



# LES DÉRIVÉS, CES GRANDS NÉGLIGÉS

Par **Gérard Bérubé**

## Bien utilisés, les produits dérivés

apportent protection, liquidité, levier, souplesse et rapidité d'ajustement à faibles coûts. Pourtant une vaste majorité des caisses de retraite préfère encore les garder à distance.

La crise des «subprimes», les dérives des couvertures de défaillance (connues sous l'acronyme anglais de CDS) ou encore la déconvenue de Long-Term Capital Management marquent encore l'histoire récente de ce marché spécialisé. Dans une lettre aux actionnaires de Berkshire Hathaway datant de 2002, Warren Buffet les a déjà baptisés d'«armes financières de destruction massive», les qualifiant de «bombe à retardement» à l'échelle macro, pour du même coup reconnaître leur utilité stratégique et leur rôle facilitateur au niveau micro.

Le président de la Bourse de Montréal, Alain Miquelon, tient à nuancer, à faire la part des choses. Essentiellement, la crise de 2008 a mis en exergue les limites du marché de gré à gré, «un marché peu réglementé, manquant de transparence et abritant des produits non standardisés», a-t-il énuméré. Aussi, la structure du risque est surtout de nature bilatérale sur le marché au comptoir alors qu'elle devient multilatérale avec les dérivés boursiers, les chambres de compensation ayant notamment pour rôle de resyndiquer le risque de contrepartie. «Le gros changement depuis 2008 consiste à orienter le marché de gré à gré vers le modèle boursier pour en minimiser le risque systémique», résume-t-il.

Utilisés à bon escient, d'une manière avisée, «ces instruments ont démontré leur efficacité dans l'implantation de stratégies de placement», insiste Jean-François Pépin, premier vice-président et co-chef de l'investissement chez Addenda Capital. La preuve de leur pertinence n'est également plus à démontrer aux yeux d'Alain Miquelon. Au fil des ans, les dérivés «standardisés» ont su s'ancrer dans leur rôle classique de substitut aux produits au comptant, parfois d'instruments synthétiques aux actions, aux obligations, aux devises et aux matières premières, voire faciliter l'exposition à un marché à une fraction de la valeur notionnelle. Le président de la Bourse spécialisée donne l'exemple d'un contrat sur indice boursier, qui apporte au gestionnaire un rendement corrélé à l'indice sans détenir un panier d'actions.

Les contrats à terme, répondant à une clientèle essentiellement institutionnelle, et les options, qui élargissent la famille des dérivés aux particuliers et au marché de détail, forment un univers très liquide et transparent, ouvert 24 heures sur 24. «Ils sont moins chers à exécuter qu'une opération au comptant et n'imposent pas de détention physique, abaissant d'autant le coût transactionnel», insiste-t-il.

## Les principales stratégies

Parmi les principales stratégies dévolues aux produits dérivés, le président de la Bourse de Montréal parle de deux grandes utilisations. Il pense à la gestion de risque, avec des stratégies de superposition visant à gérer la volatilité des prix et des

## Les dérivés, ces grands négligés

cours, et à la pondération face à des portefeuilles débalancés. Pour sa part, Jean-François Pépin évoque la possibilité offerte de repositionner rapidement le portefeuille ou de modifier la répartition d'actif sans devoir transiger sur des positions au comptant. Ces déviations tactiques, souvent temporaires, vont impliquer des contrats à terme permettant d'éviter de liquider l'actif sous-jacent. Ou encore le gestionnaire voudra cristalliser certains gains sans vouloir vendre l'actif.

Le spécialiste d'Addenda évoque aussi le risque de devise et le besoin de se protéger contre les fluctuations des taux de change. « Les portefeuilles sont toujours plus globaux, plus

mondiaux, mais le passif des caisses de retraite est libellé en dollar canadien », rappelle-t-il. Sans compter le risque de taux d'intérêt. En gestion active, un positionnement adéquat de la durée ajoute de la valeur lorsque la variation des rendements obligataires à l'échéance est conforme aux attentes. « Toutefois il faudrait, ici, considérer une autre dimension, celle d'un changement de pente de la courbe de rendement qui pourrait amplifier, atténuer ou même annuler la contribution positive d'un bon positionnement de la durée », souligne le spécialiste dans une petite note publiée en mars 2015. Un positionnement optimal sur la courbe « est concevable dans un portefeuille dans lequel les produits dérivés sont autorisés ».

Une autre stratégie de couverture du risque de taux d'intérêt fait appel à une utilisation prudente de l'effet de levier à des fins d'appariement du passif. « On ajoutera du levier pour abaisser son risque de taux d'intérêt sans modifier sa répartition d'actif de base ou sans réduire son exposition à une catégorie d'actif plus risquée mais offrant un rendement potentiel supérieur, illustre Jean-François Pépin. Les gestionnaires soumis au test de solvabilité vont également vouloir mettre leurs obligations à levier pour maintenir la répartition et conserver leur espérance de rendement en abaissant ou en gelant son risque de taux. » Et si, en cas de vent contraire, la structure à levier venait à souffrir momentanément d'une hausse de taux, il y aura compensation par une diminution du passif actuariel.

**« Le gros changement depuis 2008 consiste à orienter le marché de gré à gré vers le modèle boursier. »**

**Alain Miquelon, Bourse de Montréal**



INSTITUT CANADIEN DE LA RETRAITE  
ET DES AVANTAGES SOCIAUX

**FORUM  
2016**

**La nouvelle  
donne ...**

HÔTEL LE WESTIN OTTAWA  
OTTAWA, ON - 16, 17 ET 18 MAI 2016



**OTTAWA, ON | 16- 18 MAI, 2016**



**Promoteurs de régimes | Économisez 200\$**

Étoile diamant

Étoile platine

Étoiles d'or

Étoile de bronze

Support

Partenaires Média

**Manuvie**

**LA Great-West**  
COMPAGNIE D'ASSURANCE-VIE

**Desjardins**  
Assurances  
VIE • SANTÉ • RETRAITE

Financière  
**Sun Life**

GESTION INSTITUTIONNELLE  
FRANKLIN TEMPLETON

**Homewood**  
Health | Santé

Benefits and Pension  
**monitor**

**Benefits**

**AVANTAGES**

**INSCRIVEZ VOUS SUR : WWW.CPBI-ICRA.CA**

## « De 90 à 95 % des caisses de retraite n'y ont pas ou peu recours. »

Jean Bergeron, Morneau Shepell

Bref, risque de taux d'intérêt, risque de taux de change, risque de crédit... « L'on se protège en achetant de l'assurance ou l'on se met prudemment à levier, dans un marché très liquide », résume Jean-François Pépin. À l'opposé, les principaux revers associés aux dérivés viennent d'une utilisation non judicieuse ou excessive du levier et du « risque de base » qui apparaît lorsque l'instrument de couverture ne reproduit pas la pondération du sous-jacent, pouvant ainsi ne pas agir de la même façon que le risque couvert.

### Des gestionnaires réticents

Malgré toutes ces considérations, les gestionnaires de caisses de retraite sont encore peu nombreux à intégrer les dérivés dans leurs stratégies de placement. Alain Miquelon y voit une question de gouvernance et de taille ou d'absence d'une masse critique pouvant servir de socle au développement d'une expertise à l'interne. « C'est probablement un enjeu pour une caisse dont l'actif est de 1 milliard ou moins, dit-il. Mais au Canada, nous comptons sur la présence d'importants gestionnaires de premier plan. On pense à ce Groupe des dix qui composent la Caisse de dépôt et placement du Québec, l'Office d'investissement du Régime de pensions du Canada ou encore de Teachers. Des caisses de retraite d'entreprise comme Air Canada ou Hydro-Québec sont aussi très sophistiquées. » S'y greffent les grandes institutions financières, assureurs en tête, et des fonds d'investissement. « Ces joueurs contribuent à l'essor et à la liquidité » du marché des dérivés standardisés, se réjouit le président de la Bourse de Montréal.

Jean Bergeron acquiesce. « Je dirais que 90 à 95 % des caisses de retraite n'y ont pas ou peu recours. » L'associé et responsable du Groupe de services-conseils en gestion d'actif et des risques chez Morneau Shepell lie cette hésitation à un certain degré de confort et de connaissance dans les comités de retraite. « On observe toutefois plus d'ouverture, plus de sensibilité. » Les transactions les plus fréquentes consistent en des stratégies de couverture contre les fluctuations de devises et de taux d'intérêt, dit-il. Et les principaux objectifs vont concerner le passif actuariel ou l'appariement optimal sans pour autant réduire le rendement.

Les occasions sont pourtant appelées à se faire plus nombreuses. Jean Bergeron souligne qu'une hausse attendue des taux d'intérêt pourrait devenir un catalyseur à une utilisation plus grande des dérivés. « L'actuel jeu des devises devient également un incitatif. » Et il n'est pas dit que 2016 pourrait être une année de retournement sur le marché des marchandises, matières premières et denrées en tête, la voie des dérivés devenant alors une occasion pratique de s'y exposer. « Mais la majorité des caisses ou des comités de retraite n'en sont pas là », constate le spécialiste de Morneau Shepell. ▀



## À GRANDE ÉCHELLE À HYDRO-QUÉBEC

FORT DE SES 22 MILLIARDS DE DOLLARS d'actif sous gestion, le régime de retraite d'Hydro-Québec fait un grand usage des stratégies de placement empruntant au marché des dérivés. « Ça se fait à grande échelle. Difficile de dire quelle part du portefeuille les dérivés occupent, compte tenu de la valeur notionnelle impliquée. Mais ils sont très présents », souligne Jean-Hugues Lafleur vice-président, Financement, trésorerie et caisse de retraite à Hydro-Québec.

Ces instruments sont recherchés pour leur efficacité et leurs coûts moindres. À Hydro, on va puiser tant du côté des « swaps », du marché de gré à gré que de celui des produits boursiers standardisés. « On y a recours pour rééquilibrer un portefeuille ou remodeler la répartition sans toucher à l'actif ou retirer les fonds, pour s'exposer au marché des produits de base, pour gérer les risques, dont celui de déviation par rapport au passif, pour se protéger contre les fluctuations des devises ou pour modifier la durée du portefeuille obligataire, énumère le gestionnaire. Il existe une panoplie de possibilités, de combinaisons. »

On s'en sert à des fins de diminution du risque mais également dans un objectif de création de valeur. « Un gestionnaire d'actif nous intéresse, on veut le conserver mais la conjoncture nous dicte d'alléger le poids de cet actif. Nous allons alors maintenir le mandat mais vendre un indice boursier correspondant », donne-t-il en exemple. Ce type d'arbitrage est fréquent à Hydro. Sur les 22 milliards d'actif sous gestion, 40 % sont en obligations et 10 % en immobilier. « Nous gérons cela à l'interne. » Pour l'autre 50 %, « nous allons donner des mandats de gestion à l'externe ».

Cette exposition aux dérivés comportant, en soi, ses propres risques, « nous soumettons nos portefeuilles à des tests de résistance ». Jean-Hugues Lafleur se rappelle l'expérience du choc financier de 2008. De grandes caisses se pensaient couvertes alors que ce n'était pas toujours le cas. Ou encore la correction pouvait être à ce point brusque ou prononcée qu'elle entraînait des appels à la livraison de la compensation ce qui, en l'absence de liquidités, forçait une vente d'actif.

Bref, évoluer dans ce marché de manière optimale requiert une certaine taille. « Il faut disposer du support administratif et de l'expertise à l'interne. Il fait pouvoir compter sur la présence de professionnels compétents capables de gérer les liquidités et les appels de marge, d'évaluer les risques de contrepartie lorsque nous sommes hors Bourse et de suivre l'évolution de l'environnement réglementaire », précise Jean-Hugues Lafleur.