	Écart par rapport à PIAC
Valeurs à court terme	1,4%	1,9%	-0,5%
Obligations à rendement réel	0,8%	2,7%	-1,9%
Obligations	27,4%	27,1%	0,3%
Obligations à long terme	2,4%	0,0%	2,4%
1 Total Revenu fixe	32,0%	31,7%	0,3%
Actions canadiennes	12,2%	19,2%	-7,0%
Actions américaines (couvert)	0,8%	6,9%	-6,1%
Actions américaines (non couvert)	2,9%	6,9%	-4,0%
Actions étrangères (couvert)	2,0%	7,5%	-5,5%
Actions étrangères (non couvert)	3,8%	7,5%	-3,7%
Actions des marchés en émergence (non couvert)	3,1%	1,2%	1,9%
Québec Mondial	9,5%	0,0%	9,5%
2 Total Marchés boursiers	34,3%	49,2%	-14,9%
Participations et infrastructures	5,4%	1,9%	3,5%
Placements privés	7,9%	4,3%	3,6%
Dettes immobilières	6,5%	0,9%	5,6%
Immeubles	9,1%	9,0%	0,1%
Produits de base	1,9%	0,0%	1,9%
Fonds de couverture	2,9%	3,0%	-0,1%
3 Total Autres placements	33,7%	19,1%	14,6%
4 Rendement	6,9%	6,7%	
5 Risque	9,5%	10,0%	

Risque prévu du
portefeuille de la
Caisse plus bas
que celui des
pairs

¹ Poids au 31 décembre 2007 fournis par 129 institutions de la "Pension Investment Association of Canada", dont 93 avaient un actif de 1 G\$ ou plus à cette date. Inclusion des obligations étrangères dans les obligations et répartition égale des actions mondiales entre les actions américaines et étrangères.

Comparaison avec les pairs

Risque réalisé sur des périodes de 5 ans

- > La volatilité du rendement (risque réalisé) du portefeuille de la Caisse sur 5 ans est inférieure au risque médian des grandes caisses de l'univers de RBC Dexia (extraits de rapport aux pages suivantes)
- > En 2008, l'écart sur cinq ans demeure à l'avantage de la Caisse (-0,04 %) mais est beaucoup plus faible qu'en 2007

Périodes de 5 ans se terminant en :	2008	2007
Risque réalisé des portefeuilles réels		
- Médiane	7,99%	5,37%
- Caisse	7,95%	4,37%
- Écart (Caisse - Médiane)	-0,04%	-1,00%
Rang centile (risque du portefeuille réel Caisse)	51	98
Risque réalisé de la référence Caisse	7,28%	4,64%
Écart Caisse (réel - référence)	0,67%	-0,27%



Caisse de dépôt et placement
du Québec

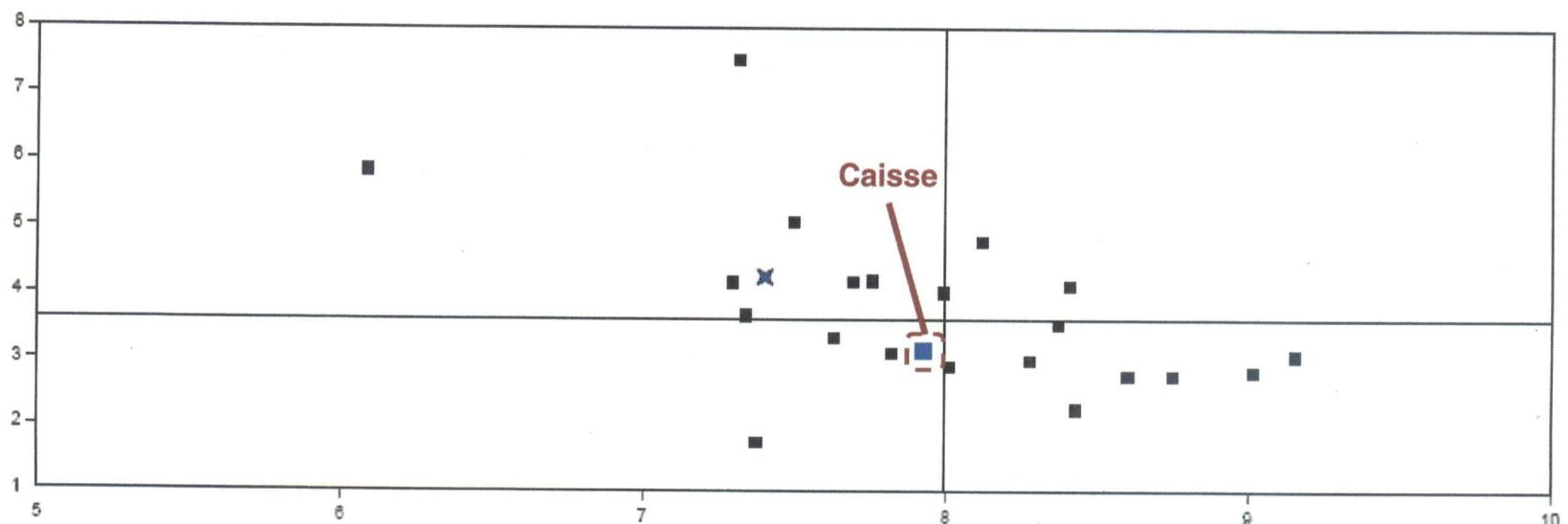
Portefeuilles réels

Rendement et risque réalisé 5 ans - 2008

Caisses de 1 G\$ et plus
Total du portefeuille - Analyse rendement/risque

5 ans terminés le 31 décembre 2008

Rendement



	Variabilité	Rang	Rendement	Variabilité
				Rang
+ Médiane	7.99		3.61	
■ Caisse totale	7.95	51	3.13	61
★ Politique	7.28	94	4.13	37

Univers: RBC Dextra Caisses de plus de 1 milliard \$ - Total du portefeuille
Catégorie d'actif: Total du portefeuille





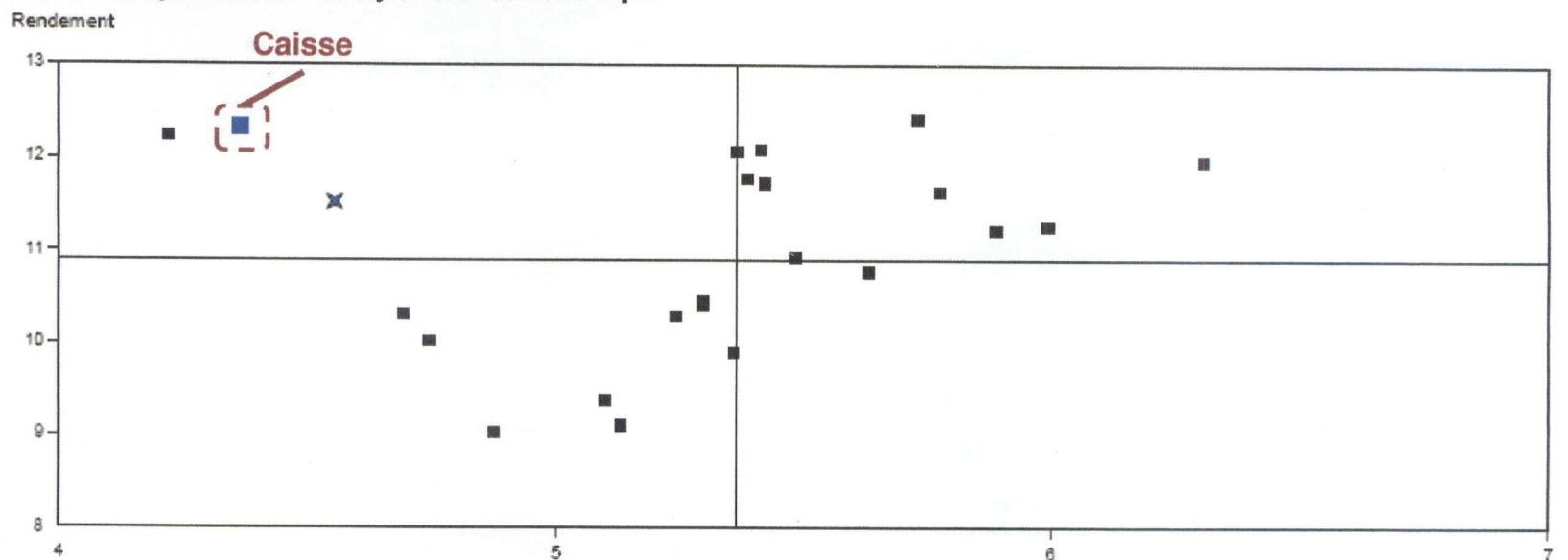
Caisse de dépôt et placement
du Québec

Portefeuilles réels

Rendement et risque réalisé 5 ans - 2007

Caisses de 1 G\$ et plus
Total du portefeuille - Analyse rendement/Risque

5 ans terminés le 31 décembre 2007



	Variabilité	Rang	Rendement	Variabilité Rang
+ Médiane	5.37		10.89	
■ Caisse totale	4.37	98	12.40	1
★ Politique	4.64	95	11.58	32

Univers: RBC Dextra Caisses de plus de 1 milliard \$ - Total du portefeuille
Catégorie d'actif: Total du portefeuille





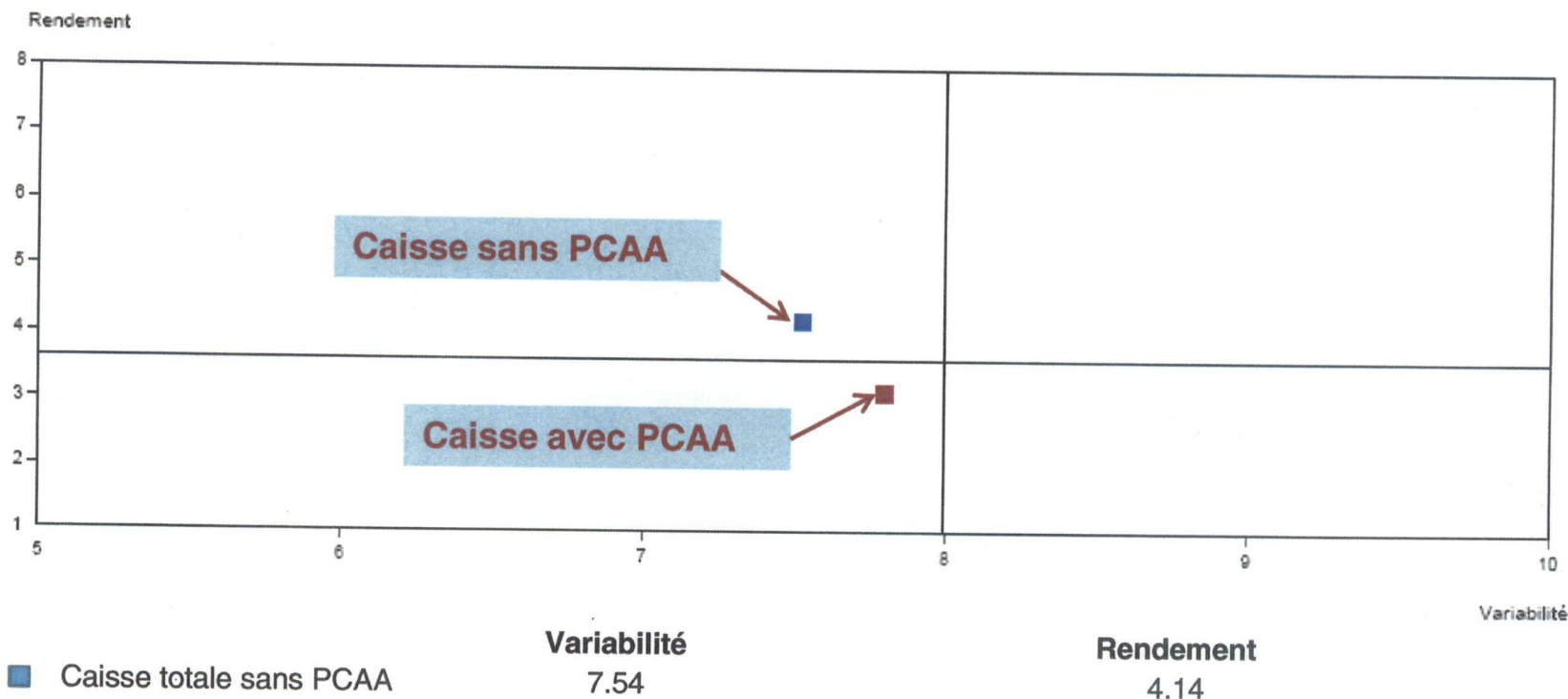
Caisse de dépôt et placement
du Québec

Impact des PCAA sur les résultats Caisse

Rendement et risque réalisé 5 ans - 2008

Caisses de 1 G\$ et plus
Total du portefeuille - Analyse rendement/Risque

5 ans terminés le 31 décembre 2008



Univers: RBC DEXIA Caisses de plus de 1 milliard \$ - Total du portefeuille
Catégorie d'actif: Total du portefeuille



- C'est de 1995 à 2002, autour de la nouvelle loi de 1997, que le risque et le rendement prévus ont augmenté le plus
- Depuis 2003, la diversification liée à l'ajout de nouvelles catégories d'actif a réduit le risque prévu
- Durant la crise financière de 2008, la stratégie de diversification n'a pas fonctionné comme durant les autres crises
- Malgré les PCAA et les résultats 2008, la Caisse a eu, sur 5 ans, des rendements moins volatils que la médiane des pairs

7



LE LEVIER FINANCIER

DÉFINITION

- / Effet, sur le rendement, des activités de placement financées par emprunt.

UNE TECHNIQUE RÉPANDUE

- / Cette technique d'investissement est fréquemment utilisée chez les grands investisseurs institutionnels. Elle vise à emprunter dans les marchés financiers pour acquérir des placements dans le but de tirer un rendement de ces investissements qui est supérieur au coût des fonds empruntés. Cette pratique courante a un effet favorable sur le rendement lorsque celui-ci est positif et à la baisse lorsque les investissements présentent un rendement négatif. Cette technique est utilisée par la Caisse depuis plus de 10 ans.

CE QU'IL FAUT RETENIR

- / La Caisse emprunte sous différentes formes dans les marchés financiers. Elle le fait pour acquérir des placements dans le but de tirer un rendement de ces investissements qui est supérieur au coût des fonds empruntés, notamment dans le marché immobilier. Elle le fait aussi pour maintenir une participation active dans des marchés d'où elle peut lever des sommes importantes, à moindre coût et en peu de temps, notamment le marché du « repo » (titres vendus en vertu de convention de rachat).
- / C'est seulement une portion du passif qui peut être qualifiée de levier financier et qui contribue au risque de marché du portefeuille global de la Caisse.
- / Entre 1998 et 2001, le passif de la Caisse en pourcentage de l'actif total est passé de 18 % à 29 %. Entre 2001 et 2007, ce ratio est passé de 29 % à 32 %.
- / En 2007 et 2008, le passif de la Caisse et celui de Teachers' se sont maintenus à peu près au même niveau.
- / Les agences de notation de crédit prennent en compte le passif lorsqu'elles établissent la cote de crédit de la Caisse.

Distinction entre levier et passif

Le passif présenté aux états financiers d'une société représente l'ensemble des engagements financiers envers les parties externes. Le levier financier est une composante du passif et réfère aux emprunts effectués pour financer des investissements additionnels. L'utilisation du levier financier accroît généralement le risque de crédit de l'institution puisque les emprunts monétaires servent à acquérir des placements dont la qualité de crédit peut soit s'apprécier, soit se déprécier.

Pour un investisseur institutionnel de la taille de la Caisse, le passif est composé d'engagements de quatre catégories, soit :

- A. Les activités d'exploitation (comptes fournisseurs et activités en voie de règlement).
- B. La part des actionnaires sans contrôle (la consolidation des états financiers demande une prise en charge à 100 % des actifs, passifs, revenus et dépenses et la constitution d'un compte au passif qui reconnaît la part des actionnaires minoritaires).
- C. Les emprunts effectués pour financer des placements (ce qui correspond aux activités de levier financier, notamment les emprunts bancaires, les emprunts relatifs aux programmes de financement, ainsi que le « repo » obligataire)
- D. Le résultat des activités de gestion de risque (dont le risque de change) et de gestion active (arbitrage) à l'aide de produits dérivés ou des activités de ventes à découvert (dont seulement la partie « nette » des activités de gestion active ou de vente à découvert représente du véritable levier financier).

Emprunts effectués pour financer des placements – Une source de liquidités

Dans le cadre de ses activités d'investissement, la Caisse doit s'assurer d'avoir les liquidités suffisantes pour faire face aux engagements financiers relatifs à de telles activités.

Ces engagements se résument ainsi :

- / besoins d'exploitation;
- / besoins d'investissement (pour financer les besoins provisoires, pour saisir les occasions, pour répondre aux appels de capitaux des fonds d'investissement);
- / appels de collatéral sur des produits servant à la gestion du risque et la gestion active;
- / besoins de liquidités des déposants.

En tout temps, la Caisse doit s'assurer d'avoir des liquidités suffisantes (où la possibilité de les obtenir rapidement). Ces liquidités proviennent de quatre sources :

- / investissements des déposants dans le portefeuille spécialisé « Valeurs à court terme »
- / emprunts bancaires
- / emprunts par le biais de programmes de financement
- / marché du « repo » (titres vendus en vertu de convention de rachat).

Comme les investissements des déposants dans le portefeuille spécialisé « Valeurs à court terme » sont insuffisants pour assurer une gestion prudente des liquidités compte tenu de la composition du portefeuille de référence de la Caisse, des activités de gestion des risques et des activités de gestion active, la Caisse doit s'assurer de la disponibilité d'autres sources de fonds. Comme le marché du « repo » représente la source de fonds la moins coûteuse pour la Caisse, il est impératif que la Caisse soit constamment présente dans ce marché au Canada. Cette forme de financement est largement utilisée par les investisseurs institutionnels à travers le monde. Pour rentabiliser cette source fonds, la Caisse effectue une stratégie de placement d'arbitrage qui consiste à vendre pour une durée déterminée des titres obligataires à une contrepartie en échange de sommes pouvant être investies sous une autre forme.

Activités de gestion de risque et de gestion active

À proprement parler, ce dernier élément ne constitue pas entièrement du levier financier en raison du fait qu'il est interdit dans le cadre des règles comptables actuelles de compenser la juste valeur des positions figurant à l'actif avec celle qui figure au passif alors que sur le plan du risque, c'est la différence entre les deux positions (le « net ») qui constitue le véritable impact financier, soit favorable, soit défavorable. Par exemple, l'utilisation de la couverture du risque de change d'un investisseur canadien qui souhaite mettre le rendement de ses actifs libellés en dollars US à l'abri des variations du taux de change entre les dollars canadien et américain peut neutraliser son exposition en concluant un contrat à terme en vertu duquel il accepte de livrer des dollars américains (et de recevoir des dollars canadiens) à un moment futur, moyennant un taux de change convenu aujourd'hui.

À certains égards, cette stratégie est fondée sur le levier financier, car elle met en jeu deux expositions dont la valeur nette peut être soit favorable, soit défavorable. Pourtant, sur le plan comptable, il n'est pas possible de présenter cette opération au net alors que le risque financier ultime correspond à cette valeur nette et non à la valeur brute présentée au passif. Par exemple, si le dollar canadien perd 10 % de sa valeur par rapport au dollar américain, les placements libellés en dollars américains gagnent 10 % en valeur. Toutefois, si ce placement est protégé contre le risque de change, le coût sera montré au passif. Le même raisonnement s'applique pour les ventes à découvert où le risque relié à cette stratégie d'arbitrage à très court terme tend vers zéro lorsque la volatilité des titres faisant l'objet de la transaction est similaire.

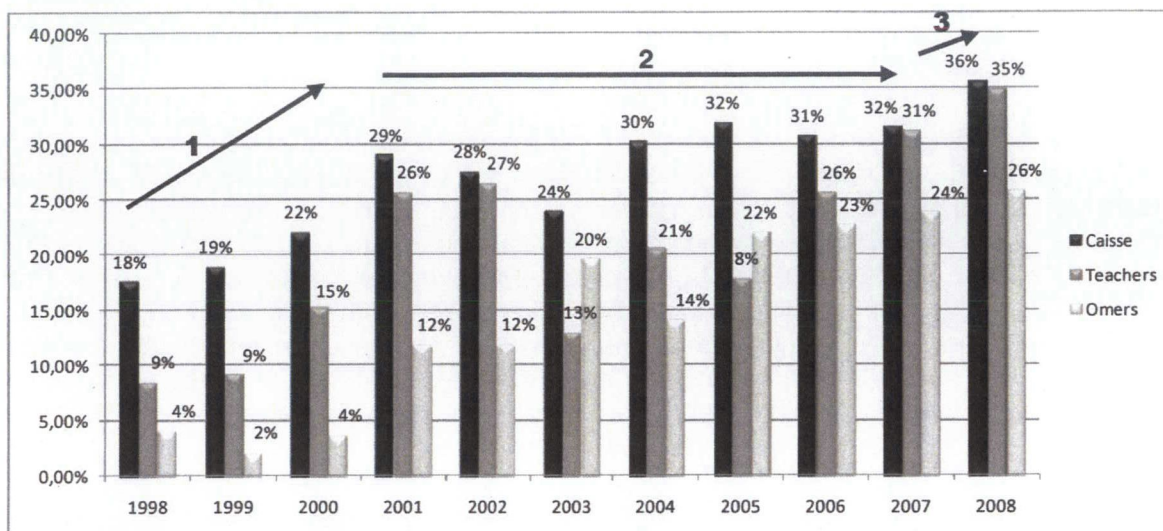
Cette approche de risque « net » est reconnue par les différents acteurs dans les marchés financiers. D'ailleurs, dans les ententes qui régissent le règlement des transactions ou l'échange de garanties entre les contreparties, la compensation des positions favorables et défavorables est permise. Aussi, lorsqu'elles établissent les cotes de crédit de sociétés comme la Caisse, les agences de notation de crédit tiennent compte du résultat net des activités en produits dérivés.

Passif / Actif total

Généralement, on utilise le ratio passif sur actif total pour mesurer le niveau d'endettement d'une institution financière.

Le graphique 1 présente l'évolution du pourcentage du passif de la Caisse par rapport à l'actif total en comparaison avec celui de pairs de taille importante, dont les activités de placement sont similaires.

Graphique 1 : Passif / Actif total (%)



Source : États financiers au 31 décembre – Rétrospective 1998-2008 Caisse, Teachers' et Omers

- 1** - En pourcentage de l'actif total, le passif de la Caisse est passé de 18 % en 1998 à 29 % en 2001.
- 2** - De 2001 à 2007, ce ratio est passé de 29 % à 32 %.
- 3** - La hausse de 2008, à 36 %, est le résultat d'une baisse plus importante de la juste valeur de l'actif total que du passif de la Caisse.

Le tableau 1 présente le ratio passif / actif total pour quelques institutions financières à travers le monde selon les données financières tirées de leur dernier rapport annuel :

Tableau 1 : Passif / Actif total (%)

UBS	98 %
Onex	95 %
Morgan Stanley	93 %
Goldman Sachs	93 %
Citibank	91 %
Caisse	36 %
Teachers	35 %
Omers	26 %
Norges Petroleum Fund	25 %
ABP	25 %

Composition du passif de la Caisse

Le passif de la Caisse totalisait 66,8 G\$ au 31 décembre 2008. La note 4c des états financiers cumulés de la Caisse présente la composition du passif cumulé lié aux placements. Le tableau 2 présente la valeur du passif de la Caisse selon les catégories de passif énoncées précédemment.

Tableau 2 : Passif par catégorie

<i>(En millions \$)</i>		2008
A. Les activités d'exploitation de l'entreprise		
Opérations en voie de règlement		849
Autres éléments de passif		<u>1 511</u>
	Sous-total	2 360
	Pourcentage du passif	4%
B. La part des actionnaires sans contrôle		
Part des actionnaires sans contrôle		1 815
	Pourcentage du passif	3%
C. Les emprunts effectués pour financer des placements		
Titres vendus en vertu de convention de rachat (pension sur titres obligataires ou « repo »)		23 757
Cette forme de financement est largement utilisée par les investisseurs institutionnels à travers le monde et permet notamment d'augmenter la liquidité du portefeuille.		
Les activités de « repo » sont essentiellement effectuées pour maintenir active cette source de fonds peu coûteuse et pour générer un rendement d'arbitrage.		
Considérant la taille importante de la Caisse et ses besoins potentiels de liquidité qui sont fonction de la nature et du volume de ses activités d'investissement, il est impératif que la Caisse s'assure de la disponibilité de plusieurs sources de fonds. En ce sens, il est impératif que la Caisse soit constamment présente dans ce marché au Canada.		
Avec les fonds empruntés, la Caisse effectue une stratégie de placement d'arbitrage qui consiste à vendre pour une durée déterminée des titres obligataires à une contrepartie en échange de sommes pouvant être investies sous une autre forme.		
Billets de trésorerie		6 371
Ce sont les emprunts effectués sur les marchés canadiens et européens par l'entremise de programmes de financement de CDP Financière inc.		
Emprunts hypothécaires et autres		5 900
Il s'agit des hypothèques relatives à des immeubles acquis.		
	Sous-total	<u>36 028</u>
	Pourcentage du passif	54%

D. Le résultat des activités d'arbitrage de produits dérivés ou de ventes à découvert

Montant se rapportant aux produits dérivés	18 796
--	--------

Il s'agit du résultat des activités de gestion de risque (dont le risque de change) et de gestion active (arbitrage) à l'aide de produits dérivés ou des activités de ventes à découvert.

Les produits dérivés sont négociés en bourse ou convenus de gré à gré avec une contrepartie qui satisfait aux critères de crédit de la Caisse. À une date donnée, les produits dérivés affichent un « gain » ou une « perte ». Les positions qui affichent un gain constituent un actif et les positions qui affichent une perte sont un passif. Les règles comptables interdisent que les positions qui affichent un gain de compensent (netting) les positions qui affichent une perte. Ainsi, à l'actif, les états financiers de la Caisse montrent un montant de gain non réalisé de 15,9 G\$, c'est-à-dire le montant que la Caisse aurait encaissé si tous les contrats avaient pris fin le 31 décembre 2008. Le montant du passif de 18,8 G\$ représente les positions affichant des pertes non réalisées, c'est-à-dire le montant que la Caisse aurait eu à payer si tous les contrats avaient pris fin le 31 décembre 2008.

Titres vendus à découvert	7 788
---------------------------	-------

Il s'agit d'une stratégie de placement d'arbitrage qui consiste à emprunter un titre, le vendre, acheter un autre titre et enfin racheter le premier titre à plus faible coût afin de le retourner au propriétaire d'origine.

	26 584
--	--

Pourcentage du passif	40%
-----------------------	-----

Grand total du passif	66 787
-----------------------	--

Du point de vue du risque, le montant se rapportant aux produits dérivés de 18,8 G\$ devraient, à tout le moins, être réduit du montant correspondant à l'actif soit 15,9 G\$.

Échéances du passif lié aux placements

Le tableau 3 résume les échéances du passif lié aux placements. Elles sont gérées de façon active et font régulièrement l'objet de rapports et de discussions avec les agences de notation de crédit.

Tableau 3 : Échéances du passif lié aux placements (en millions de dollars)

	Moins de 2 ans	2 à 5 ans	Plus de 5 ans	Total
Titres vendus en vertu de convention de rachat	23 636	121	-	23 757
Montant se rapportant aux produits dérivés	9 966	4 250	4 580	18 796
Titres vendus à découvert	-	324	7 074	7 398
Billets de trésorerie	6 388	-	-	6 388
Emprunts hypothécaires et autres	3 279	2 651	343	6 273
	43 269	7 346	11 997	62 612
	69 %	12 %	19 %	100 %

Utilisation du passif de la Caisse

À la Caisse, l'utilisation du levier financier est encadrée par les politiques d'investissement de chacun des portefeuilles spécialisés. Le tableau 4 indique le passif relatif à chaque groupe d'investissement au 31 décembre 2008.

Tableau 4 : Passif / Actif total (en millions de dollars)

Groupe d'investissement	Passif	Actif total	Passif/ actif total
Immobilier	18 806	44 249	42,5%
Revenu fixe et devises	13 963	62 754 ¹	22,3 %
Marchés boursiers	12 039	38 484	31,2 %
Répartition de l'actif	7 772	7 863	98,8 % ²
Placements privés	9 834	23 871	41,2 %
Fonds de couverture	4 373	9 654	45,3 %
	66 787	186 875	35,7 %

¹ Incluant le PCAA à la juste valeur au 31 décembre 2008, soit 7,2 G\$

² Le portefeuille spécialisé de la répartition de l'actif est un portefeuille non capitalisé. Ainsi, tous les titres de ce portefeuille sont financés par des emprunts et la vente d'unités de l'un des autres portefeuilles spécialisés de la Caisse. Aussi, le mandat de ce portefeuille est de contribuer au rendement du portefeuille global de la Caisse tout en respectant les limites de risque. Conséquemment, le rendement et le risque de ce portefeuille se calculent en termes d'impact sur le résultat global de la Caisse.

PERSPECTIVES SUR L'UTILISATION DU LEVIER

- / Au cours des dernières années, alors que les marchés financiers étaient fortement en hausse et que l'ensemble des catégories d'actif donnait de bons résultats, l'utilisation du levier financier a généralement permis d'amplifier à la hausse le rendement des gestionnaires de fonds; tout comme le bénéfice des sociétés qui utilisaient l'effet de levier.
- / Comme plusieurs investisseurs à travers le monde, la Caisse a eu accès à de nombreuses sources de levier peu coûteuses au cours des dernières années.
- / Le levier est un moyen permettant d'augmenter le niveau de liquidité de la Caisse et ainsi de répondre aux besoins de liquidité liés aux activités de gestion du risque et d'arbitrage en produits dérivés.
- / Partout dans le monde, la crise financière actuelle soulève des questions quant à l'utilisation du levier financier. La Caisse n'y échappe pas et a amorcé une réflexion en profondeur sur les avantages et les inconvénients du levier ainsi que sur le montant optimal que la Caisse devrait permettre, par catégorie d'actif, et pour le portefeuille global.
- / La Caisse vise à adapter l'utilisation du levier financier au risque qui en découle ainsi qu'aux nouvelles conditions d'emprunt, c'est-à-dire des risques de financement et des coûts nettement plus élevés. Cela devrait amener les investisseurs à utiliser le levier financier avec plus de modération dans les années à venir, avec des répercussions à la baisse sur les perspectives de rendement.

8



RÉMUNÉRATION GLOBALE

CONTEXTE

La Caisse : une école de formation

- / Longtemps perçue comme l'école du placement au Québec, la Caisse a souvent perdu ses employés de talent à d'autres firmes offrant une meilleure rémunération.
- / La Caisse veut être en mesure de retenir ses employés performants et d'attirer des candidats d'expérience dans un marché très compétitif. Elle doit donc offrir une rémunération compétitive.

L'encadrement de la rémunération globale à la Caisse

- / Le règlement de régie interne adopté en octobre 1996 (décret 1340-96) prévoit :
 - Pour les postes reliés à l'investissement : La rémunération globale ne doit pas excéder le 90^e centile du marché de référence (échantillon de 62 sociétés canadiennes du secteur du placement).
 - Pour les postes administratifs : La rémunération globale ne doit pas excéder le 75^e centile du marché de référence (échantillon de 66 grandes sociétés québécoises incluant les organismes publics).

La politique de rémunération globale de la Caisse

- / Propose une rémunération globale dont la somme des composantes demeure toujours à l'intérieur des paramètres prévus au Règlement de régie interne de la Caisse
- / Vise une rémunération globale comparable :
 - à la médiane du marché pour des performances moyennes et;
 - au 75^e centile du marché pour des performances supérieures.

Les composantes de la rémunération globale

- / La Caisse offre une rémunération globale constituée de 5 composantes :
 - Un salaire de base (médiane du marché sans excéder le 75^e centile)
 - Une rémunération variable (court terme et long terme)
 - Des avantages particuliers (automobile, compte santé, services professionnels)
 - Des régimes de retraite (de base et supplémentaire)
 - Des avantages sociaux (assurances collectives, vacances, congés sociaux)

Une révision des programmes à compter de 2003

En 2003, la Caisse a fait une révision importante de ses programmes de rémunération dont celui concernant le boni annuel afin de les mettre à niveau par rapport aux marchés de référence. Les modifications apportées visaient les améliorations suivantes :

/ Ajustement au marché des pourcentages de boni

- Les pourcentages de bonis à la Caisse n'étaient pas alignés sur le marché de référence et il y a eu des ajustements importants des bonis cible et maximum.
- l'objectif principal de la révision des programmes de boni annuel consistait entre autres à offrir une meilleure rémunération variable sans pour autant exiger des performances plus élevées ni prendre plus de risque.

/ Des périodes de mesure de la performance plus longues

- Mesure la performance sur des périodes mobiles de trois ans (50-30-20) pour les marchés liquides plutôt que des périodes annuelles.
- Diminution de la tentation de vouloir prendre trop de risque une année donnée car une mauvaise performance suit dorénavant sur une période de 3 ans.
- Antérieurement, tout s'effaçait au 31 décembre de l'année pour les marchés liquides.

/ Pas d'augmentation des cibles de performance visées

- les cibles (1, 2 ou 3) de performance ont été :
 - maintenues ou
 - diminuées

lors de l'implantation du nouveau programme de bonification.

/ Disparition du boni calculé uniquement que sur la performance individuelle

- le nouveau programme calcule maintenant le boni selon :
 - la performance du portefeuille individuel
 - la performance de l'équipe
 - la performance de la Caisse

/ Révision annuelle des budgets de risque

- les mandats de gestion accordés annuellement à chaque gestionnaire de portefeuille comprennent des balises de limite de risque.

CONCLUSION

La rémunération est un élément très important des conditions de travail des employés dans le secteur du placement et plus particulièrement la rémunération variable. Ceci se reflète dans les pratiques observées dans l'industrie et celles en vigueur à la Caisse y sont semblables.

La révision des programmes de rémunération de 2003 a eu pour objectif d'offrir une rémunération davantage compétitive par rapport au marché de référence afin de permettre à la Caisse d'attirer et de retenir ses employés performants.

Les salaires de base ont été majorés pour se rapprocher de la médiane du marché.

Pour des performances identiques, les gestionnaires reçoivent maintenant des bonis plus élevés, réduisant ainsi la tentation de prendre trop de risque pour recevoir une rémunération plus près de celle du marché.

Et malgré les améliorations apportées au cours des dernières années, les programmes de rémunération de la Caisse sont à nouveau en bas du marché de référence, et ce principalement lors de performances supérieures.

Postes	<u>Performance moyenne (cible 1)</u>	
	<u>Rémunération visée</u> par la politique de rémunération globale	<u>Positionnement actuel (2008)</u> de la politique de rémunération globale
<u>Investissement</u>	Médiane du marché	Sous la médiane
<u>Administratif</u>	Médiane du marché	Médiane du marché

Postes	<u>Performance supérieure (cible 3)</u>	
	<u>Rémunération visée</u> par la politique de rémunération globale	<u>Positionnement actuel (2008)</u> de la politique de rémunération globale
<u>Investissement</u>	75 ^e centile du marché	Médiane du marché
<u>Administratif</u>	75 ^e centile du marché	Sous la médiane

Les écarts varient de 2 à 12 % de la médiane du marché lors de performance moyenne (cible 1) et de 30 à 40 % du 75^e centile du marché de référence lors de performances supérieures (cible 3).

9



Caisse de dépôt et placement
du Québec

RENDEMENTS 5 ANS DES PORTEFEUILLES SPÉCIALISÉS
PAR RAPPORT AUX INDICES DE MARCHÉ OU RECONNUS ET COMPARAISON AVEC LES PAIRS¹
pour les périodes terminées au 31 décembre

Portefeuille spécialisé (en pourcentage, sauf indication contraire)	Période 2003-2007			Période 2004-2008			
	Rendement	Indice	Écart p.c.	Rendement	Indice	Écart p.c.	
Placements à revenu fixe							
Valeurs à court terme	3,5	3,2	27	3,6	3,3	29	
Obligations à rendement réel ²	7,5	7,5	3	5,5	6,1	(53)	
Obligations	5,9	5,6	28	5,3	5,5	(21)	
Obligations à long terme ²	7,3	7,2	16	6,6	6,9	(29)	
	5,7	5,5	18	5,2	5,4	(21)	
Marchés boursiers							
Actions canadiennes	19,5	18,3	119	5,3	4,2	116	
Actions américaines (couvert)	11,3	12,5	(123)	(5,9)	(3,3)	(254)	
Actions américaines (non couvert)	1,4	2,7	(127)	(5,3)	(3,1)	(226)	
Actions étrangères (couvert)	16,0	16,6	(59)	0,3	0,7	(37)	
Actions étrangères (non couvert)	10,1	10,7	(61)	0,5	0,7	(27)	
Actions des marchés en émergence	25,2	24,7	46	5,0	6,7	(168)	
Québec Mondial	17,4	17,3	3	0,0	0,2	(19)	
	16,3	16,1	18	1,3	1,3	(2)	
Fonds de couverture²							
Fonds de couverture ²	9,0	4,2	479	1,1	(1,2)	229	
Produits de base ²	3,3	3,1	13	(4,1)	(3,5)	(53)	
	9,7	3,8	595	1,0	(1,6)	264	
Placements privés²							
Participations et infrastructures ²	15,7	17,3	(153)	(2,1)	1,4	(350)	
Placements privés ²	24,5	12,4	1 208	10,6	(3,0)	1 354	
	19,6	14,5	510	5,5	(1,0)	648	
Immobilier							
Dettes immobilières	7,9	5,8	211	4,3	3,8	49	
Immeubles	26,6	22,2	433	17,0	19,0	(195)	
	18,9	15,7	319	11,9	13,0	(117)	
Répartition de l'actif et autres ³	385 M\$	s.o.	385 M\$	(1 784) M\$	s.o.	(1 784) M\$	
Rendement moyen pondéré des fonds des déposants	12,4	11,6	82	1^{er} quartile	3,1	4,1	(100) 3^e quartile

¹ RBC Dexia Services aux investisseurs - caisses de 1 G\$ et plus.

² Les rendements sont calculés depuis le début lorsque l'historique remonte à moins de cinq ans. Le rendement au 31 décembre 2007 du portefeuille Obligations à rendement réel est calculé depuis le 1^{er} janvier 2004. Les rendements au 31 décembre 2007 et 2008 du portefeuille Obligations long terme sont calculés depuis le 1^{er} avril 2005. Les rendements au 31 décembre 2007 des portefeuilles du groupe Placements privés sont calculés depuis le 1^{er} juillet 2003. Le rendement au 31 décembre 2007 du portefeuille et du groupe Fonds de couverture est calculé depuis le 1^{er} avril 2003. Les rendements au 31 décembre 2007 et 2008 du portefeuille Produits de base sont calculés depuis le 1^{er} août 2004.

³ Portefeuille réorganisé en 2003 et 2004. L'activité existait toutefois dans le portefeuille de placements diversifiés, stratégiques et tactiques. Le rendement est celui de l'activité, net des charges, et incluant les décisions de rééquilibrage. Le portefeuille spécialisé Répartition de l'actif a comme objectif de bonifier le rendement global. Ses résultats sont évalués en absolu et en dollars. Les résultats sont cumulés pour les périodes de plus d'un an.