

# NOTES DE RECHERCHE DE L'IREC

## Se sortir la tête du sable

**La contribution de la Caisse de dépôt et placement du Québec au développement des énergies fossiles au Canada**

Éric Pineault

François L'Italien

FÉVRIER 2012

## Notices biographiques

Chargé de projet pour l'IRÉC, **Éric Pineault** détient un doctorat en économie des institutions de l'Ecole des hautes études en sciences sociales de Paris (EHESS) et un doctorat en sociologie de l'Université du Québec à Montréal (UQÀM). Il est professeur au département de sociologie de l'Université du Québec à Montréal, directeur de recherche en économie politique à la Chaire de recherche en Mondialisation citoyenneté et démocratie et membre du Collectif d'analyse de la financiarisation du capitalisme avancé (CAFCA).

Chargé de projet pour l'IRÉC, **François L'Italien** est doctorant en sociologie à l'Université Laval et membre du Collectif d'analyse de la financiarisation du capitalisme avancé (CAFCA)

## Remerciements

Les auteurs remercient Frédéric Hanin et Robert Laplante pour leurs remarques et leurs commentaires.

© Institut de recherche en économie contemporaine

978-2-923203-17-1

Dépôt légal — Bibliothèque nationale du Québec, 2012

Dépôt légal — Bibliothèque nationale du Canada, 2012

IRÉC, 1030, rue Beaubien Est, bureau 103, Montréal, Québec H2S 1T4

# Résumé

La présente note de recherche analyse le rôle de la politique d’investissement de la Caisse de dépôt et placement du Québec (CDP) dans le développement des sables bitumineux de l’Ouest canadien et confronte cette politique aux engagements qu’a pris le gouvernement du Québec à l’égard de la lutte aux changements climatiques et à la « décarbonisation » de l’économie. De ce fait, cette note remet en question la « neutralité » présumée de la politique de placement de la CDP, qui soutient activement un modèle de développement essentiellement axé sur la production et l’exportation d’énergie fossile brute.

Les chiffres sont en effet très clairs : au 3 août 2011, les placements directs de la CDP en actions dans des entreprises cotées en bourse et actives dans le secteur des sables bitumineux représentaient un investissement de 5,425 milliards \$, soit plus de 14 % du portefeuille de la CDP en actions d’entreprises. Parmi les dix premiers placements en actions de la CDP, quatre sont des entreprises au cœur du secteur des sables bitumineux, dont Enbridge Inc., Enbridge LLP (une filiale de la précédente), Suncor et finalement Canadian Natural Resources. À eux quatre, ces placements représentent plus de 10 % du portefeuille en actions de la CDP. En outre, trois de ces quatre entreprises bénéficient d’un placement total de près de quatre milliards \$ (3,995 milliards \$), ce qui veut dire que 10 % de son portefeuille en actions est exposé à trois entreprises d’un même secteur.

Le critère de la rentabilité financière évoqué par les dirigeants de la CDP pour justifier ces placements escamote toute une série de variables économiques plus fondamentales qui devraient intervenir dans l’évaluation globale de ces investissements. À commencer par celle du poids grandissant exercé sur l’économie du Québec de la dépendance au pétrole et aux énergies fossiles. Selon une estimation des chercheurs de l’IRÉC, les importations de pétrole et de gaz seraient passées de sept milliards \$ en 2000 à 18 milliards \$ en 2008, soit une augmentation de près de 257 % en huit ans seulement.

De plus, cette politique de placement va directement à l’encontre des orientations politiques en matière de lutte aux changements climatiques que se sont données les pays occidentaux en général et le Québec en particulier. À ce titre, la CDP est en complet porte-à-faux avec la stratégie de développement durable adoptée par le gouvernement du Québec en 2007 qui vise à diminuer l’émission des gaz à effet de serre. En effet, alors que le Canada s’est récemment retiré de ses engagements reliés au protocole de Kyoto, le Québec, quant à lui, souhaite au contraire continuer de se conformer aux objectifs de réduction et en faire davantage.

Plutôt que de soutenir cette industrie dans laquelle le Québec ne se reconnaît pas, les auteurs de la note soutiennent que la CDP pourrait en fait se concentrer sur sa mission première qui est d’assurer le développement à long terme du Québec et de contribuer à sa souveraineté économique et énergétique. Cette institution est un instrument stratégique de premier plan dans la structuration de l’espace économique du Québec. Il apparaîtrait normal que ce fonds souverain renoue avec cette vocation initiale qui a été mise de côté depuis l’arrivée en poste de Henri-Paul Rousseau en 2002 et le changement de sa loi constitutive. Concrètement, cela pourrait signifier de mettre la CDP au service de la reconversion écologique de la base industrielle et énergétique du Québec. Cette reconversion aurait avantage à se faire plus tôt que tard puisqu’elle propulserait le Québec

dans le peloton de tête des sociétés occidentales à fort potentiel d'innovation en plus d'émanciper son économie des effets délétères d'une dépendance aux énergies fossiles. L'ampleur et la rapidité des changements exigés par l'urgence climatique vont faire de la CDP un acteur de premier plan dans cette transition et elle devra faire des choix d'investissement cohérents : pour sortir le Québec du pétrole et contribuer à la diminution des gaz à effet de serre, la CDP devra elle-même préalablement se sortir d'une stratégie de placement dans les sables bitumineux de l'Ouest canadien.

# Table des matières

<b>Introduction</b> .....	1
<b>CHAPITRE 1</b>	
<b>Présence et poids des « placements sales » dans le portefeuille de la Caisse de dépôt et placement du Québec (CDP)</b> .....	3
<b>CHAPITRE 2</b>	
<b>La question de la valeur de ces placements en actions</b> .....	7
<b>CHAPITRE 3</b>	
<b>La fausse neutralité des stratégies financières de placement</b> .....	9
3.1 Comment neutraliser le plus gros fonds souverain de l'Amérique du Nord.....	9
<b>CHAPITRE 4</b>	
<b>La Caisse de dépôt et placement du Québec (CDP) est un fonds souverain</b> .....	11
<b>CHAPITRE 5</b>	
<b>Sortir du pétrole, engager la reconversion écologique de la base énergétique et renouer avec la souveraineté économique du Québec</b> .....	15
<b>Conclusion</b> .....	19
<b>Annexes</b> .....	21
<b>Annexe 1.</b> Mise à jour .....	23
<b>Annexe 2.</b> Note méthodologique .....	27
<b>Annexe 3.</b> Pourquoi la Caisse persiste-t-elle à se mettre la tête dans le sable?.....	31
<b>Liste des tableaux et des graphiques</b>	
<b>Tableau A.</b> Le placement en sables bitumineux en perspective. Distribution sectorielle des placements en actions de la CDP (2010).....	4
<b>Tableau B.</b> Le placement dans les sables bitumineux en perspective. Comparaison avec certains placements au Québec de la CDP (2010).....	5
<b>Tableau C.</b> Valeur des placements de la Caisse en entreprises cotées en bourse de l'industrie des sables bitumineux. au 31 décembre 2011 .....	23
<b>Tableau D.</b> La part des entreprises du secteur des sables bitumineux dans les dix premiers titres du portefeuille de la Caisse .....	24
<b>Tableau E.</b> Trois entreprises représentent près de 9,21 % des investissements de la Caisse en actions d'entreprises cotées en bourse .....	24
<b>Tableau F.</b> Liste des entreprises dans le secteur des sables bitumineux .....	28
<b>Tableau G.</b> Historique des placements de la Caisse de dépôt et placement du Québec dans les sables bitumineux .....	29

**Tableau H.** Placements de la Caisse dans les sables bitumineux au 31 décembre 2011 . .34

**Graphique 1.** Capitalisation des dix plus grands fonds souverains . . . . .13

# Introduction

Au moment où plusieurs voix s'élèvent au Québec pour que tout soit mis en œuvre afin de « sortir du pétrole » et qu'une transition vers une base énergétique « décarbonisée » soit engagée, il est pertinent de se questionner sur le rôle que pourrait jouer la Caisse de dépôt et placement (CDP) dans le développement de cette nouvelle économie. Nous avons constaté que la Caisse ne fait pas que des placements dans le douteux pétrole de l'Ouest, elle participe activement au développement du secteur des sables bitumineux par le biais, entre autres, de ses placements sur le marché des actions. Cette participation, à la hauteur de 5,4 milliards \$ de dollars canadiens en placements directs<sup>1</sup> dans le capital des entreprises du pétrole « sale », constitue un appui stratégique à ce secteur. Depuis 2004, le mandat de la Caisse priorise la recherche de rendements financiers, plutôt que l'intervention dans le développement de l'économie du Québec. Or, nous arguons depuis plusieurs années que ce nouveau mandat constitue et soutient de fait une politique de développement. En effet, en priorisant officiellement les rendements financiers, la Caisse s'est lancée dans un plan de soutien à un certain type de développement économique suivant les innovations déstabilisantes de la communauté financière comme nous le rappelle l'aventure des papiers commerciaux adossés à des actifs (PCAA). Le goût du jour à Bay Street et sur les autres places financières, après la bulle Internet, la bulle immobilière et celle des infrastructures, est le secteur des ressources naturelles et des marchés de commodités, en particulier les grandes entreprises engagées dans les tentatives en vue d'extraire les dernières gouttes de pétrole de l'écorce terrestre. Comme en témoigne l'orientation de son portefeuille d'actions, la Caisse, bien installée dans les dogmes de la financiarisation, s'est lancée à pieds joints dans le secteur des ressources et du pétrole au point où on pourrait la trouver surexposée aux risques que présente ce secteur.

À notre avis, il y a des enjeux plus importants. Premièrement, compte tenu du poids des entreprises associées aux sables bitumineux dans le portefeuille d'actions de la Caisse, la stratégie de placement a les apparences et les effets économiques d'une politique de soutien à ce secteur et à son mode de développement actuel. Or, celui-ci est loin de faire consensus au sein de la société québécoise. Cette politique va directement à l'encontre de la stratégie de développement durable adoptée par le gouvernement du Québec en 2007, qui a fait de la lutte aux changements climatiques une priorité. La Caisse devrait justifier sur la place publique ces placements et sa stratégie plus générale à l'égard du secteur des sables bitumineux et du secteur énergétique carbonisé. Deuxièmement, en suivant les modes des marchés financiers, la Caisse se prive d'une pleine et entière participation à la transition énergétique du Québec. Ses choix privent le Québec d'un outil de financement essentiel au développement de sa souveraineté énergétique qui passe, entre autres par la « décarbonisation » de son économie. Nous pensons que cette interprétation du mandat de la Caisse doit être revue et corrigée, que la recherche exclusive de rendements doit cesser et que la Caisse doit redevenir un instrument collectif de souveraineté économique et de développement à la lumière des défis écologiques et sociaux qui confrontent la société québécoise du XXI<sup>e</sup> siècle.

---

1. Par placements directs en capital, nous référons ici exclusivement à la détention directe d'actions d'entreprises cotées en bourse liées directement à l'extraction et au transport du pétrole provenant des sables bitumineux de l'Ouest canadien. Les données sur le portefeuille d'actions de la Caisse proviennent de la base de données ThomsonOne de Thomson Reuters. Elles représentent l'état du portefeuille au 3 août 2011. Les données ont été compilées par le Collectif d'analyse de la financiarisation du capitalisme avancé (CAFCA) (Éric Pineault et François L'Italien avec la collaboration de Jocelyn Darou).



## CHAPITRE 1

---

# Présence et poids des « placements sales » dans le portefeuille de la Caisse de dépôt et placement du Québec (CDP)

Nous avons pu calculer qu'au 3 août 2011, le placement direct en actions dans des entreprises actives cotées en bourse dans le secteur des sables bitumineux représentait un investissement par la Caisse de 5,425 milliards \$. C'est plus de 14 % du portefeuille de la Caisse en actions d'entreprises cotées en bourse qui se répartit parmi 24 entreprises d'extraction et de transport de ce pétrole. Ce calcul exclut, par ailleurs, les investissements dans le secteur sous la forme de placement privé, d'achat d'obligations d'entreprises du secteur ainsi que la participation de la Caisse à d'autres fonds qui, eux aussi, pourraient investir dans le secteur. Ce sont donc des chiffres extrêmement conservateurs. Nous avons aussi exclu de ces calculs les prises de positions spéculatives de la Caisse sur les marchés des contrats à terme et options des produits pétroliers, même si des documents déposés au Congrès américain montrent que pour l'année 2008 la Caisse était l'un des plus gros joueurs sur ces marchés hautement spéculatifs<sup>2</sup>.

Parmi les dix premiers placements en actions de la Caisse, quatre sont faits dans des entreprises au cœur du secteur des sables bitumineux, dont Enbridge Inc, Enbridge LLP (une filiale de la précédente), Suncor et finalement Canadian Natural Resources. Cela représente un placement total de près de quatre milliards \$ (3 995 millions \$) dans trois entreprises. À lui seul, le placement direct dans Enbridge représente 2,7 milliards \$. Nous reviendrons plus loin sur les placements indirects que nous avons pu calculer dans ce cas particulier.

Ces quatre placements représentent plus de 10 % du portefeuille en actions de la Caisse, cela veut dire que 10 % de son portefeuille en actions est exposé à trois entreprises d'un même secteur. Aucun autre secteur ne jouit d'une telle surexposition dans le portefeuille d'actions de la Caisse. Comme le montre le tableau A à la page suivante, globalement, le secteur des ressources non renouvelables (pétrole, gaz, mines, métaux) représente plus de 11 milliards \$, soit le tiers du portefeuille en actions, et devance de loin les placements dans le secteur bancaire, pharmaceutique ou forestier.

---

2. Nous incluons ici les entreprises qui extraient et traitent dans l'Ouest canadien les gisements de sables bitumineux ainsi que les entreprises qui gèrent les pipelines majeurs transportant les liquides issus de ces traitements. Dans un premier temps, nous avons exclus de ce chiffre l'entreprise Talisman malgré sa présence dans le secteur car elle s'est départie de ses actifs pétroliers non-conventionnels dans le secteur des sables pour se concentrer sur l'extraction gazière et l'exploitation pétrolière conventionnelle. Si nous incluons Talisman, le chiffre monte à près de six milliards \$. Talisman est par ailleurs une des plus importantes entreprises actives dans l'exploration de gaz de schiste en Amérique du Nord et détient une part importante des claims sur le shale Utica dans la vallée du St-Laurent.

3. L'information a été publicisée en août 2011 par le sénateur du Vermont Bernie Sanders. Elle consiste en une liste des positions des plus grands investisseurs sur le marché en bourse et hors bourse (OTC) de commodities pour divers produits énergétiques, dont le gaz et le pétrole colligé par la « Commodity Futures Trading Commission ». <http://www.sanders.senate.gov/newsroom/news/?id=e802998a-8ee2-4808-9649-0d9730b75ea4>. La Caisse était reconnue comme un des plus gros joueurs sur le marché des contrats gré à gré (OTC) hors bourse des dérivés de pétrole, en plus d'être - avec les grandes banques canadiennes - un joueur important du marché en bourse. Pour les positions de la Caisse, voir les tableaux suivants: <http://www.sanders.senate.gov/imo/media/doc/CFTC%20Response%20Exhibit%207and8.pdf>

TABLEAU A<sup>4</sup>

### Le placement en sables bitumineux en perspective. Distribution sectorielle des placements en actions de la CDP (2010)

Secteur	Valeur des placements dans le secteur	En % du portefeuille d'actions	Valeur des quatre titres les plus importants
Sables bitumineux	5 425 millions \$	14,29 %	3 955 millions \$
Mines	2 900 millions \$	7,64 %	1 332 millions \$
Métaux	2 100 millions \$	5,53 %	1 187 millions \$
Banques	1 500 millions \$	3,95 %	357 millions \$
Produits forestiers	312 millions \$	0,82 %	173 millions \$
Pharmaceutique	287 millions \$	0,76 %	146 millions \$

Pour mettre en perspective le placement de la Caisse dans les sables bitumineux, il est possible de le comparer à quelques indicateurs de la présence de la Caisse au Québec. L'actif total de la Caisse était évalué à 151 milliards \$ en décembre 2010. Selon la Caisse, c'est 36,5 milliards \$ qui sont investis au Québec<sup>5</sup>. De ce montant, il faut soustraire le placement en obligations publiques de dix milliards \$<sup>6</sup>. Comparons maintenant le 5,425 milliards \$ avec des placements dans d'autres classes d'actifs au Québec. La Caisse déclare détenir 2,7 milliards \$ en actions d'entreprises dites québécoises cotées en bourse et 4,2 milliards \$ en placement privé au Québec; elle détient 4,4 milliards \$ en obligations d'Hydro Québec et 6,8 milliards \$ en placements immobiliers au Québec. Comme le montre le tableau B à la page suivante, dans tous les cas, les 24 entreprises de son portefeuille associées aux sables bitumineux représentent une part plus importante que les différents compartiments de ses placements au Québec, exception faite de son portefeuille de dette publique et de placements immobiliers. De plus, à eux seuls, les quatre premiers placements en actions dans **trois entreprises du secteur des sables bitumineux représentent presque le double des placements dans les 45 entreprises québécoises cotées en bourse présentes dans son portefeuille**. Notons, finalement, que la Caisse investit davantage dans les sables bitumineux que dans Hydro-Québec. En effet, elle détenait en 2011, 4,4 milliards \$ en obligations d'Hydro-Québec, alors que ces placements en action dans les entreprises des sables bitumineux sont de 5,4 milliards \$. Cela a non seulement des conséquences écologiques - notre bas de laine travaille plus dans l'extraction de « pétrole sale » que dans la production d'hydro-électricité - mais de surcroît ce choix pourrait aussi impliquer des coûts de financement plus élevés pour Hydro-Québec qui est privée d'une source nationale de financement.

4. Découpage sectoriel « micro-industry », selon la base de données **ThomsonOne** de Thomson Reuters.

5. CAISSE DE DÉPÔT ET PLACEMENT, **Point de vue : Contribution au développement économique du Québec**, été 2011 (CDP-E 2011)

6. Neuf milliards \$ en obligations du gouvernement du Québec et un milliard \$ en obligations municipales (CDP-E 2011).

TABLEAU B<sup>7</sup>

**Le placement dans les sables bitumineux en perspective. Comparaison avec certains placements au Québec de la CDP (2010)**

Secteur	Valeur des placements dans le secteur	En % du portefeuille d'actions
Sables bitumineux	5,4 milliards \$	14,29 %
Actions d'entreprises québécoises cotées en bourse	2,7 milliards \$	7,30 %
Obligations d'Hydro-Québec	4,4 milliards \$	11,89 %
Placement privé au Québec	4,2 milliards \$	11,35 %

Examinons maintenant la présence des placements de la Caisse dans le secteur des sables bitumineux. La Caisse est parmi les dix plus importants actionnaires dans cinq entreprises des sables bitumineux parmi les 24 entreprises où elle détient des placements soit Nexen, Meg Energy, Ivanhoe Energy, Bonavista et Enbridge. Le cas de Enbridge se démarque parmi toutes les autres participations. Détentrice directe de près de 9 % des actions de Enbridge inc. la Caisse est en position de contrôle dans le capital de cette entreprise, en plus de détenir 8,5 % de sa filiale Enbridge LLP. De surcroît, le deuxième plus important actionnaire de Enbridge Inc, après la Caisse, est une société du nom de Noverco. Dans la littérature de la Caisse, Noverco est présentée comme une entreprise québécoise par laquelle la Caisse détient un fleuron du secteur énergétique québécois, Gaz Métro. Mais l'entité parapluie Noverco détient aussi une part équivalant à celle de la Caisse dans le capital d'Enbridge Inc., soit 8,91 % de ses actions. Et, par les participations croisées, Enbridge Inc. détient quant à elle 38,9 % des parts de Noverco. Nous sommes évidemment devant un phénomène de « noyau dur » où Enbridge a un actionnariat de contrôle. Plus fondamentalement, ce qui importe pour l'analyse est la compréhension qu'on peut avoir du rôle de la Caisse. Cette dernière présente sa relation avec Enbridge comme un partenariat stratégique *via* son implication dans Gaz Métro, mais il y a plus : si on additionne la détention directe d'actions Enbridge Inc. par la Caisse avec sa détention indirecte *via* Noverco, on constate que la Caisse contrôle virtuellement près de 20 % des actions de l'entreprise de transport de pétrole des sables bitumineux Enbridge. Cela n'est plus un investissement financier « passif » de type « portefeuille », mais un investissement « actif » et planifié dans une entreprise dont la Caisse désire avoir le contrôle. Enbridge semble être, selon les critères du moment, une bonne entreprise, dont les perspectives de revenus et d'accroissement de la valeur financière sont satisfaisantes selon les normes du marché financier; non pas spectaculaires, mais acceptables. Or, la défunte Alcan, pour ne nommer que cette compagnie, avait somme toute des caractéristiques financières assez similaires. De plus, l'entreprise était un employeur majeur au Québec; Enbridge, non. Pourquoi l'engouement pour la dernière et pas pour la première?

7. Découpage sectoriel “micro-industry” selon la base de données **ThomsonOne** de Thomson Reuters.



## CHAPITRE 2

---

# La question de la valeur de ces placements en actions

Selon la logique de placement actuelle de la Caisse, cette présence massive dans le secteur des ressources minérales et pétrolières, en particulier liée aux sables bitumineux, se justifie à partir des perspectives purement financières de ces investissements. La valeur financière provient soit du gain en capital attendu lors de la vente des actions, soit par le rendement espéré relié aux dividendes versés par la compagnie. *In fine*, ce sont là les deux formes possibles d'extraction d'une rente financière de ces placements. Et ce sont elles qui semblent justifier la surexposition actuelle au secteur. Quand on examine l'évolution du cours des titres des quatre plus importants placements de la Caisse dans le secteur, on constate effectivement que les gains en capitaux ont été importants, mais il faut aussi reconnaître que ces gains sur papier se font dans un secteur extrêmement fragile en proie à des dynamiques cycliques importantes. On est d'ailleurs frappé par la grande cyclicité des titres Suncor, Canadian Natural Resources et Enbridge LLP. ; seule Enbridge Inc. montre un profil de gain régulier en valeur. Mais ce n'est pas notre objectif ici d'analyser sous l'angle de la seule rentabilité financière les placements de la Caisse.

En effet, les placements dans le marché des actions peuvent renvoyer à des logiques de valorisation économique beaucoup plus larges que la simple valeur financière de l'anticipation d'un gain en capital ou d'un flux de dividendes. Un placement sur le marché des actions, même s'il place l'investisseur en position minoritaire, pourrait, comme nous allons le souligner plus loin, avoir des effets économiques très structurants. Ces effets ont évidemment une valeur du point de vue de la souveraineté économique nationale. Un investisseur pourrait viser par exemple le contrôle d'une entreprise par l'achat d'actions, mais il pourrait aussi souhaiter imposer des objectifs par le biais d'une politique de gouvernance, ou encore désirer ancrer dans l'économie nationale un capital qui, par nature, est de plus en plus volatile à mesure que s'impose la logique de la globalisation économique. Or, c'est pour contrer ces effets structurants, créateurs de valeur économique, que la nouvelle politique de placement de la Caisse a été modelée en 2004. L'effet pervers de cette pseudo-neutralité de la politique de placement cause une exportation de l'épargne collective des Québécoises et des Québécois et son investissement dans le développement des sables bitumineux.



## CHAPITRE 3

---

# La fausse neutralité des stratégies financières de placement

Il n'est pas inutile de rappeler qu'en 2004, lorsque le mandat de la Caisse fut modifié afin de centrer sa mission sur la recherche de rendements financiers, l'objectif de contribution au développement de l'économie québécoise ne fut pas entièrement écarté de son mandat. En effet, les deux objectifs du rendement et du développement furent hiérarchisés, la recherche des rendements devant primer l'élaboration d'une stratégie pour le développement. En fait, en hiérarchisant ainsi le mandat de la Caisse, le gouvernement adhérait à la théorie financière de l'époque, celle d'avant la crise de 2007-2010, voulant que les marchés financiers aient une telle efficience dans l'allocation du capital qu'il est impérieux de leur laisser le soin de déterminer librement le patron de développement d'une économie. Comme le répétait inlassablement le PDG de la Caisse, Henri-Paul Rousseau, seule la poursuite d'une stratégie de rentabilité financière pouvait permettre un véritable développement de l'économie québécoise : chercher l'un, c'était trouver l'autre.

On se souviendra aussi que ce réalignement du mandat de la Caisse était une réaction aux politiques de la période précédente marquée par le soutien stratégique au « Québec inc. », politique de placement considérée comme désastreuse à la suite de la petite crise financière de 2001. Il fallait « neutraliser » la stratégie de placement de la Caisse, la « dépolitiser » afin d'en faire un fonds comme les autres qui ne se distinguerait que par sa taille et la qualité de ses pratiques de placement. Les bons coups de la Caisse ne seraient plus jugés selon leur contribution stratégique au renforcement et au rayonnement du patronat québécois dans le domaine des grandes entreprises ni en emplois créés ici, mais se résumeraient à quelques chiffres trimestriels, le rendement global du portefeuille, la « valeur ajoutée » par rapport aux indices de marché et l'accroissement de la taille de l'actif sous gestion.

### 3.1 Comment neutraliser le plus gros fonds souverain de l'Amérique du Nord?

Deux stratégies ont été adoptées. La première stratégie a été de diversifier davantage le portefeuille de placement en termes géographiques et en matière de placements. Il fallait à tout prix sortir une partie importante du capital du Québec, ce qui fut fait. Il fallait aussi investir massivement dans de nouvelles classes d'actifs financiers afin de profiter de l'« innovation financière », ce qui aussi fut fait. La seconde stratégie fut de changer le paradigme de prise de décision de l'allocation des investissements afin d'éviter toute référence à un effet structurant pour l'économie québécoise en limitant explicitement la décision aux paramètres d'une stricte évaluation rendement/risque financier<sup>8</sup>. Tant que le portefeuille atteignait *globalement* une certaine cible de rendement pour un risque donné, cela permettait aux gestionnaires d'investir *à la marge* dans des marchés et des produits de plus en plus spéculatifs, dès lors que la liquidité de ces placements était réputée « bonne ». Cherchant la diversification et les rendements à court terme, la Caisse se mit en quête des produits dernier cri dans les actifs et les instruments d'arbitrage créés par l'innovation financière. Or, quand un fonds de la taille de la Caisse devient acheteur de nouveaux produits financiers, aussi opaques

8. La débâcle de 2008 nous a montré à quel point même cette approche comportait d'importantes défaillances.

soient-ils, cela a pour effet d'en normaliser la circulation, d'en cautionner l'existence. C'est exactement ce qui se passa avec les PCAA non bancaires. Nous constatons maintenant qu'un patron de placement similaire se dessine dans le segment des marchés de produits dérivés adossés au pétrole et au gaz.

À ces deux mesures de neutralisation du portefeuille de la Caisse, il faut ajouter les effets de l'adoption de tests de performance (« benchmarking »). C'est une pratique de rémunération qui s'applique à chaque gestionnaire de portefeuille sous la forme d'une contrainte ou d'une mesure incitative. Elle consiste à « battre le marché », c'est-à-dire à l'intérieur d'une limite de risque déterminé à avoir des rendements supérieurs au rendement moyen des portefeuilles similaires. Nous le savons, cela se traduit par deux tendances contradictoires et problématiques. Le gestionnaire aura tendance, soit à adopter une approche moutonnière de manière à faire comme les autres, soit à chercher d'augmenter le rendement de son portefeuille en contournant, *via* des produits dérivés, la norme de risque qui le limite. Finalement, évaluée trimestriellement et annuellement, cette recherche de rendement engendrera une culture du court terme et surexposera le fonds aux modes et sautes d'humeur du marché. Ce « court-termisme » aura pour effet de favoriser les stratégies de placement reposant sur le rendement dit « absolu », c'est-à-dire les gains en capitaux provenant d'opérations financières spéculatives (ventes et achats d'instruments), plutôt que les stratégies plus patientes reposant sur l'extraction d'une rente financière à terme.

Bref, la neutralisation est en fait une politique de placement qui assujettit l'allocation de l'épargne collective aux stratégies et opinions de la communauté financière telles qu'elles se sont développées dans les dernières décennies dans un contexte de déréglementation, de globalisation et de financiarisation. Tel est le mandat de développement implicite qui découle de la politique de neutralisation des stratégies de placement de la Caisse, qui tente d'en faire un fonds « comme les autres », mais en plus gros.

## CHAPITRE 4

---

# La Caisse de dépôt et placement du Québec est un fonds souverain

Or, justement, la Caisse n'est pas un fonds comme les autres. Malgré les efforts déployés par les dirigeants actuels pour en dénaturer la mission première et aplanir les différences avec le secteur privé, la Caisse entre toujours difficilement dans le jeu des comparaisons établies entre les différents types d'investisseurs institutionnels en Amérique du Nord. Et pour cause : cette institution porte en elle les traces indélébiles de son acte de fondation politique, acte qui la singularise absolument au regard de tous les autres types d'institutions gestionnaires de fonds au Canada et aux États-Unis. La communauté financière nord-américaine, fondamentalement réfractaire et agressive face aux interventions politiques dans les affaires, a toujours détesté cette singularité, bien qu'elle ait toujours été contrainte de reconnaître sa puissance de marché.

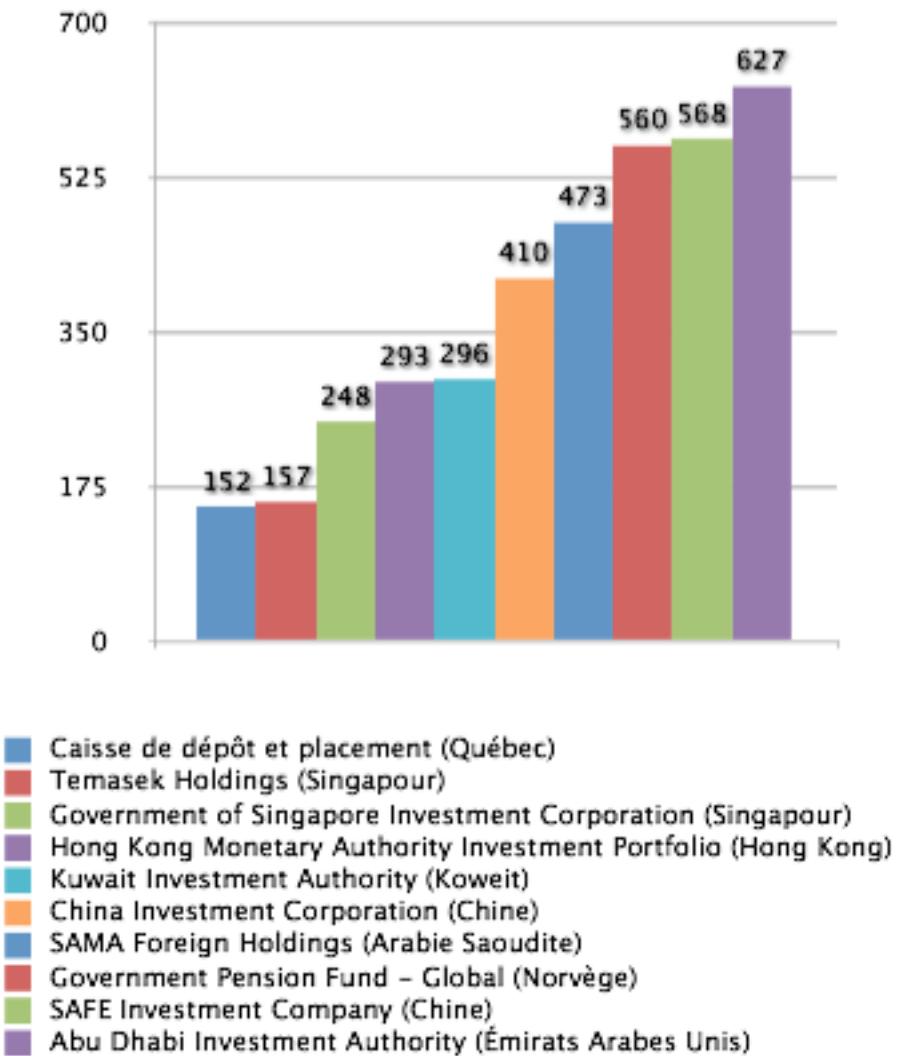
Il faut se rappeler que c'est dans le contexte d'une réappropriation collective des leviers économiques stratégiques du Québec que l'Assemblée nationale a institué, par une loi, la Caisse de dépôt et placement en 1965. Chargée de maîtriser les circuits de financement public entre l'épargne et l'investissement et de structurer l'économie québécoise en agissant sur le financement des activités sur son territoire, la Caisse a été conçue *ab initio* comme une institution visant à assurer la souveraineté économique du Québec. Cette mission fondamentale a été réitérée en 1966, lors de la création du Régime de rente du Québec (RRQ), mais aussi en 1973, lorsque l'Assemblée nationale créa le Régime de retraite des employés du gouvernement et des organismes publics (RREGOP), dont les flux d'épargne salariale allaient constituer la principale base de capitalisation de la Caisse. Si l'institution du RREGOP répondait à l'exigence de garantir aux salariés des secteurs publics des rentes complémentaires lors de leur départ à la retraite, elle assumait aussi une fonction déterminante, soit de procurer à la Caisse un apport garanti de fonds lui permettant d'agir comme instrument stratégique doté d'une capacité de structuration de l'espace économique national. C'est précisément cette seconde partie du mandat qui confère, encore aujourd'hui, à la Caisse de dépôt et placement la puissance de marché qui se manifeste aussi bien par l'ampleur des flux capitalisés que par le degré de solvabilité et de liquidité de cette institution. En effet, la base de capitalisation étant constituée de l'épargne salariale du secteur public, garantie de surcroît par une loi faisant de la Caisse le gestionnaire exclusif de cette épargne, les agences de notation n'ont jamais douté de la robustesse financière de cette institution : la note triple A, réservée à quelques acteurs financiers en Amérique, a toujours suivi le développement de la Caisse précisément parce qu'elle a été – et reste – le produit d'une volonté politique. Bref, la constitution du RREGOP et du Régime de retraite du personnel d'encadrement (RRPE) en 1994 a scellé cet arrangement institutionnel ayant été motivé par la promotion de l'intérêt général.

Or, ce sont précisément ces liaisons institutionnelles et financières exclusives entre l'État québécois et la Caisse de dépôt et placement qui font de cette dernière un fonds souverain, au sens fort du terme. Cette catégorie d'investisseurs, on le sait, est atypique. Elle renvoie à des formes institutionnelles variées, diversement capitalisées, qui agissent en règle générale en complémentarité avec les orientations des politiques économiques des États nationaux. Les fonds souverains les plus connus accomplissent plusieurs fonctions importantes, dont la plus fréquente est de gérer

la répartition intergénérationnelle de la rente issue de l'exploitation de ressources naturelles non renouvelables : c'est le cas, par exemple, de l'« Abu Dhabi Investment Authority » des Émirats Arabes Unis (627 milliards \$), du « Government Pension Fund » de Norvège (560 milliards \$), de l'« Australian Government Future Fund » (73 milliards \$), et de l'« Alaska Permanent Reserve Fund » (40 milliards \$). Mais d'autres fonctions et sources de capitalisation existent et se rapprochent de la formule développée au Québec. C'est le cas notamment du Fonds stratégique d'investissement de la France (28 milliards \$), qui reçoit des sommes du gouvernement français et de la Caisse des Dépôts et consignations. Ce fonds stratégique procède à des investissements structurants pour l'économie française, notamment par le biais de participations au capital de PME porteuses d'innovations. À l'instar de la mission fondatrice de la Caisse, ce fonds cherche à optimiser le rendement de ses avoirs en misant d'abord sur le développement interne de l'économie française.

Puisque chacun de ces gestionnaires de fonds a été créé dans des contextes et selon des configurations institutionnelles distinctes, les comparaisons exhaustives entre eux sont peu utiles. Ce qu'il est possible d'affirmer cependant, c'est que ces fonds ont en commun le fait d'avoir des stratégies de placement qui sont sous une responsabilité politique, ce qui signifie que les principales orientations de ces stratégies peuvent être virtuellement soumises au débat public *via* l'élaboration des politiques de développement économique. C'est pourquoi la Caisse de dépôt et placement grâce à ses caractéristiques institutionnelles fondamentales peut être comprise comme un fonds souverain et ainsi être considérée du côté des gestionnaires de fonds qui ont un lien de subsidiarité vis-à-vis de l'État. En fait, ce qui a toujours été traité par la communauté d'affaires nord-américaine comme une anomalie représenterait en fait le dixième plus grand fonds souverain au monde, comme le montre le graphique 1 à la page suivante. Mais il y a plus : cette catégorie est d'autant plus appropriée pour désigner la nature de la Caisse que cette dernière a été précisément créée dans le but d'assurer la maîtrise du développement économique du Québec par la coordination des flux d'investissements sur son territoire. La situation politique particulière du Québec et la revendication de liberté qui a accompagné la création de l'arrangement institutionnel propre à la Caisse de dépôt et placement ont légué un fabuleux instrument d'action collective permettant au Québec de viser sa souveraineté économique et d'être pleinement en phase avec les grands enjeux de son temps. Or, parmi ces enjeux essentiels, on retrouve la nécessité d'une reconversion écologique des bases industrielles et énergétiques des économies, et celle d'une réappropriation collective des leviers de développement économique pour faire face aux turbulences croissantes imposées par les marchés financiers. Du coup, la politique de « placements sales » qui prévaut actuellement à la Caisse apparaît comme un obstacle majeur au développement du Québec : non seulement bloque-t-elle sa capacité à faire face de manière stratégique à ces enjeux cruciaux, mais elle accroît sa dépendance à ce dont il faut précisément se déprendre, soit les énergies fossiles et les politiques de placement dictées par les marchés financiers.

GRAPHIQUE 1  
Capitalisation des dix plus grands fonds souverains (en milliards \$)



Source : Sovereign Wealth Fund Institute, 2012



## CHAPITRE 5

---

# Sortir du pétrole, engager la reconversion écologique de la base énergétique et renouer avec la souveraineté économique du Québec

En mobilisant l'épargne capitalisée des Québécoises et des Québécois au profit de l'exploitation des secteurs pétroliers et gaziers de l'Ouest canadien, la Caisse de dépôt et placement fait actuellement preuve d'un manque de vision qui l'entraîne loin de sa mission initiale et retarde indûment le coup d'envoi d'une grande transition devant mener à la « décarbonisation » de l'économie québécoise. Pire encore : la Caisse va directement à l'encontre de la stratégie de développement durable adoptée par le gouvernement du Québec en 2007, qui comporte notamment un volet de lutte aux changements climatiques. Or, l'ampleur et la rapidité des changements exigés par l'urgence climatique vont faire de la Caisse de dépôt et placement un acteur de premier plan dans cette transition et elle devra, pour cela, faire des choix d'investissement cohérents : en fait, pour sortir le Québec du pétrole et contribuer à la diminution des gaz à effet de serre, la Caisse devra elle-même préalablement se sortir d'une stratégie de placement dans les énergies fossiles.

Cette stratégie n'a pas été choisie par les principaux déposants de la Caisse qui voudraient peut-être que les choses se fassent autrement. En plus d'envoyer à la société québécoise un signal clair, la sortie de cette filière serait l'occasion pour la Caisse de devenir le catalyseur d'un nouveau « modèle québécois », qui serait fondé sur un processus de conversion écologique de la base industrielle et énergétique du Québec. Le Québec bénéficie de toutes les conditions matérielles et institutionnelles nécessaires pour structurer rapidement cette conversion qui se concrétisera par la réorganisation et le développement de nouvelles filières économiques à haute efficacité éco-énergétique. Dans un rapport de recherche publié en 2010 sous la direction de Robert Laplante, l'IRÉC propose d'amorcer cette transition en s'attaquant à la dépendance du secteur des transports au pétrole. Le rapport montre de manière claire qu'un changement de cap dans ce secteur aurait des répercussions favorables aussi bien sur le plan écologique qu'économique, la dépendance au pétrole entraînant simultanément des effets délétères sur ces deux dimensions. Pour donner une idée du poids économique de cette ressource sur le Québec, les importations de pétrole et de gaz seraient passées de sept milliards \$ en 2000 à 18 milliards \$ en 2008, soit une augmentation de près de 257 % en huit ans seulement<sup>9</sup>. Non seulement cela est-il la traduction d'un laisser-faire minant les efforts éco-énergétiques qui se font ici, mais ces importations plombent durement la balance commerciale du Québec. La réinsertion de ces flux de dépenses dans l'économie québécoise aurait un impact significatif et viendrait appuyer le déploiement d'une solution de recharge porteuse, soit un plan d'électrification massive des transports collectifs. Capitalisant sur les projets d'électrification déjà en cours, ce plan mettrait l'accent sur les atouts dont dispose déjà le Québec pour développer de manière cohérente et soutenue la filière du matériel de transport collectif roulant. Le projet d'un système national de transport collectif interurbain haute-vitesse, utilisant la technologie québécoise

9. Robert LAPLANTE (sous la direction), *L'électrification du transport collectif: un pas vers l'indépendance énergétique*, Rapport de recherche de l'IRÉC, 2010, p.8

du monorail à moteur-roue, illustre bien les aspects prometteurs et structurants de cette transition économique et écologique du Québec.

Or, ce plan doit être financé et c'est ici que pourraient intervenir les stratégies d'investissement de la Caisse de dépôt et placement. En se retirant des secteurs énergétiques sales, la Caisse serait en mesure de s'engager dans la reconversion écologique de l'économie québécoise par le biais d'une politique de placement adaptée à cette filière en devenir. Ce ne sont pas les moyens qui manquent pour opérer ce soutien : l'entrée dans le capital de sociétés impliquées dans la production de matériel roulant, l'achat d'obligations à long terme que pourrait émettre la société de gestion et d'opération du système national de monorail interurbain, la création d'un fonds d'investissement spécifique pour le développement d'initiatives de production d'énergie, d'habitat et de transport écologique et collectif, le financement de sociétés mixtes consacrées aux services techniques et à la commercialisation à l'étranger de l'expertise en cette matière, constituent des exemples de ce que la Caisse est en mesure de décider pour organiser financièrement cette première et stratégique étape de transition. Plus largement, ce fonds souverain serait à l'avant-garde d'un modèle de développement plus viable « écolomiquement » que le régime actuel, où l'épargne collective est détournée effectivement de sa fonction économique et sociale. L'effet d'entraînement lié à la puissance de marché de la Caisse, qui a joué de manière si négative avec la crise des PCAA en 2008, pourrait alors au contraire servir à redonner un sens et une stabilité financière à la gestion fiduciaire en l'inscrivant dans la vie économique et écologique à long terme<sup>10</sup>.

Par ailleurs, la politique de « placements sales » de la Caisse témoigne du fait que la mission primordiale de cette institution qui est d'assurer la souveraineté économique du Québec a été perdue de vue. Nous l'avons montré, la volonté politique et l'arrangement institutionnel qui ont donné à la Caisse la place qu'elle a aujourd'hui dans l'économie ont été structurés en fonction d'un bouclage entre l'épargne salariale publique et les flux d'investissements renforçant l'économie du Québec en général et du secteur public en particulier. À défaut d'être pleinement politique, la maîtrise du destin de la société québécoise a été planifiée sur le plan économique grâce à ce fonds souverain qui a joué ce rôle durant près de trente ans. Malgré la corruption actuelle de sa mission qui a clairement débuté sous l'ère d'Henri-Paul Rousseau en 2002, le code génétique de la Caisse n'a pas été altéré et elle demeure puissamment équipée pour donner au Québec les moyens de sa souveraineté économique sur plusieurs fronts à la fois.

D'abord, la Caisse de dépôt et placement pourrait être la pierre angulaire de l'indépendance énergétique du Québec. Déjà, comme nous l'avons vu, en épaulant la stratégie de sortie des énergies fossiles par une électrification massive du transport collectif, un premier pas essentiel aurait été franchi en ce sens. De plus, il est devenu une vérité de La Palice de dire que le Québec est bien pourvu en sources potentielles d'énergies propres. Ce patrimoine écologique pourrait être au cœur d'une nouvelle économie naturelle basée sur la diversification des sources, des modes de gestion et des usages de l'énergie au Québec. L'éolien et le solaire, principalement, pourraient constituer deux sources importantes venant compléter, avec l'hydro-électricité, l'infrastructure énergétique alternative aux énergies fossiles. La Caisse pourrait jouer la même fonction de levier financier qu'elle fait actuellement avec les sables bitumineux, mais en contribuant de manière active au soutien d'une économie verte dont la rente et la gestion des services énergétiques seraient socialisées *via* la constitution de sociétés mixtes. Il s'agit là d'un exemple d'une intervention parmi mille qui s'offrent à cette institution.

10. Gilles BOURQUE et Robert LAPLANTE, « Épargne et investissement : enjeux autour de la reconversion vers une économie verte », *Note d'intervention de l'IRÉC* numéro 3, février 2011.

La Caisse de dépôt et placement pourrait également viser la souveraineté économique du Québec en assurant un rôle de premier plan dans la formation d'un autre modèle de développement des ressources naturelles, comme les mines et les forêts. Dans les deux cas, ces ressources ont été développées jusqu'ici selon une stricte base sectorielle, laissant les logiques de valorisation des grandes corporations structurer l'essentiel de l'activité économique. Basé sur les stratégies de diminution de coûts et de croissance externe de ces sociétés, ce modèle de développement a dépossédé le Québec de ses richesses naturelles au nom des « retombées économiques » qu'il générait. Or, cette économie dominée par les produits faiblement transformés, que la Caisse reconduit en investissant dans les sables bitumineux, n'est plus compatible avec la nouvelle donne et doit laisser place à une économie dominée par les relations de proximité, le développement endogène des localités et le respect des limites des écosystèmes. Plus particulièrement, une politique de placement axée sur le développement de systèmes productifs locaux, organisés selon une chaîne de valeur laissant une large place à l'innovation et à la recherche, permettrait aux communautés locales de ne plus dépendre d'un modèle productiviste et instable de développement. La Caisse pourrait consacrer une partie importante de son portefeuille pour soutenir la création de ces systèmes productifs, structurés par des circuits courts, dont un certain nombre existent déjà dans les communautés locales sans qu'ils n'aient les leviers financiers et institutionnels nécessaires pour prendre de l'expansion. Ainsi, à terme, c'est à l'avènement et à l'essor de véritables modèles alternatifs de développement des ressources naturelles auquel devrait contribuer la Caisse, modèles qui donneraient un nouveau souffle à l'industrie manufacturière québécoise en réorganisant sur une base territoriale ses structures, ses fonctions et ses débouchés.



# Conclusion

L'examen des placements de la Caisse a mis en lumière le fait que la gestion de l'épargne capitalisée n'est jamais réellement « neutre », dans la mesure où cette gestion repose toujours sur des politiques de placement plus ou moins structurées. Les discours dominants de l'industrie financière actuelle escamotent cette dimension idéologique propre aux décisions d'investissement, en se référant à l'objectivité des stratégies d'optimisation du rendement, lesquelles sont largement déterminées par les pratiques dominantes de cette industrie. Cela a plus généralement pour effet de « dépolitiser » les pratiques financières et de soustraire aux débats publics la question des finalités de l'épargne salariale. Le présent cas réfute clairement cette prétention : le discours sur la stratégie d'optimisation des rendements a mis le « bas de laine » des Québécoises et des Québécois au service du développement des énergies fossiles dans l'Ouest canadien. Même les principaux déposants n'ont probablement pas eu leur mot à dire dans l'élaboration de ce programme, qui va à l'encontre des valeurs et des politiques publiques de leur propre société.

Les finalités économiques des flux d'investissement de la Caisse doivent être d'autant plus mises en doute que cette dernière n'est pas un gestionnaire de fonds comme les autres : la Caisse est le fond souverain du Québec et, à ce titre, elle est une institution dont les stratégies d'investissement sont soudées aux politiques de développement orientées par l'État québécois. Il est temps que la Caisse soit remise au service de l'intérêt général, ce qui signifie qu'elle doit être à l'avant-plan de la reconversion écologique de l'économie du Québec. Ce processus gagnera en cohérence et en effectivité du moment où notre « bas de laine » s'accordera avec les valeurs et les principes défendus par un nombre croissant de Québécoises et de Québécois qui décrochent de plus en plus massivement des projets d'extraction d'énergie fossile (sables bitumineux et gaz de schiste).

Pour le moment, cependant, la politique de placement dominante de la Caisse a pour fonction de contribuer à la structure financière de ces projets, accélérant du coup les contradictions sociales entourant le développement des filières « sales ». Ces dernières alourdissent le bilan carbone du Canada, annulent les efforts du Québec en matière de lutte aux gaz à effet de serre (GES) et produisent des dommages importants aux écosystèmes naturels, en plus de maintenir une dépendance collective à l'égard d'une source d'énergie de plus en plus coûteuse et sans avenir. Plutôt que de stimuler les innovations sociales permettant d'atteindre – voire de dépasser – les cibles de réduction de gaz à effet de serre, la Caisse mobilise l'épargne capitalisée des Québécoises et des Québécois aux fins d'un modèle de développement qui, en tout point, les dessert. Et de plus d'une façon.

Il est à prévoir, en effet, que les obstacles que rencontrent les sociétés spécialisées dans l'extraction et l'exportation du pétrole « sale » de l'Ouest canadien, obstacles se présentant aussi bien au Sud (Pipeline Keystone XL) qu'à l'Ouest (fortes résistances des communautés de la Colombie-Britannique au passage d'un pipeline vers l'océan Pacifique), mènent ces corporations à faire acheminer ce pétrole par le Québec. Enbridge a en effet dans ses cartons le projet Trailbreaker qui consisterait à utiliser le pipeline partant du Maine pour aller vers l'Ontario en passant par le sud du Québec. En inversant le flux de pétrole actuel, ce pipeline permettrait à Enbridge de faire sortir le pétrole « sale » de l'Alberta et de l'exporter aux États-Unis *via* le Québec. Du coup, on voit immédiatement à quelle campagne politique il serait possible de s'attendre : les géants pétroliers se mobilisant contre une société visant à développer un modèle énergétique alternatif, les grandes entreprises canadiennes ayant des intérêts dans le secteur des énergies fossiles verront là l'occasion

de saboter l'élaboration d'un nouveau « modèle québécois ». À ce titre, l'avenir de la raffinerie de Montréal revêtira un caractère stratégique. À mesure que se précise ce scénario, dans lequel la Caisse est directement impliquée, la résistance s'organise au Québec et le moment n'est pas loin où la Caisse sera justement pointée du doigt comme un acteur majeur de ce projet.

Enfin, mentionnons que l'association de la Caisse avec la filière de l'extraction des gaz de schiste au Canada et au Québec risque de provoquer de plus en plus de remises en question du bien-fondé des politiques de placement de notre « bas de laine ». Alors qu'une pléiade de comités de citoyennes et de citoyens s'organisent dans la vallée du St-Laurent pour lutter contre l'implantation de cette filière, il devient de plus en plus difficile pour la Caisse de justifier le fait qu'elle finance des projets allant contre la position légitime de citoyennes et de citoyens qui lui ont historiquement fourni sa raison d'être en même temps que sa base de capitalisation. Un choix est fait en haut lieu pour soutenir financièrement le travail de la société Talisman, ainsi que de ses porte-parole cooptés de l'Association pétrolière et gazière du Québec. Là comme ailleurs, les élites financières ont procédé à des choix qui ne font que retarder le moment où le Québec mettra le navire amiral de son économie au service de son avenir et de sa souveraineté énergétique.

# Annexes

<b>Annexe 1.</b> Mise à jour . . . . .	23
<b>Annexe 2.</b> Note méthodologique . . . . .	27
<b>Annexe 3.</b> Pourquoi la Caisse persiste-t-elle à se mettre la tête dans le sable? . . . . .	31



# Annexe 1. Mise à jour

Le tableau C ci-dessous mesure la valeur des placements de la Caisse en entreprises cotées en bourse de l'industrie des sables bitumineux<sup>11</sup>. Comme on le voit au 31 décembre 2011, la valeur de ces placements était de 5,8 milliards de dollars, soit 12,5 % de son portefeuille en actions d'entreprises cotées en bourse<sup>12</sup>.

TABLEAU C

## Valeur des placements de la Caisse en entreprises cotées en bourse de l'industrie des sables bitumineux au 31 décembre 2011

Titre	Val (\$MM)	symbole	Position	% Portefeuille
Enbridge Inc	2,593.39	ENB-T	69,400,000	5.56
Enbridge Energy Partners LP	619.14	EEP-N	32,488,849	1.33
Canadian Natural Resources Ltd	556.70	CNQ-T	16,428,640	1.19
Cenovus Energy Inc	261.67	CVE-T	5,437,066	0.56
Meg Energy Corp	226.50	MEG-T	3,410,580	0.49
Imperial Oil Ltd	109.96	IMO-T	4,543,691	0.24
ConocoPhillips	90.22	COP-N	2,982,467	0.19
Royal Dutch Shell Plc	80.71	RDS'A-N	764,465	0.17
Bonavista Energy Corp	64.40	BNP-T	937,201	0.14
Devon Energy Corp	22.48	DVN-N	253,783	0.05
Ivanhoe Energy Inc	21.36	IE-T	774,589	0.05
JX Holdings Inc	16.67	5020-T0	4,870,125	0.04
Murphy Oil Corp	10.91	MUR-N	265,000	0.02
Husky Energy Inc	1.65	HSE-T	109,591	0
Canadian Oil Sands Ltd	1.28	COS-T	296,400	0
Japan Petroleum Exploration Co Ltd	1.18	1662-T0	150,538	0
Athabasca Oil Sands Corp	0.61	ATH-T	11,300	0
Petrobank Energy And Resources Ltd	0.00	PBG-T	0	0
Petrobank Energy And Resources Ltd	0.00	PBG-T	0	0
Suncor Energy Inc	528.31	SU-T	11,887,723	1.13
Exxon Mobil Corp	419.54	XOM-N	9,922,876	0.9
Total SA	122.69	FP-FR	5,480,215	0.26
Teck Resources Ltd	85.52	TCK'A-T	1,968,139	0.18
total en millions	5834.91	2315		
valeur du portefeuille (données entre 31 décembre et le 8 février 2012 en millions	46679.69			

Si maintenant on examine la part des entreprises du secteur des sables bitumineux dans les dix premiers titres du portefeuille de la Caisse, nous retrouvons un indice de concentration similaire à celui noté précédemment, soit cinq titres sur les dix associés aux sables bitumineux, c'est plus de 10 % du portefeuille en actions de la Caisse. Ces dix premières entreprises ne comportent qu'une entreprise québécoise, soit CGI. Voir le tableau D à la page suivante.

11. Pour la description du secteur, voir l'*Annexe 2 : Note méthodologique* à la page 27.

12. Selon Thomson Reuters celui-ci ce chiffrait à 46,68 milliards \$ au 8 février 2012.

TABLEAU D

**La part des entreprises du secteur des sables bitumineux dans les dix premiers titres du portefeuille de la Caisse**

<b>Titre</b>	<b>Val (\$MM)</b>	Sables
Enbridge Inc	2,593.39	X
Enbridge Energy Partners LP	619.14	X
Canadian Natural Resources Ltd	556.70	X
Ivanhoe Mines Ltd	545.71	
Suncor Energy Inc	528.31	X
Cobalt International Energy Inc	497.82	
Potash Corp Of Saskatchewan Inc	448.66	
Goldcorp Inc	422.90	
Exxon Mobil Corp	419.54	X
CGI Group Inc	403.66	Qc
 Total en millions	7035.840486	4717.085597
En % du portefeuille de 47 Milliards	15.07%	10.11%

Finalement, en terme de concentration, les chiffres sont tout aussi similaires. En effet, trois entreprises, soit le Groupe Enbridge, Suncor et Canadian Natural Resources, représentent près de 9,21 % des investissements de la Caisse en actions d'entreprises cotées en bourse.

TABLEAU E

**Trois entreprises représentent près de 9,21 % des investissements de la Caisse en actions d'entreprises cotées en bourse**

Enbridge	2593
Enbridge LLP	619
Canadian	557
Suncor	528
total	4298 millions

Portefeuille total en actions 46679.69 millions

en % 9.21%

L'ensemble des chiffres dans cette mise à jour montre que la position de la Caisse demeure sensiblement la même que celle documentée dans cette note de recherche.

Nous n'avons pas accès à des chiffres plus récents concernant les placements de la Caisse au Québec. Nous devons donc nous rabattre sur les chiffres de sa publication « Point de vue, Hors série, Rôle de la Caisse dans le développement économique du Québec ». La donne reste la même : la Caisse investit plus dans les sables bitumineux qu'elle ne le fait dans Hydro-Québec ou dans les entreprises québécoises cotées en bourse ou en placement privé. Heureusement, son important portefeuille immobilier au Québec dépasse de loin les placements dans les sables et évidemment la part de titres de la dette du gouvernement du Québec. Compte tenu de son mandat d'origine, c'est la moindre des choses. Mais lorsqu'on compare du comparable, participation au capital d'entreprises ouvertes ou d'un secteur à l'autre, soit sables bitumineux versus hydro-électricité, le bilan demeure selon nous problématique. Nous aimerions bien voir la Caisse nous divulguer des chiffres

sur ces investissements au Québec qui contredisent ou mitigent nos analyses. À ce jour, cela n'a pas été fait. Par ailleurs, la question de fond demeure : pourquoi sommes-nous dans ce secteur, et surtout, une question qui s'adresse non pas à la Caisse, mais aux déposants et au gouvernement, peut-on garder une telle politique de placement en porte à faux avec nos valeurs et nos objectifs de développement durable? Finalement, nous espérons avoir lancé un débat nécessaire sur le rôle de la Caisse dans notre économie. Elle a été pensée et constituée comme un outil d'orientation de notre développement, un levier de politique industrielle. Nous croyons fermement qu'une telle politique est une nécessité incontournable pour faire face aux défis économiques et écologiques à venir.



# Annexe 2. Note méthodologique

## Mode de calcul du portefeuille de la CDP

Les calculs de la présente étude « Se sortir la tête du sable. La contribution de la Caisse de dépôt et placements du Québec au développement des énergies fossiles » ainsi que ceux de la mise à jour sont basés sur des données provenant de la base de données « Thomson One » de Thomson Reuters. Les informations sont compilées à partir des déclarations que déposent auprès des autorités de régulation des marchés financiers les entreprises cotées en bourse et les investisseurs institutionnels. Les informations sur le portefeuille de la Caisse proviennent donc de la Caisse elle-même. Nous n'avons pas utilisé les informations publiées en annexe du rapport annuel de 2010 de la Caisse, pour deux raisons : premièrement, nous tenions à avoir des données plus à jour que celles datant du 31 décembre 2010; ensuite, dans le cas d'Enbridge, les données présentées dans le Rapport annuel ont été certainement l'objet d'une erreur de traitement de données ou d'entrée de données qui est passée inaperçue malgré la révision du document par le vérificateur Deloitte et Touche. En effet, à la page 90 de l'annexe, on présente la participation de la Caisse dans Enbridge Inc à 62 500 actions. Or, selon les données que la Caisse a elle-même déposée et que nous obtenons sur Thomson, ce montant au 31 décembre 2010 était de 69 400 000 actions, une différence extrêmement importante. Cette position existe telle quelle depuis. Avant, le nombre d'actions Enbridge Inc que détenait la Caisse était de 56 269 164 depuis le 31 décembre 2009 et elle était de 57 519 916 depuis le 31 décembre 2008.

L'impact en terme de valeur de placement est immense. Selon le Rapport de la Caisse, ce n'est qu'un placement d'une valeur de 3,5 millions \$ alors qu'en fait le placement au 31 décembre 2010 valait 1,96 milliard \$.

Outre pour la comparaison avec le Québec, nous nous sommes basés exclusivement sur les données de Thomson Reuters, entre autres afin de nous assurer de l'homogénéité des calculs. Car Thomson et la Caisse ne calculent pas de la même manière la composition du portefeuille en actions de la CDP. C'est ce qui explique la différence entre notre valeur de l'actif total de la Caisse en action d'entreprises cotée en bourse et les chiffres qu'elle peut présenter.

## Mode de détermination du secteur des sables bitumineux

Le tableau F à la page 28 présente la liste des entreprises que nous comprenons dans le groupe du secteur des sables bitumineux. Il a été constitué à partir de deux sources complémentaires.

Premièrement, nous avons consulté la liste officielle tenue à jour par le gouvernement de l'Alberta des exploitants dans le secteur, disponible ici :

[http://www.energy.alberta.ca/LandAccess/pdfs/OilSands\\_Projects.pdf](http://www.energy.alberta.ca/LandAccess/pdfs/OilSands_Projects.pdf)

Ensuite, nous avons consulté la liste des membres de l'association industrielle des exploitants des sables, le groupe « Oil Sands Developers Group » dont la liste des membres est disponible ici :

<http://www.oilsandsdevelopers.ca/index.php/about-osdg/member-companies/>

Cela nous donne la liste d'entreprises ci-dessous :

#### TABLEAU F

#### **Liste des entreprises dans le secteur des sables bitumineux**

##### Secteur des Sables Bitumineux

Enbridge Inc  
Enbridge Energy Partners LP  
Canadian Natural Resources Ltd  
Cenovus Energy Inc  
Meg Energy Corp  
Imperial Oil Ltd  
ConocoPhillips  
Royal Dutch Shell Plc  
Bonavista Energy Corp  
Devon Energy Corp  
Ivanhoe Energy Inc  
JX Holdings Inc  
Murphy Oil Corp  
Husky Energy Inc  
Canadian Oil Sands Ltd  
Japan Petroleum Exploration Co Ltd  
Athabasca Oil Sands Corp  
Petrobank Energy And Resources Ltd  
Petrobank Energy And Resources Ltd  
Suncor Energy Inc  
Exxon Mobil Corp  
Total SA

Nous mesurons la participation dans un secteur qui comporte à la fois un aspect économique soit l'exploitation d'une ressource dans le cadre d'une stratégie d'affaires plus globale comportant d'autres secteurs et une composante politique d'appui au développement du secteur. Dans le contexte actuel, ce deuxième aspect est pour nous déterminant. Nous n'avons donc pas « pondéré » la valeur du placement de la Caisse dans une entreprise par le pourcentage de revenu que cette entreprise tire des sables bitumineux. La Caisse utilise une façon bien habile de déguiser un acteur clé pour le développement de ce secteur en présentant « Enbridge » comme une entreprise somme toute périphérique puisque plus de 70 % de ses revenus proviennent du secteur gazier. Qui connaît le débat entourant les perspectives de développement futur des sables sait le rôle déterminant que joue Enbridge en proposant deux voies de sorties essentielles pour le pétrole brut des sables bitumineux soit le projet Northern Gateway à l'Ouest ou le projet Trailbreaker à l'Est. Qui plus est, Enbridge et ses filiales transportent l'essentiel du pétrole des sables bitumineux vers les États-Unis et fournissent aux producteurs un réseau de pipelines en Alberta essentiel à l'extraction et au traitement de la ressource.

Finalement, notez que les titres associés à de grandes multinationales pétrolières étrangères sont les titres de leurs filiales nord-américaines, membres de l'association « Oil Sands Developers Group » ou identifiées par le gouvernement de l'Alberta comme exploitantes.

**TABLEAU G**  
**Historique des placements de la Caisse de dépôt et placement du Québec dans les sables bitumineux**

Position par trimestre de la Caisse dans les Sables, 2006 à 2011.

évolution de quelques titres du portefeuille de la CDP  
en nombres actions

	Enbridge inc	Enbridge LLP	Suncor	Canadian natural ressources
31-Dec-2011	69,400,000	18,654,304	18,329,147	14,873,976
30-Sep-2011	69,400,000	18,654,304	18,853,647	14,313,176
30-Jun-2011	69,400,000	18,654,304	17,579,214	12,543,976
31-Mars-2011	69,400,000	18,654,304	16,428,640	9,922,876
31-dec-2010	69,400,000	18,654,304	18,373,960	12,210,976
30-sept-2010	56,269,164	18,654,304	18,282,489	12,849,776
30-jun-2010	56,269,164	18,654,304	20,460,018	15,546,276
30-mars-2010	56,269,164	25,654,304	18,368,467	16,353,576
31-dec-2009	56,269,164	25,654,304	10,252,682	16,665,784
30-sep-2009	57,519,916	0	7,973,268	18,255,584
30-jun-2009	57,519,916	0	8,989,409	20,406,946
31-mars-2009	57,519,916	0	8,283,809	20,713,546
31-Dec-2008	57,519,916	0	8,067,905	18,746,342
31-Dec-2007	62,780,300	0	2,507,252	10,250,184
30-sept-2007	5,049,668	0	2,828,724	8,521,380
30-jun-2007	5,049,668	0	2,547,990	5,017,184
31-mars-2007	5,049,668	0	1,102,566	3,736,944
31-Dec-2006	5,049,668	0	1,525,566	2,315,144



## Annexe 3. Pourquoi la Caisse persiste-t-elle à se mettre la tête dans le sable? \*

Le soutien de la Caisse de dépôt et placement au développement des sables bitumineux est paradoxalement. Alors que Québec a adopté en 2007 une stratégie visant à réduire l'émission des gaz à effet de serre et qu'un vaste mouvement de contestation des énergies fossiles s'organise en Amérique du Nord, la Caisse réaffirme que sa politique de placement n'est commandée que par la recherche de rendement.

La société québécoise a-t-elle perdu le contrôle des orientations de son « bas de laine »? C'est la question que nous avons posée la semaine dernière à travers une note de recherche publiée à l'Institut de recherche en économie contemporaine (IRÉC) sur les placements de la Caisse de dépôt et placement du Québec dans l'industrie des sables bitumineux. À voir la réaction de la Caisse à la publication de cette note, il semble visiblement que ce soit le cas.

En effet, la Caisse a alors réaffirmé que sa politique de placement n'était commandée que par la recherche de rendement. Or, cette posture nous apparaît comme une application étiquetée du mandat de la Caisse. Elle fut constituée comme un levier de développement économique du Québec et comme un fonds devant faire fructifier de manière stratégique notre épargne collective. Si l'objectif n'était que de faire grossir le bas de laine, pourquoi ne pas avoir confié les flux d'épargne à des gestionnaires indépendants en vue d'un placement passif de type indiciel, comme le fait le Régime de pensions du Canada (RPC)?

Parce que les dirigeants de la Caisse ont longtemps cherché à faire tenir les deux volets du mandat dans une politique cohérente de développement du Québec, comme en témoignent les exemples du financement des installations hydroélectriques, ainsi que de nos infrastructures sociales lors de la Révolution tranquille. Mais depuis l'échec de sa politique d'appui aux rêves de grandeur du Québec inc., à la fin des années 1990, on a tenté de neutraliser la Caisse comme outil d'intervention économique au Québec. Avec Henri-Paul Rousseau, la politique de placement a perdu sa direction économique pour adopter une orientation financière : le rendement. Or, force est de constater que ce glissement est fondé sur un paradoxe et pose une série de questions décisives pour l'avenir économique du Québec.

### Le paradoxe de l'orientation financière en action

L'orientation financière de la Caisse impose un mode de gestion particulier de notre épargne capitalisée. Disons-le d'emblée : les gestionnaires de la Caisse sont compétents dans leur domaine d'expertise : la gestion d'un portefeuille d'actifs diversifié en vue d'en maximiser le rendement. Ils expliquent leurs activités dans ce vocabulaire du rendement lorsqu'ils communiquent avec la société québécoise, ils sont rémunérés avec des bonus en fonction de leur capacité à battre l'indice, leur vision du monde n'est pas économique, elle est financière, et actuellement, ni les déposants ni le gouvernement du Québec ne leur demandent de faire autrement.

\* Texte paru dans *Le Devoir* le 20 février 2012. <http://www.ledevoir.com/economie/actualites-economiques/343127/investissements-dans-l-industrie-des-sables-bitumineux-pourquoi-la-caisse-persiste-t-elle-a-se-mettre-la-tete-dans-le-sable>

La Caisse est en effet gérée à l'intérieur des cadres fixés par les modes et tendances de la communauté financière des grandes places boursières de la planète. En 2006-2007, la mode était aux produits structurés adossés à des actifs : la Caisse était là. En 2008, avec l'effondrement de ces produits et la faible performance des bourses d'actions, la mode a été au jeu de casino sur les marchés des produits dérivés, dont les produits pétroliers : la Caisse était là. Et aujourd'hui, nous l'avons montré, le goût du jour au Canada est le prospérité soudaine des sables bitumineux. Et la Caisse est là.

## Un soutien paradoxal

Or, en ciblant les placements de la Caisse dans les sables bitumineux, nous avons montré que cette recherche exclusive des rendements exerce, paradoxalement, une fonction de développement économique majeure. En effet, la Caisse agit dans ce secteur en véritable pilier à travers une part importante de ses placements en actions. Comme le montre le tableau H à la page 34, la Caisse détenait au 31 décembre 2011 un important portefeuille de titres dans le capital d'entreprises au cœur du complexe des sables bitumineux. Elle y occupe aussi une place importante dans la controversée Enbridge, appelée à jouer un rôle déterminant dans le développement du secteur.

Exercé sous le couvert d'une politique de rendement, ce soutien au développement des sables bitumineux est paradoxalement et nous semble problématique. Alors que le gouvernement du Québec a adopté en 2007 une stratégie visant à réduire l'émission des gaz à effet de serre, alors qu'un vaste mouvement de contestation des énergies fossiles s'organise en Amérique du Nord et prend pour cible les projets d'oléoducs d'Enbridge à l'Ouest (Northern Gateway) et à l'Est (Trailbreaker), la Caisse persiste à se mettre la tête dans le sable. Il nous semble donc important de déboulonner le mythe de la « neutralité » de cette poursuite de rendement, qui ne cesse de produire des effets délétères sur notre économie, notre habitat naturel et notre société.

## Le fétichisme du rendement

L'annonce de « rendements » par la Caisse où est déposée une partie considérable de notre épargne collective peut paraître rassurante pour ce nombre croissant de Québécoises et de Québécois qui s'approchent de la retraite. Surtout dans un contexte où un climat d'insécurité concernant leurs rentes s'est développé et est entretenu de diverses manières. Par un effet psychologique typique, plus le sentiment d'insécurité économique va s'intensifier, plus s'imposera l'importance d'aller chercher du rendement. Telle est la fonction fétichiste du rendement financier. Une richesse virtuelle compense une situation d'insécurité présente.

Mais le fétichisme du rendement purement financier va beaucoup plus loin. Un vieux dicton veut que l'argent ne pousse pas dans les arbres et qu'il ne fasse pas de petits. Du point de vue économique, un rendement n'est qu'une façon de prélever sur une activité économique réelle (celle des gens qui travaillent et consomment) une part de revenu. Du point de vue macroéconomique, on espère que ce prélèvement correspond à une part raisonnable des gains ou de la croissance de l'activité réelle. On souhaite que cette fonction financière n'ait pas pour effet d'écraser ou de handicaper le développement de l'économie réelle sous-jacente. Cela est d'autant plus important que la valorisation financière est essentiellement une fonction sur la croissance future de l'économie réelle.

Même en finance, on n'échappe pas à cette loi économique du capitalisme énoncée par Milton Friedman : « There is no free lunch. » Avec quelle activité voulons-nous donc nous payer

nos retraites? Quelle économie de demain voulons-nous produire par nos politiques de placement aujourd’hui? Au moment de la création de la Caisse, ce sont des questions auxquelles Jacques Parizeau soumettait des réponses claires et précises qui ralliaient une majorité de Québécois autour d’un projet de développement collectif. Or, la direction de la Caisse ne donne pas de réponses claires et précises à ces questions aujourd’hui.

## **Retour à une vision économique et écologique**

Dans notre note de recherche, nous avons présenté une vision économique qui pourrait orienter la politique de placement de la Caisse. Elle renoue en partie avec l’idée à l’origine de cette institution : faire de notre épargne collective un levier de développement économique collectif. En 1965, notre souveraineté économique passait par le développement de notre potentiel hydroélectrique et par l’autonomie financière de l’État québécois afin qu’il puisse procéder aux investissements publics nécessaires à la Révolution tranquille. L’électrification de notre base énergétique nous place aujourd’hui en position favorable pour nous engager collectivement dans une transition écologique de notre économie.

Grâce à notre hydroélectricité publique, la moitié du chemin est fait. Il s’agit maintenant de terminer la « décarbonisation » de notre économie par le truchement d’une politique industrielle de transition, où le secteur public aurait un rôle central à jouer. Utilisons les gains économiques de ces rendements écologiques pour générer la rente financière de demain. Voilà l’esprit et la lettre de notre rapport. Cette logique de repositionnement de la Caisse s’imposerait aussi au secteur des ressources naturelles, afin de transformer la politique de « bar ouvert » du Plan Nord actuel, en politique de partage collectif et de contrôle public de ce développement.

La vision de transition écologique de notre économie dépasse le seul secteur de l’énergie, elle concerne la façon dont nous produisons nos biens de consommation et nos services, construisons nos maisons et nos édifices, organisons notre territoire et nos déplacements. Les besoins de financement de l’investissement sont importants et les « gains » économiques potentiellement importants. Évidemment, la Caisse ne pourra demain matin retirer toutes ses billes des secteurs carbonifères pour les placer dans des occasions d’investissements qui, actuellement, n’existent pas encore. Il s’agit de les provoquer et de les structurer dans le cadre d’une politique de transition écologique et solidaire plus large. Et l’avenir se situe là, pas du côté des « fossiles ».

TABLEAU H  
Placements de la Caisse dans les sables bitumineux au 31 décembre 2011

<b>Titre</b>	<b>Nombre d'actions</b>	<b>Valeur marchande (millions \$)</b>	<b>% du portefeuille d'actions d'entreprises cotées</b>
Enbridge Inc.	69 400 000	2 593,4	5,56 %
Enbridge LLP	32 488 849	619,1	1,33 %
Canadian Natural Resources	16 428 640	556,7	1,19 %
Suncor	11 887 723	528,3	1,13 %
	<b>Sous total</b>	<b>4 297,5</b>	<b>9,21 %</b>
	18 autres titres du secteur	1 537,4	3,29 %
	<b>Grand Total</b>	<b>5 834,9</b>	<b>12,50 %</b>

Source: Thomson Reuters

