

Janvier 2020

INSTITUTIONNEL

AMÉLIORATION DES RÉSULTATS DU PORTEFEUILLE ASSOCIÉS À LA COUVERTURE DE CHANGE DYNAMIQUE

Par Michael Sager et NanYang¹

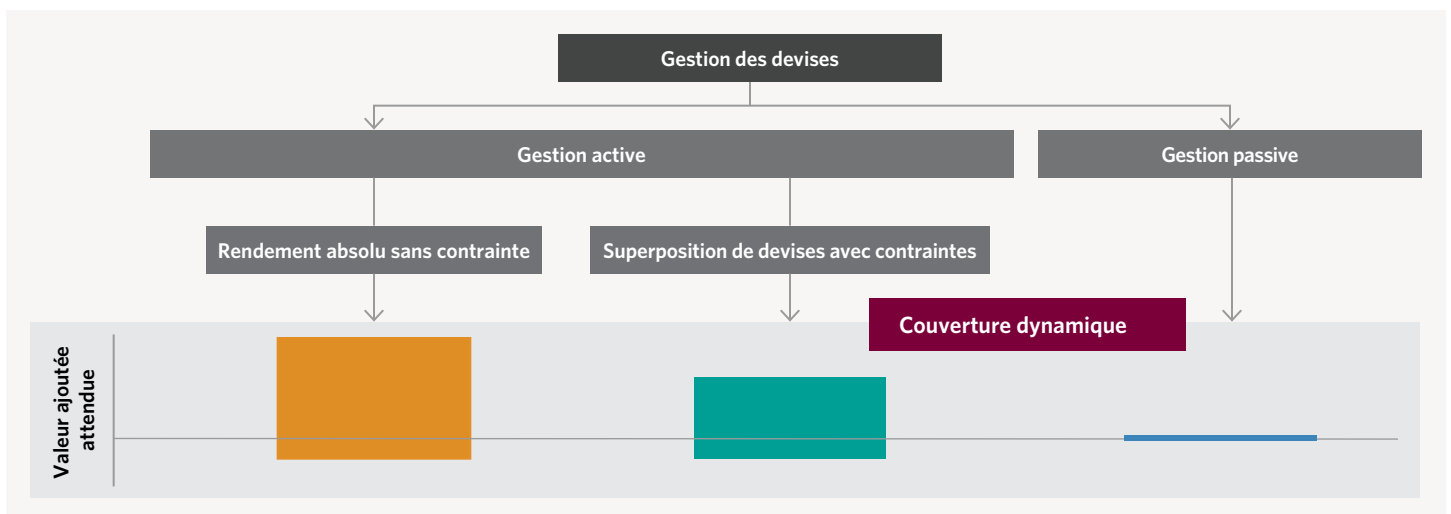
1. Sommaire

- La couverture de change dynamique intègre certains aspects de la couverture passive et de la gestion active des placements en devises.
- Les personnes qui ont recours à la couverture de change dynamique cherchent à contrôler l'incidence du risque de change hérité des placements dans des actifs mondiaux. Nombre d'entre elles cherchent également à obtenir un rendement attendu positif.
- Les mandats de couverture de change dynamique n'ont généralement pas permis de réduire le risque de portefeuille à long terme. De plus, les rendements annualisés moyens ont généralement été faibles, sensibles à la date de début et disparates.
- Nous proposons plusieurs mesures visant à améliorer les rendements prévus ajustés au risque et à réduire le risque opérationnel ainsi que les coûts d'opération qui ne rapportent pas.
- Les améliorations que nous proposons comprennent une stratégie de gestion active des devises à rendement absolu.

2. Introduction

La gestion des devises comporte un large éventail d'objectifs et de solutions (figure 1). La couverture stratégique et passive se situe à une extrémité de ce spectre. Elle est généralement considérée comme une stratégie de contrôle du risque conçue pour atténuer l'incidence sur le portefeuille de l'exposition aux devises héritée de placements dans des actifs mondiaux. Aucun rendement attendu ne lui est associé.

Figure 1 – Gamme de solutions de gestion des devises



Source : Gestion d'actifs CIBC inc.

¹ Michael Sager, gestionnaire de portefeuilles de clients et Nan Yang, analyste, Solutions clients, sont des membres de l'équipe Gestion d'actifs institutionnels de la Banque CIBC. Notre analyse et nos résultats mettent l'accent sur l'investisseur ayant le dollar canadien comme devise de base.

Les placements actifs en devises se situent à l'autre extrémité du spectre. Il s'agit d'une stratégie de rendement absolu de rechange liquide diversifiée qui apparie des positions acheteur sur des devises sous-évaluées et fondamentalement attrayantes à des positions vendeur sur des devises coûteuses afin de profiter d'une convergence attendue en ce qui concerne la valeur relative. Les positions sont souvent mises en oeuvre en tant que superposition non capitalisée efficace par rapport au portefeuille sous-jacent, ou en tant que placement dans un instrument de mise en commun entièrement financé.

La couverture dynamique est une troisième approche de gestion des devises fondée sur le compromis. Il y a deux variantes. Tout d'abord, il s'agit d'une prolongation de la couverture de change passive. Les mandats de couverture passive habituels comprennent un ratio de couverture unique et constant, par exemple 0 %, 50 % ou 100 %². En revanche, les mandats de couverture dynamique conditionnent le montant de la couverture selon l'ampleur de la sous-évaluation des devises nationales; à partir d'un indice de référence non couvert, plus la devise intérieure s'affaiblit sous sa valeur d'équilibre, plus la stratégie couvre le risque de change hérité.

Deuxièmement, les mandats de couverture dynamique sont parfois plus harmonisés avec les placements en devises gérés activement et comportant des contraintes. Le contrôle du risque du portefeuille demeure important, mais l'investisseur vise aussi un rendement positif. La stratégie est mise en oeuvre comme une superposition liée à l'exposition sous-jacente du portefeuille qui englobe les positions acheteur et vendeur sur devises souvent déterminées par un seul style de placement, habituellement la valeur. La possibilité de générer des rendements à partir d'un mandat de superposition comportant des contraintes est limitée, compte tenu de la composition en devises concentrée des indices de référence typiques.

Au moins quatre aspects de la couverture dynamique peuvent être améliorés pour augmenter les résultats attendus du portefeuille :

- La gamme de placements est souvent contrainte par le recours à un seul style de placement, comme la valeur. La persistance du mauvais alignement des valeurs limite les occasions d'obtenir un rendement constant.

- Dans le cas des mandats dont l'indice de référence n'est pas couvert ou est entièrement couvert, les écarts de valeur ne sont souvent exploités que d'un seul côté de l'équilibre. Le plein potentiel des occasions de valeur repérées est négligé, ce qui contraint encore plus la gamme de placements.
- Les couvertures de change sont rajustées progressivement à la hausse et à la baisse, sous réserve de l'écart entre les taux de change au comptant et les valeurs d'équilibre. Cette approche augmente le risque opérationnel et les coûts d'opération qui ne rapportent pas.
- Il n'y a pas d'analyse prospective. Les valeurs d'équilibre utilisées pour déterminer les décisions de couverture dynamiques sont généralement calculées au moyen d'une évaluation rétrospective des fourchettes de prix historiques ou des relations fondamentales.

Nous nous penchons sur chacune de ces faiblesses et montrons comment une progression par étapes faisant passer un mandat de couverture dynamique de base à une stratégie à gestion active de change à rendement absolu sans contrainte est logiquement cohérente et manifestement avantageuse sur le plan du rendement attendu du portefeuille.

3. Couverture dynamique

Paramètres : Devise unique, couverture supplémentaire asymétrique, style de placement unique (valeur)

Nous commençons par décrire les paramètres et les résultats d'une stratégie de couverture dynamique de base, du point de vue d'un investisseur dont la devise principale est le dollar canadien (\$ CA) et qui investit dans des actions américaines³. Le contrôle du risque du portefeuille est considéré comme l'objectif principal de la stratégie; les rendements positifs sont considérés comme secondaires.

La corrélation entre le rendement des actions américaines et le taux de change entre le dollar américain et le dollar canadien a toujours été négative pour un investisseur utilisant le dollar canadien, ce qui amène souvent à choisir un indice de référence non couvert. Bien que les corrélations prospectives puissent différer, nous suivons ce précédent et évaluons le rendement d'une stratégie de couverture dynamique par rapport à cet indice de référence.

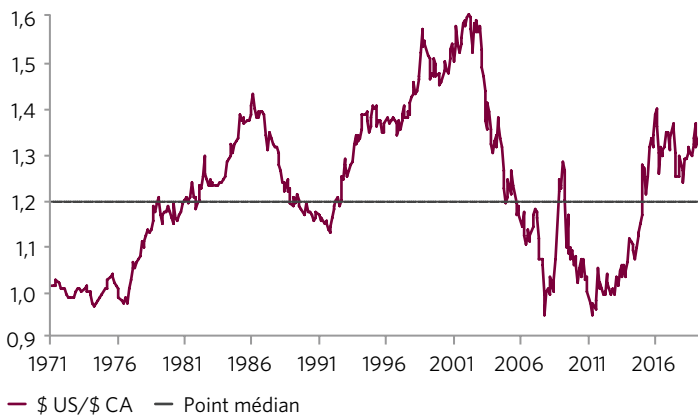
² Le choix du ratio de couverture passif appliqué à l'exposition aux actions mondiales dépend souvent, entre autres, de la devise de base et de l'horizon de placement de l'investisseur, ainsi que du coût de la couverture. Le risque de change associé aux titres à revenu fixe mondiaux est généralement entièrement couvert. La différence reflète la volatilité du rendement des catégories d'actifs sous-jacentes par rapport à la volatilité du rendement des devises.

³ Par souci de simplicité, nous limitons l'exposition aux placements étrangers aux actions américaines.

Étape 1 : Définir la valeur d'équilibre entre le dollar américain et le dollar canadien.

De plus, comme c'est le cas pour de nombreux mandats de couverture dynamique, nous déterminons le niveau d'équilibre entre le dollar américain et le dollar canadien à partir d'une analyse rétrospective de l'échantillon. Notre période d'échantillonnage commence en janvier 1971 et se termine en août 1992, ce qui donne une valeur d'équilibre de 1 \$ US sur 1,20 \$ CA. Nous utilisons cette valeur pour évaluer le rendement de la couverture dynamique à compter de septembre 1992. Nous adoptons une méthode d'évaluation plus sophistiquée dans une section ultérieure du présent document.

Figure 2 - Taux de change historique \$ US/\$ CA



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Thomson Reuters Datastream.
Exemple : de janvier 1971 à septembre 2019⁴.

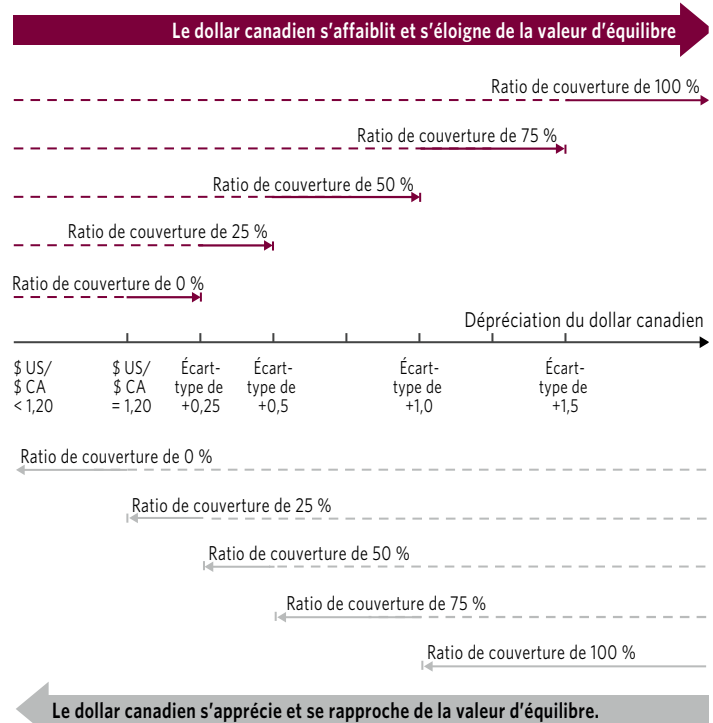
Étape 2 : Règles de couverture dynamique

Nos règles de couverture dynamique assorties de conditions et asymétriques sont décrites à la figure 3 et représentées à la figure 4. Les ratios de couverture de l'exposition aux actions américaines varient de 0 % (non couverts) à 100 % (entièrement couverts), sous réserve de l'importance de l'écart entre le dollar américain et le dollar canadien par rapport à la valeur d'équilibre. Les décisions de couverture sont mises en oeuvre selon un calendrier mensuel.

Les périodes de couverture passées sont peu fréquentes, ce qui concorde avec la persistance des tendances des taux de change (figure 4). Toutefois, durant les épisodes de couverture, le nombre de décisions est généralement relativement élevé. Depuis septembre 1992, il y a eu quatre épisodes de couverture distincts et 18 décisions de couverture progressives.

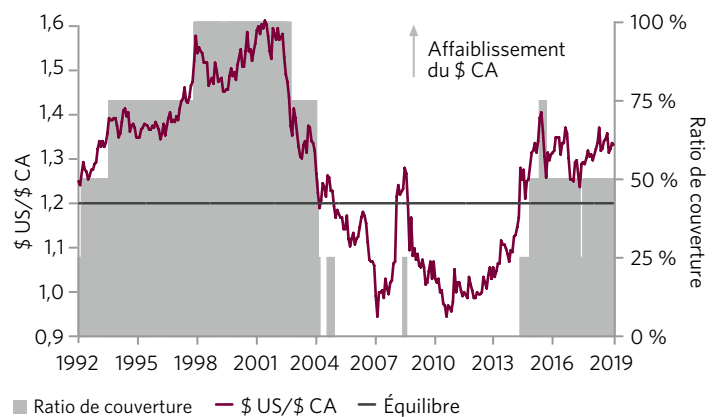
Notre exemple, qui est stylisé, ne comporte qu'une seule devise étrangère. En pratique, les mandats en comporteront beaucoup plus. Cela augmentera considérablement le nombre de décisions de couverture, ainsi que la complexité opérationnelle et les risques connexes.

Figure 3 - Règles conditionnelles de la couverture dynamique



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc. Les écarts-types sont calculés à l'aide d'un échantillon en expansion à compter de janvier 1971.

Figure 4 - Règles de la couverture dynamique, qui couvre l'exposition aux devises lorsque le dollar canadien s'affaiblit et s'éloigne de la valeur d'équilibre



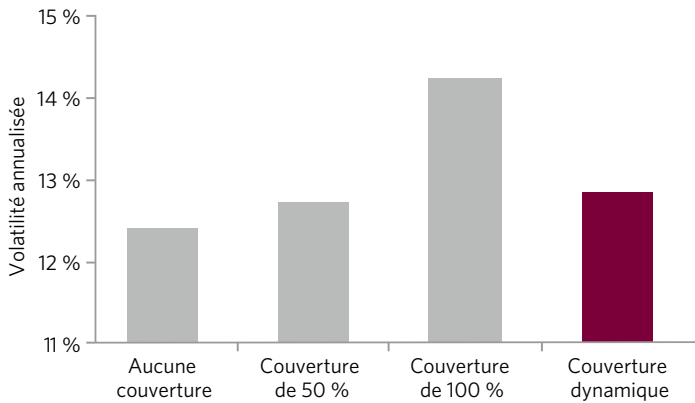
L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc. Les écarts-types sont calculés à l'aide d'un échantillon en expansion. Exemple : de septembre 1992 à septembre 2019.

⁴Nous avons choisi janvier 1971 comme date de début dans l'échantillon, car cela correspond à l'adoption du régime actuel de taux de change flottant. Les rendements passés des stratégies de couverture dynamiques dépendent de la date de début de l'échantillon. Afin de réduire au minimum cette distorsion, nous considérons août 1992 comme une date de fin appropriée pour notre période d'échantillonnage. À ce moment-là, le taux de change \$ US/\$ CA se situait près du point médian de sa fourchette historique. Le choix d'août 1992 permet également d'obtenir une période de prélèvement d'échantillons raisonnablement longue, qui s'étend de septembre 1992 à septembre 2019.

Résultats

La couverture dynamique n'atteint pas l'objectif principal de réduction du risque du portefeuille par rapport à un indice de référence non couvert (figure 5). En outre, le risque est supérieur à celui d'un indice de référence couvert à 50 %.

Figure 5 - Le risque lié au portefeuille associé à la couverture dynamique est plus élevé que celui d'un indice de référence non couvert



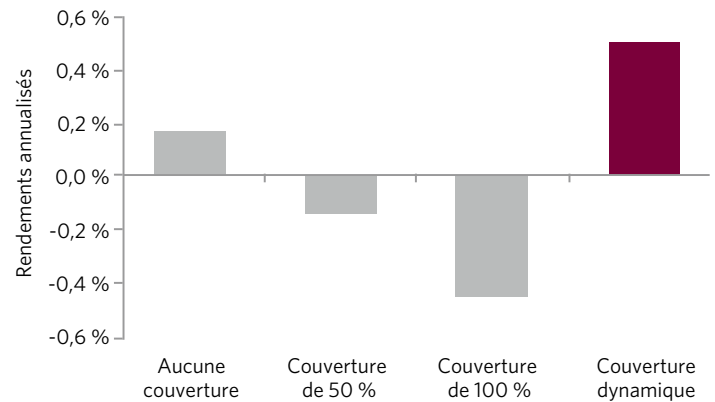
L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Thomson Reuters Datastream. Exemple : de septembre 1992 à septembre 2019.

Le rendement constitue souvent un objectif secondaire des mandats de couverture dynamique. Notre stratégie de base génère un rendement brut annualisé de 0,49 % et un rendement par unité de risque stratégique (ratio d'information - RI) de seulement 0,13 (figure 6)⁵. Ce RI est proche de zéro. Toutefois, le rendement annualisé peut sembler attrayant pour les investisseurs.

Ces rendements sont-ils réalisables à l'avenir? Nous croyons que non. Les simulations rétrospectives ne sont pas fiables, les résultats étant conditionnels au choix de la date de début (figure 7). Rétrospectivement, le scénario idéal encouragera les investisseurs à choisir 2002, alors que le dollar canadien se négociait à des niveaux extrêmement bas par rapport au dollar américain, et qu'il s'est apprécié par la suite. Le choix de dates de début plus récentes mène à des résultats inférieurs, mais qui se rapprochent probablement davantage de résultats réalisables.

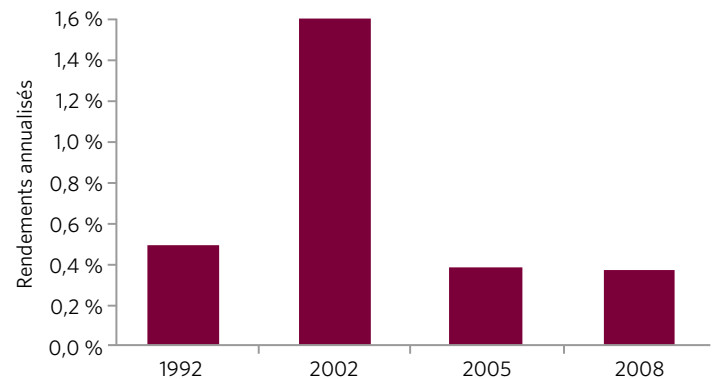
⁵ Le risque distinct de la stratégie de couverture dynamique est de 3,65 % par année. Comme nous le verrons ci-dessous, ce risque est plus élevé et moins avantageux qu'une stratégie active de change ordinaire non assortie de contraintes. Conformément aux attentes a priori, le rendement de l'indice de référence non couvert est proche de zéro; les indices de référence a priori entièrement couverts génèrent en moyenne des rendements négatifs pour un investisseur utilisant le dollar canadien.

Figure 6 - Rendement du portefeuille par rapport à la couverture dynamique



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Thomson Reuters Datastream. Échantillon : de septembre 1992 à septembre 2019.

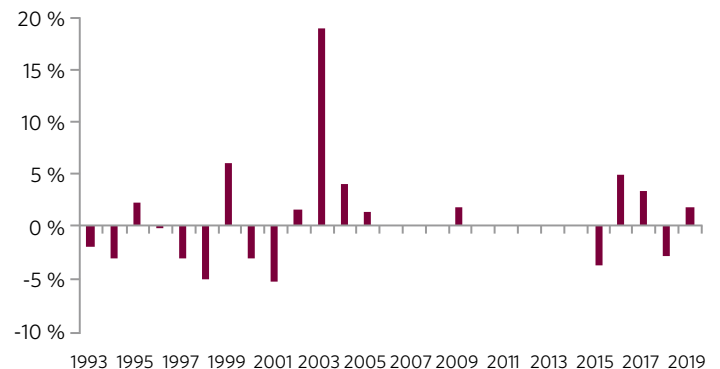
Figure 7 - Les rendements annuels de la couverture dynamique sont sensibles à la date de début



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Thomson Reuters Datastream. Échantillon : de septembre 1992 à septembre 2019.

Les rendements annualisés de la couverture dynamique sont eux aussi disparates, ce qui reflète l'asymétrie de la stratégie et la persistance des écarts de valeur (figure 8).

Figure 8 - Le rendement de la couverture dynamique est faible



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Thomson Reuters Datastream. Exemple : de septembre 1992 à septembre 2019.

Conclusion – Couverture dynamique

Pour un investisseur utilisant le dollar canadien, la couverture dynamique n'a pas atteint ses objectifs. Le risque historique du portefeuille est plus élevé que celui d'un indice de référence non couvert. Le risque opérationnel est également accru. Les rendements modestes, mal répartis et peu fiables constituent une compensation insuffisante.

Nos résultats ne tiennent compte que du rendement d'une stratégie de couverture dynamique pour un investisseur qui investit dans des actions américaines. Mais le dollar américain est la devise dominante dans la plupart des portefeuilles mondiaux. Cela reflète la pondération des États-Unis dans les indices boursiers et obligataires, ainsi que le rôle du dollar comme devise pour de nombreuses autres options. Par conséquent, le dollar américain stimulera le rendement d'une stratégie de couverture dynamique, même si d'autres devises sont incluses.

4. Maintien d'une couverture élevée

Paramètres : Devise unique, aucune couverture supplémentaire, style de placement un unique (valeur)

Pour atténuer certaines de ces lacunes, nous adoptons une stratégie simplifiée de maintien d'une couverture élevée. Comme pour la couverture dynamique, cette stratégie se concentre principalement sur le contrôle du risque de portefeuille plutôt que sur l'amélioration du rendement.

La couverture dynamique suppose l'existence d'équilibres de change bien définis autour desquels les taux de change au comptant oscillent. Pourtant, la mise en oeuvre courante de la couverture dynamique contredit cette hypothèse de deux façons. Tout d'abord, les sociétés de couverture dynamiques modifient graduellement les ratios de couverture en fonction de l'ampleur de la sous-évaluation du dollar canadien. Commencant à zéro et se terminant à zéro, le ratio de couverture augmente graduellement, le dollar canadien s'éloignant de la juste valeur, puis diminue graduellement, le dollar canadien retournant à sa juste valeur. Une mise en oeuvre plus uniforme augmenterait le ratio de couverture à mesure que le dollar canadien s'affaiblirait, mais maintiendrait la couverture maximale jusqu'à ce que le dollar canadien se rééquilibre. Cette incohérence est corrigée par notre stratégie de maintien d'une couverture élevée.

Deuxièmement, la couverture dynamique exploite souvent seulement les écarts par rapport au ratio de couverture stratégique lorsque le dollar canadien est sous-évalué, au lieu de tirer parti des périodes de vigueur et de faiblesse du dollar canadien. Nous abordons cette incohérence dans une section ultérieure, en effectuant des placements en devises à gestion active.

Étape 1 : Définir la valeur d'équilibre entre le dollar américain et le dollar canadien.

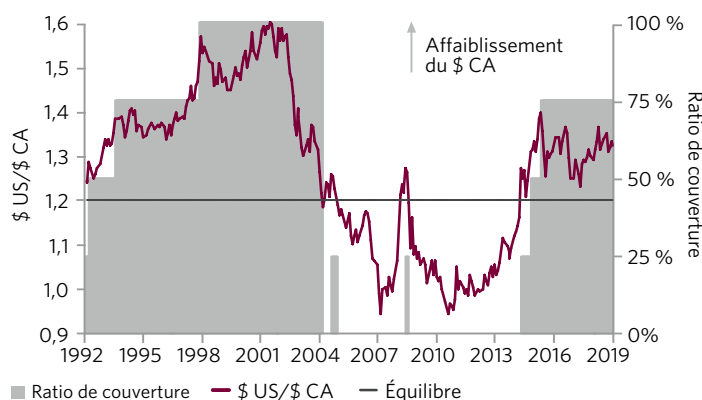
Encore une fois, nous supposons que la valeur d'équilibre entre le dollar américain et le dollar canadien est de 1,20.

Étape 2 : Règles de la stratégie de maintien d'une couverture élevée

Nous continuons de couvrir l'exposition héritée au dollar américain chaque fois que le dollar canadien devient sous-évalué, en utilisant les mêmes niveaux d'entrée que ceux indiqués dans la partie supérieure de la figure 3 ci-dessus. Contrairement à la couverture dynamique, nous maintenons la couverture maximale jusqu'à ce que le dollar canadien retourne à sa juste valeur (figure 9). Par exemple, si le ratio de couverture atteint un maximum de 100 %, nous demeurons entièrement couverts jusqu'à ce que le dollar canadien renforce sa valeur d'équilibre à 1 \$ US pour 1,20 \$ CA; selon la méthode de couverture dynamique, ce ratio de couverture aurait été réduit par étapes (comme le montre la partie inférieure de la figure 3 et de la figure 4).

Il s'agit d'une innovation modeste qui est toutefois intuitive et importante. Le maintien du ratio de couverture maximal tire adéquatement parti de l'hypothèse d'un retour à la moyenne intégrée dans les mandats de couverture dynamique. Elle réduit également au minimum le nombre de décisions de couverture, le risque opérationnel et la complexité ainsi que les coûts d'opération.

Figure 9 – Ratio de couverture historique – stratégie de maintien d'une couverture élevée



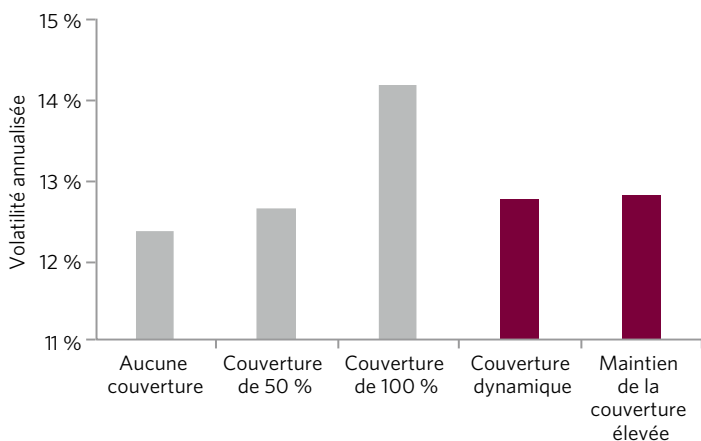
L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Thomson Reuters Datastream. Exemple : de septembre 1992 à septembre 2019.

Résultats

Le maintien du ratio de couverture maximal jusqu'à ce que le dollar canadien revienne à la valeur d'équilibre ne modifie pas de façon importante le risque total du portefeuille (figure 10); la stratégie de maintien d'une couverture élevée donne un rendement et une couverture dynamique par rapport à ce critère.

Toutefois, la stratégie de maintien d'une couverture élevée réduit la complexité opérationnelle et les coûts; pendant la période visée par notre échantillon, le nombre d'opérations de couverture diminue du tiers. Il s'agit d'une amélioration importante, dont les avantages s'accroîtront à mesure que le nombre de devises augmentera au-delà de notre exemple de devise unique.

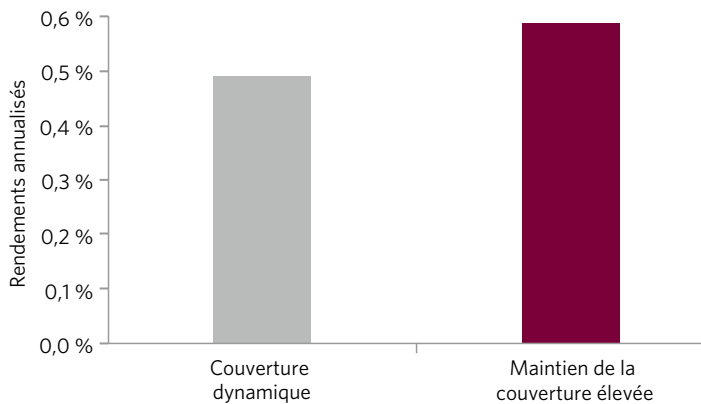
Figure 10 – La volatilité du portefeuille est semblable pour la couverture dynamique et la stratégie de maintien d'une couverture élevée. Le risque opérationnel et les coûts sont moindres dans le cas de la stratégie de maintien d'une couverture élevée



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Thomson Reuters Datastream. Exemple : de septembre 1992 à septembre 2019.

La stratégie de maintien de la couverture élevée a aussi entraîné une amélioration de 20 % du rendement annualisé au cours de la période visée par notre échantillon (figure 11), mais les rendements demeurent tout aussi nuancés et dépendent de la date de début de l'échantillon.

Figure 11 – Par le passé, le rendement du portefeuille a été plus élevé avec la stratégie de maintien de la couverture élevée



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Thomson Reuters Datastream. Exemple : de septembre 1992 à septembre 2019.

Conclusion – Stratégie de maintien d'une couverture élevée

Avec une augmentation nulle du risque de portefeuille, avec un risque opérationnel et une complexité moindres et avec quelques indications selon lesquelles la couverture dynamique produit un rendement supérieur, nous recommandons aux sociétés qui ont recours à l'heure actuelle à la couverture dynamique d'envisager d'adopter au minimum une stratégie de maintien de la couverture élevée.

5. Devise à gestion active sans contrainte

Paramètres : Plusieurs devises, budget lié au risque, positions acheteur et vendeur, plusieurs styles de placement.

Les sociétés qui ont recours à la couverture dynamique perçoivent souvent la devise principalement comme un risque qui ne rapporte pas et cherchent à réduire au minimum son influence sur les portefeuilles. Dans l'analyse qui suit, nous remettons en question cette perception. En ajoutant une superposition active de devises à notre portefeuille d'actions existant, nous maintenons un contrôle semblable du risque du portefeuille tout en considérant les placements à gestion active en devises comme une source supplémentaire de rendement important et diversifié.

Pour effectuer cette analyse, nous devons nous pencher sur deux autres lacunes de la couverture dynamique : le faible éventail de titres au sein du portefeuille, ce qui limite la diversification, ainsi que l'absence de variation prospective des estimations de la valeur d'équilibre des devises.

L'éventail des titres du portefeuille peut être élargi de trois façons :

- Exploiter les occasions de valeur de façon symétrique. De nombreux mandats de couverture dynamique ne mettent en oeuvre des couvertures que lorsque le cours du dollar canadien se négocie à un prix inférieur à sa valeur d'équilibre estimative. Une approche plus efficace permettrait de saisir les occasions d'affaires chaque fois que la devise nationale se négocie à un prix considérablement éloigné de la valeur d'équilibre, dans un sens ou dans l'autre.
- Indiquer les devises supplémentaires qui ne font pas partie de la stratégie du portefeuille sous-jacent. Un large éventail de devises des marchés développés et des marchés émergents présentent d'importantes occasions de valeur à différents moments.

- Présenter d'autres styles de diversification des placements ou facteurs. Les facteurs de change populaires, outre la valeur, comprennent le portage, le cycle et le momentum⁶.

Dans l'analyse qui suit, nous adoptons toutes ces améliorations dans le contexte d'une superposition active des devises non financée.

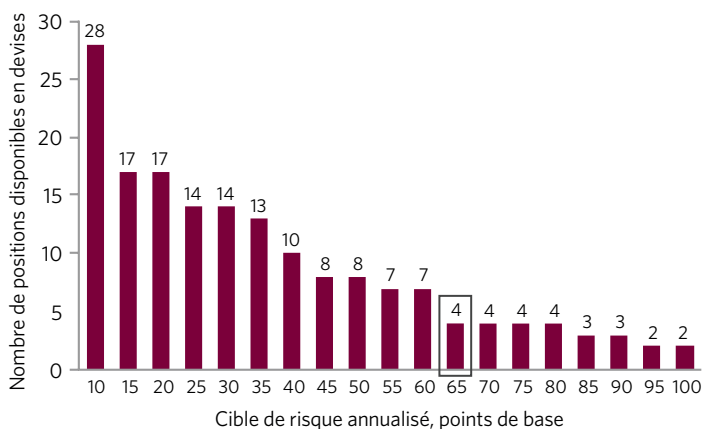
Étape 1 : Définir l'indice de référence

Au cours des premières années de gestion active des placements en devises, les positions étaient généralement liées à l'exposition aux actifs sous-jacents du portefeuille de l'investisseur et soumises aux contraintes de cette exposition.

Cette façon de faire est de plus en plus rare, car elle reflète la possibilité limitée d'ajouter de la valeur en raison des contraintes. La composition des indices de référence types est dominée par quatre devises : le dollar américain, l'euro, le yen japonais et la livre sterling. Cette concentration limite l'ampleur et l'étendue des positions de change actives possibles, ainsi que les objectifs de risque et de rendement qui y sont associés, reflétant la faible pondération des autres devises dans les indices populaires comme l'indice MSCI Monde tous pays (figure 12).

Par conséquent, l'incidence économique des cibles de risque et de rendement réalisables pour un mandat de gestion active des devises contraint est faible dans le contexte plus vaste d'un portefeuille.

Figure 12 – Les contraintes limitent la valeur ajoutée attendue découlant des mandats de gestion active des devises avec contraintes



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Thomson Reuters Datastream. Exemple : de septembre 1992 à septembre 2019. Exemple fondé sur l'indice MSCI Monde tous pays.

Les mandats de gestion active des devises qui intègrent des superpositions sans contrainte et non financées à une stratégie de portefeuille existante sont beaucoup plus courants. Les positions acheteur et vendeur sur devises gérées activement ne sont plus liées aux placements sous-jacents du portefeuille; l'indice de référence typique est plutôt de zéro. Des objectifs de risque et de rendement plus élevés et pertinents sur le plan économique sont plausibles et ont été atteints par le passé. Nous suivons l'approche ci-dessous.

Étape 2 : Définir la valeur d'équilibre du dollar canadien

La valeur d'équilibre du dollar canadien doit maintenant être définie par rapport à une fourchette de devises, et non seulement selon le dollar américain.

Les valeurs d'équilibre changent au fil du temps, selon le comportement des données macroéconomiques fondamentales et l'évolution des caractéristiques politiques et institutionnelles du pays. Une simple analyse de bilan fournit un indicateur historique acceptable de l'équilibre entre le dollar américain et le dollar canadien. Toutefois, est-ce que ce sera toujours le cas à l'avenir et pour un vaste éventail de devises?

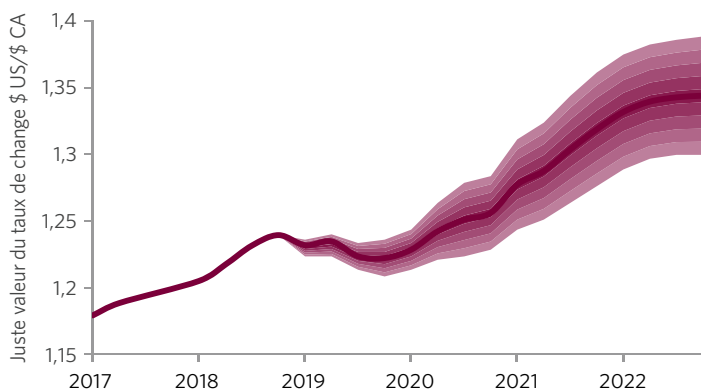
Il existe un certain nombre de méthodes plus rigoureuses pour mesurer la valeur des devises. La plus connue est la parité du pouvoir d'achat, selon laquelle le coût d'un panier de biens identique devrait être équivalent dans deux pays. En raison de nombreuses faiblesses qui compliquent les choses, les écarts persistants dans la parité du pouvoir d'achat ne cadrent pas toujours avec les horizons habituels des investisseurs.

Un cadre fondé sur le taux de change d'équilibre comportemental intègre d'autres facteurs fondamentaux supplémentaires du taux de change et entraîne des écarts de valeur accentués par la parité du pouvoir d'achat plus conformes aux horizons des investisseurs. Nous intégrons également une analyse discrétionnaire rigoureuse et prospective à notre évaluation du taux de change d'équilibre comportemental.

La figure 13 illustre une série chronologique des taux de change d'équilibre comportemental relatifs au dollar américain et au dollar canadien et comprend une évaluation prospective et illustrative. Même si nous ne l'avons pas montré ici, nous calculons des valeurs d'équilibre de taux de change d'équilibre comportemental similaires pour d'autres taux de change avec le dollar canadien dans notre univers de placement ainsi que des valeurs d'équilibre implicites de taux de change croisé.

⁶De plus amples renseignements à propos de ces facteurs sont accessibles sur demande.

Figure 13 – Taux de change d'équilibre comportemental relatifs au dollar américain et au dollar canadien



Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Thomson Reuters Datastream. À titre d'illustration seulement. La ligne rouge foncée indique la projection centrale de la juste valeur du dollar canadien. La largeur du tableau en éventail indique le degré d'incertitude associé aux projections prospectives. L'asymétrie indique l'équilibre des risques autour de la projection centrale illustrative.

Grâce à cette méthode, on constate que la valeur d'équilibre du dollar canadien s'est affaiblie par rapport au dollar américain ces dernières années. Compte tenu de notre évaluation prospective de la productivité et des tendances du secteur de l'énergie ainsi que du niveau toujours élevé de la dette non financière du secteur privé canadien, la valeur d'équilibre du dollar canadien pourrait continuer de s'affaiblir au cours des prochaines années.

Étape 3 : Définir la période d'échantillonnage relative à la gestion active des devises, le budget de risque et l'univers des devises.

Nous fixons le début de notre échantillon à décembre 2002. Cette date correspond à la date de création de l'équipe actuelle de gestion de portefeuilles et de gestion active des devises de Gestion d'actifs CIBC. De plus, nous élargissons notre univers de placement pour inclure 31 devises de marchés développés et émergents, en plus du dollar canadien et du dollar américain.

Nous supposons un budget annualisé du risque de gestion active des devises de 2 %. Il s'agit d'un choix de plus en plus populaire parmi les clients qui ont recours à la gestion active des devises, en plus de présenter un rendement attendu de 1 %⁷. Cela se compare au rendement annualisé de 8 % de l'exposition stratégique aux actions d'un portefeuille depuis décembre 2002. La gestion active des devises devrait générer un rendement financier important et diversifié, sans toutefois dominer le rendement du portefeuille stratégique.

⁷ La Banque CIBC a des clients qui ont recours à la gestion active des devises et dont les cibles de rendement varient de 0,35 % à 6 % par année.

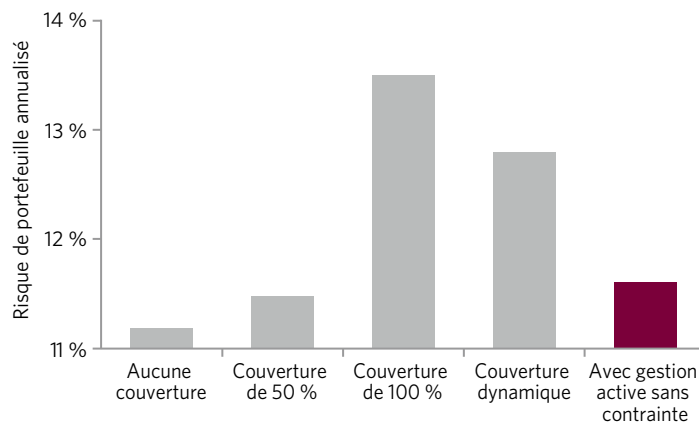
Résultats

Au cours de la période visée par l'échantillon (de 2002 à 2019), le risque global du portefeuille, qui est un portefeuille d'actions mondiales assorti d'une gestion des devises sans contrainte, n'a été que légèrement supérieur au risque du portefeuille sous-jacent d'actions non couvertes; il a aussi été nettement inférieur à celui de la stratégie de couverture dynamique précédente (figure 14). Cela reflète la faible corrélation des rendements avec une gestion active des devises et les actions mondiales (figure 15).

Contrairement à la couverture dynamique, le risque associé à la gestion active des devises est récompensé par un rendement attendu positif et important qui n'est pas sensible à la date de début de l'échantillon (figure 16).

Le RI de notre superposition de change active sans contrainte est de 0,7. Contrairement à la couverture dynamique, ce ratio est associé à un rendement financier important qui s'ajoute au rendement du portefeuille d'actions sous-jacent.

Figure 14 – Une répartition faisant appel à la gestion des devises n'augmente pas de façon importante le risque lié à un portefeuille d'actions mondiales non couvert



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Thomson Reuters Datastream. Exemple : de décembre 2002 à septembre 2019.

Compte tenu de l'élargissement de l'éventail des placements et de la diversification de ceux-ci, le profil de rendement avec une gestion active des devises est aussi beaucoup plus lisse et moins épisodique qu'avec une couverture dynamique (figure 17); le rendement avec la gestion active des devises est positif dans 61 % des mois visés par l'échantillon, comparativement à 23 % seulement avec une couverture dynamique.

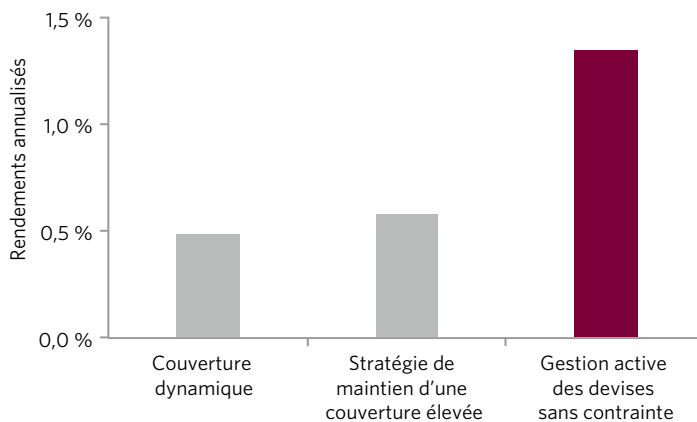
Figure 15 - La gestion active des devises offre une diversification intéressante

Catégorie d'actifs	S&P 500	MSCI MONDE	EAEOM ^D	Russell 2000	MSCI EMF	FTSE UNIV	Barclays US AGG	Barclays Global AGG	Barclays Global HY	March.	Capital-invest.	Infra.	Immobilier	Fonds de couverture	Marchés émergents	Gestion active de devises CIBC
S&P 500 ⁸	1	0,95	0,78	0,84	0,54	0,07	0,10	0,09	0,53	0,14	0,79	0,65	0,66	0,45	0,26	0,12
MSCI MONDE ⁸		1	0,94	0,81	0,70	0,11	-0,01	0,04	0,56	0,23	0,77	0,77	0,73	0,38	0,25	0,16
EAEOM ^{D8}			1	0,66	0,77	0,15	-0,07	0,04	0,55	0,27	0,66	0,82	0,72	0,30	0,22	0,17
Russell 2000 ⁸				1	0,52	-0,03	-0,10	-0,11	0,39	0,11	0,67	0,50	0,64	0,27	0,10	0,12
MSCI EMF ⁸					1	0,14	-0,27	-0,16	0,38	0,33	0,50	0,65	0,61	0,08	0,18	0,26
FTSE UNIV ⁹						1	0,46	0,54	0,36	0,05	0,09	0,37	0,32	0,23	0,17	-0,03
Barclays US AGG ⁹							1	0,92	0,46	-0,04	-0,01	0,09	0,03	0,21	0,61	-0,27
Barclays Global AGG ⁹								1	0,48	0,06	-0,04	0,23	0,12	0,22	0,53	-0,28
Barclays Global HY ⁹									1	0,20	0,37	0,57	0,57	0,77	0,54	-0,04
Marchandises ¹⁰										1	-0,05	0,27	0,16	0,67	0,14	0,03
Capital-investissement ¹⁰											1	0,47	0,42	0,64	0,15	0,13
Infrastructures ¹⁰												1	0,76	0,19	0,26	0,10
Immobilier ¹⁰													1	0,33	0,15	0,16
Fonds de couverture ¹⁰														1	0,78	-0,15
Marchés émergents ¹⁰															1	-0,21

⁸ Actions ⁹ Titres à revenu fixe ¹⁰ Placements non traditionnels

L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Thomson Reuters Datastream. Exemple : de décembre 2002 à septembre 2019.

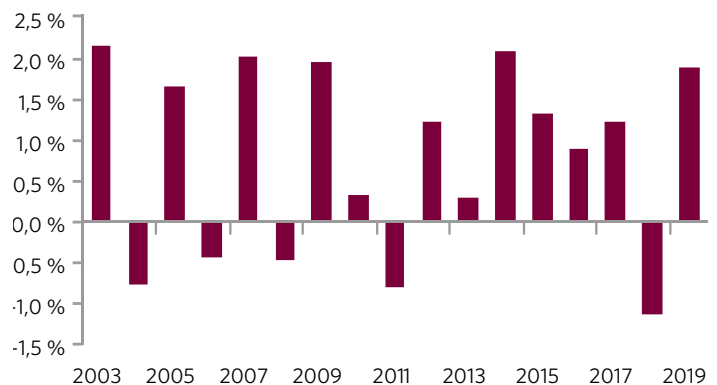
Figure 16 - Le rendement annualisé tiré de la gestion active des devises est important et dépasse celui tiré de la couverture dynamique



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Thomson Reuters Datastream. Exemple : Pour la stratégie de gestion active des devises sans contrainte, la date de début est décembre 2002, ce qui coïncide avec le mandat du gestionnaire de portefeuille de devises principal de Gestion d'actifs CIBC; pour les stratégies de couverture dynamique et de maintien d'une couverture élevée, la date de début est septembre 1992. Les deux échantillons prennent fin en septembre 2019. Comme nous l'avons vu ci-dessus, nous utilisons un échantillon dont la durée est plus longue pour les stratégies de maintien d'une couverture élevée et de couverture dynamique étant donné la sensibilité des résultats à la date de début de l'échantillon.

En raison de ces divers attributs, le rendement cumulé du portefeuille d'actions initial non couvert s'est nettement amélioré grâce à l'ajout d'une superposition active de devises sans contrainte (figure 18); le RI du portefeuille passe de 0,76 à 0,87.

Figure 17 - Rendement annuel de la gestion active des devises sans contrainte

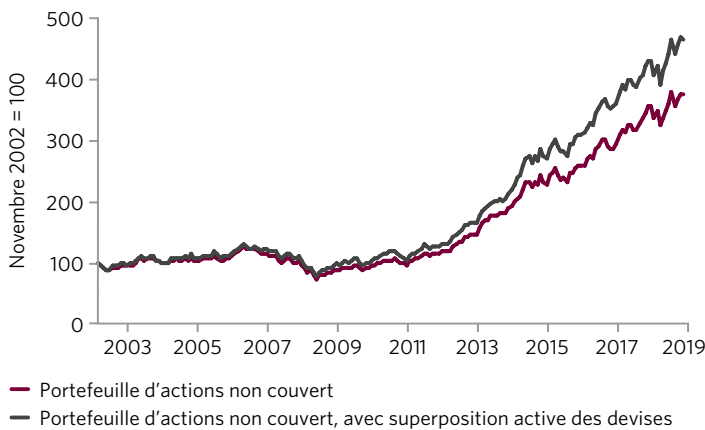


Au 30 septembre 2019. Les données sur le rendement présentées ci-dessus proviennent d'un compte représentatif à rendement absolu (stratégie active pure), avec un indice de référence de zéro, un objectif annuel de valeur ajoutée de 1% et un budget de risque de 2%. Rendements avant déduction des frais de gestion et de garde. Le rendement réel peut différer du rendement présenté pour ce compte représentatif. Source : Gestion d'actifs CIBC inc.

Une autre importante caractéristique de toute stratégie de placement est sa capacité à protéger l'ensemble du portefeuille en période de retrait de capital; il s'agit d'une mesure du risque de portefeuille de plus en plus courante.

Nous pouvons mesurer le rendement de la gestion active des devises par rapport à ce critère de deux façons. La première façon consiste à établir la durée et l'importance de la baisse de capital maximal que le portefeuille d'actions sous-jacent a subie. Ces valeurs sont réduites de 5 % grâce à la gestion active des devises; une réduction plus importante aurait été possible si la gestion active des devises avait été plus importante que nous le supposons.

Figure 18 – Rendement cumulé du portefeuille d'actions non couvert, avec superposition active des devises sans contrainte



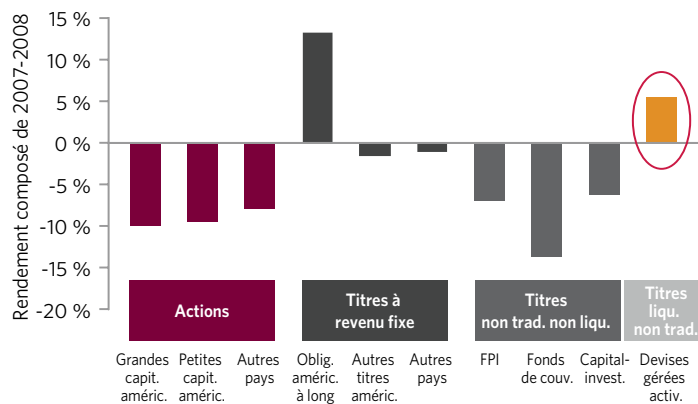
L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Thomson Reuters Datastream. Exemple : de décembre 2002 à septembre 2019.

La deuxième façon consiste en une analyse du rendement d'un portefeuille axé sur les actions durant la période récente la plus difficile sur le plan du rendement : la crise financière mondiale de 2007-2008. Au cours de cette période de deux ans, le rendement des actions a été négatif (figure 19). De nombreux investisseurs ont adopté des solutions de rechange non liquides dans le but de diversifier les actions, la croissance et le risque. Toutefois, ces derniers ont subi des pertes similaires pendant la crise financière mondiale. En revanche, le rendement des devises actives a été positif; une composante de cette stratégie a protégé le portefeuille au moment où celui-ci en avait le plus besoin (barre orange de la figure 19).

Conclusion – Gestion active des devises sans contrainte

La gestion active des devises constitue une stratégie de placement liquide non traditionnelle. Elle offre des rendements distincts positifs et diversifiés et peut être mise en oeuvre comme une superposition non financée efficace. Sa contribution attendue au rendement du portefeuille est particulièrement intéressante dans un contexte de rendement attendu relativement faible pour les titres classiques, ainsi que pour de nombreux actifs et stratégies non liquides et non traditionnelles.

Figure 19 – Rendement des catégories d'actif durant la crise financière mondiale de 2007-2008



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : CEM Benchmarking. La volatilité de toutes les catégories d'actif a été normalisée à 10 % pour faciliter la comparaison.

6. Conclusion

Par le passé, la couverture de change dynamique n'a jamais atteint son objectif principal, qui consiste à réduire le risque du portefeuille par rapport à celui d'un portefeuille non couvert. Cela reflète le manque d'étendue de la gamme des placements de la stratégie, tant sur le plan du style de placement que de l'univers des devises. Les rendements associés sont disparates et dépendent de la date de début de l'échantillon. La stratégie intègre également la complexité opérationnelle et les risques qui ne rapportent pas aux portefeuilles de placement. À tout le moins, nous recommandons aux investisseurs qui disposent d'une politique de placement souple d'apporter des changements simples afin d'atténuer ces risques, comme l'indique notre stratégie de maintien d'une couverture élevée.

Nous irions plus loin. Les placements en devises à gestion active sans contrainte constituent une solution de rechange intéressante et liquide à la couverture dynamique. Elle a toujours produit un rendement ajusté au risque important qui diversifie le rendement des catégories d'actifs classiques et non traditionnelles, y compris en période de perte de capital importante, pour les portefeuilles axés sur les actions.

Le faible rendement attendu des actions et des obligations et celui de nombreux titres non traditionnels et non liquides soulignent l'importance de bonifier les portefeuilles existants en diversifiant les sources de rendement. La caractéristique non financée d'un mandat de gestion active des devises rend le rendement attendu de cette stratégie particulièrement attrayant.

Le présent document vise à donner des renseignements généraux et ne doit pas être interprété comme un conseil de placement. Il ne constitue ni une offre ni une sollicitation d'achat ou de vente des titres mentionnés. Sauf indication contraire, toutes les opinions et estimations figurant dans le diaporama datent du moment de sa publication et peuvent changer. Gestion d'actifs CIBC inc. utilise plusieurs styles de placement pour ses diverses plateformes de placement. Les opinions exprimées dans le présent document sont celles de l'équipe Multiclasse d'actifs et gestion des devises et peuvent différer des opinions des autres équipes. Ces renseignements ne constituent pas des conseils juridiques ni des conseils fiscaux.

Les résultats hypothétiques comportent de nombreuses limites, dont certaines sont décrites ci-dessous. Rien ne garantit qu'un compte enregistrera un bénéfice ou des pertes similaires à ceux présentés ici. En fait, il peut souvent y avoir des écarts importants entre les résultats hypothétiques et les résultats réels subséquentement atteints par un programme de négociation donné.

L'une des limites des résultats hypothétiques est qu'ils s'appuient généralement sur une analyse rétrospective. De plus, les programmes de négociation hypothétiques ne comportent pas de risques financiers et aucun ne peut entièrement tenir compte des effets des risques financiers d'un véritable programme de négociation. Par exemple, la capacité de résister aux pertes ou d'adhérer à un programme de négociation donné malgré des pertes importantes est un élément essentiel qui pourrait influencer négativement sur les résultats réels. Il existe de nombreux autres facteurs liés aux marchés en général ou à la mise en oeuvre des programmes qui ne peuvent pas être entièrement pris en compte dans la préparation des résultats hypothétiques et qui pourraient influencer négativement sur les résultats des programmes réels.

Lorsqu'elle en a l'autorisation, Gestion d'actifs CIBC peut utiliser d'autres instruments dérivés pour la gestion de ses comptes. Gestion d'actifs CIBC peut utiliser des instruments dérivés, comme des contrats à terme, des contrats à terme de gré à gré, des swaps, des options, des bons de souscription couverts, des titres de participation assimilables à des titres de créance avec option, ou toute combinaison de ces instruments, dont la valeur est basée sur le cours du marché, un indice ou le cours/la valeur d'un titre, une devise, une marchandise ou un instrument financier. Les instruments dérivés peuvent être utilisés pour établir des positions en devises. Ces renseignements ne constituent pas des conseils juridiques ni des conseils fiscaux.

Couverture : compensation ou réduction du risque associé à la totalité ou à une partie d'un placement ou groupe de placements existant. Les opérations de couverture croisée sont permises s'il existe un haut degré de corrélation entre les changements de valeur au marché du placement ou groupe de placements à couvrir et l'instrument de couverture; Établissement d'exposition par rapport à certains marchés : réplique des actions, des titres à revenu fixe, des instruments du marché monétaire, des devises ou d'autres indices ou titres dans le but de réduire les frais d'opération et d'accroître la liquidité; Facilitation du processus de gestion de placement : augmentation de la rapidité, de la souplesse et de l'efficacité des opérations de gestion de placement du compte du client; Rendements potentiels accrus : immobilisation des avantages procurés par les coûts inférieurs et les opérations d'arbitrage, sauf dans le cas des comptes de client privés.

Certains renseignements que nous vous avons fournis pourraient constituer des énoncés prospectifs. De tels énoncés sont associés à des risques, connus ou non, des incertitudes et d'autres facteurs qui peuvent faire en sorte que les résultats ou les rendements des titres diffèrent sensiblement des résultats ou des rendements dont il est fait mention de façon explicite ou implicite dans les énoncés prospectifs.

^{MD} Gestion d'actifs CIBC et le logo CIBC sont des marques déposées de la Banque Canadienne Impériale de Commerce (la Banque CIBC), utilisées sous licence.

Le contenu du présent document est la propriété exclusive de Gestion d'actifs CIBC et ne doit pas être distribué sans son consentement préalable.