

INSTITUTIONNEL

GESTION STRATÉGIQUE ET ACTIVE DES DEVISES

Par Michael Sager et Giuseppe Pietrantonio¹

Introduction

Le rôle des devises dans les portefeuilles de placement est souvent mal compris. Nous vous aidons à y voir plus clair.

Il y a deux décisions importantes, et distinctes, à prendre en ce qui a trait à la gestion du risque de change :

- Tout d'abord, et c'est le plus important, prendre une décision **stratégique** au sujet de la part du risque de change inhérent aux placements à couvrir. Cette décision devrait être incluse dans la politique de placement de chaque institution.
- Deuxièmement, et de façon complètement indépendante de la décision stratégique, faire le choix d'investir ou non dans une stratégie tactique de gestion **active** des devises axée sur le rendement.

Il s'agit de deux décisions importantes. Néanmoins, elles sont indépendantes l'une de l'autre.

Décision n° 1 : Couverture stratégique du risque de change

L'exposition aux actifs mondiaux permet de diversifier les portefeuilles de placement. Toutefois, chaque placement dans un actif étranger est assorti d'une exposition passive aux devises. Cette exposition aux changes n'est pas la principale raison qui sous-tend la décision en matière de répartition de l'actif (le placement dans les actifs sous-jacents l'est) et, généralement, aucun rendement attendu ne lui est associé. Toutefois, sa contribution au risque global du portefeuille peut souvent dominer l'avantage d'une diversification mondiale. L'un des objectifs de la couverture de change stratégique est d'atténuer cette contribution au risque en éliminant systématiquement au moins une partie du risque de change inhérent aux placements.

La gestion du risque n'est pas le seul facteur qui motive le choix du ratio de couverture stratégique du risque de change. Parmi les autres facteurs, souvent concurrents, mentionnons le pourcentage et les caractéristiques des passifs libellés en devise de base et en devises étrangères, la tolérance quant à la volatilité des flux de trésorerie, la volonté de payer pour une couverture de change afin de réduire le risque du portefeuille et l'horizon de placement.

Il n'existe pas de ratio de couverture stratégique optimal unique pour tous les investisseurs et pour tous les horizons de

placement. Compte tenu de la complexité de cette décision, les investisseurs choisissent souvent un ratio de couverture global plutôt que précis : entièrement non couvert, couvert à 50 % ou couvert à 100 %.

Ne rien faire, c'est agir

Certains investisseurs détenteurs d'actifs mondiaux ne prennent aucune mesure en ce qui a trait au risque de change inhérent à leurs placements. Au bout du compte, ne rien faire, c'est agir, et cette approche fait en sorte que ces investisseurs se retrouvent avec un indice de référence non couvert, que ce choix soit approprié ou non. Il est important de choisir délibérément le ratio de couverture stratégique, même si le choix le plus approprié s'avérait de ne pas couvrir le portefeuille.

Établir une surveillance de la couverture stratégique du risque de change

Parallèlement à la décision de mettre en œuvre une couverture de change stratégique, un processus de surveillance et de révision devrait être établi. Ce processus permettra de réévaluer et de remettre en question régulièrement la pertinence des analyses macroéconomiques qui sous-tendent les hypothèses de corrélation et de volatilité sous-jacentes au ratio de couverture stratégique. Ces mesures devraient être prises tous les trois à cinq ans, dans le cadre d'une étude de la gestion de l'actif et du passif, ou selon un cycle qui coïncide avec l'horizon de placement du régime et au cours duquel l'investisseur est suffisamment persuadé que les structures macroéconomiques, politiques et juridiques indiquées en ce qui a trait aux pays concernés demeureront inchangées.

Est-il approprié d'ajuster tactiquement le ratio de couverture stratégique du risque de change?

La gestion tactique de toute décision ou de tout paramètre stratégique du portefeuille doit être évitée.

Décision n° 2 : Gestion active des devises

La gestion active des devises est une catégorie d'actif tactique non traditionnelle liquide axée sur le rendement.

¹ Michael Sager est vice-président, Multiclasse d'actifs et gestion des devises, et Giuseppe Pietrantonio est associé, Multiclasse d'actifs et gestion des devises. Tous deux font partie de l'équipe Gestion d'actifs institutionnels de Gestion d'actifs CIBC (GAC). Un examen plus détaillé de la couverture de change stratégique et de la gestion active des devises est accessible ici : <https://www.cibc.com/fr/asset-management/insights/research.html>.

L'exposition aux devises des marchés développés offre un rendement attendu positif, mais uniquement en raison d'une gestion active habile des placements. Au contraire, les catégories d'actif de base, comme les actions cotées en bourse et les obligations d'État, sont assorties d'une prime de risque de marché pouvant être obtenue par une exposition passive aux placements en position acheteur seulement sans qu'une gestion active habile des placements ne soit nécessaire².

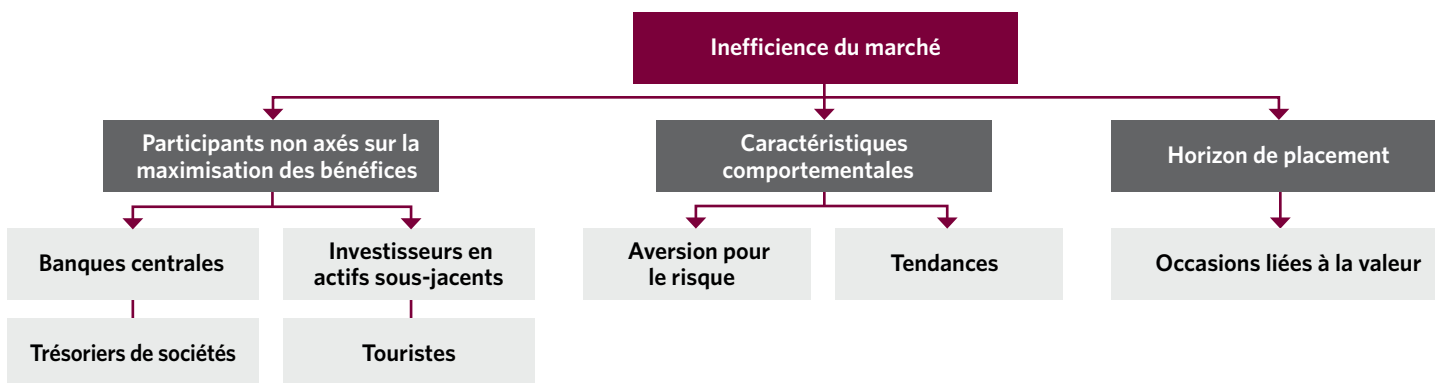
Une répartition faisant appel à la gestion active des devises pourrait s'avérer appropriée tant pour les régimes à prestations déterminées (PD) que pour les régimes à cotisations déterminées (CD). Sa pertinence découle de certaines caractéristiques communes à de nombreux portefeuilles de placement institutionnels :

- Exposition excessive au risque lié aux actions
- Recours excessif à une corrélation négative, et potentiellement transitoire, entre les actions et les obligations à des fins de diversification
- Faibles rendements attendus des placements en actions et en obligations de base ainsi que de nombreuses catégories d'actif non traditionnelles
- Pondérations relativement élevées des placements non traditionnels non liquides.

La possibilité d'améliorer les rendements attendus ajustés au risque des portefeuilles au moyen d'une composante de gestion active des devises qui, souvent, ne nécessite pas de fonds d'investissement initiaux, en fait une solution de rechange particulièrement intéressante et liquide à la répartition traditionnelle de l'actif de base.

Bon nombre des facteurs qui contribuent aux rendements tirés de la gestion active des devises sont propres à cette catégorie d'actif. Ils comprennent la présence de participants non axés sur la maximisation des bénéfices sur le marché des changes (figure 1). Ces participants perpétuent des inefficiences du marché qui offrent aux gestionnaires actifs de devises une occasion constante d'ajouter de la valeur aux portefeuilles de placement.

Figure 1 – Le marché des changes est extrêmement liquide, mais aussi inefficace et hétérogène. Ces caractéristiques procurent des occasions constantes de profit pour les gestionnaires actifs de devises



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc.

² Contrairement à l'exposition aux devises des marchés développés, de nombreuses devises des marchés émergents offrent une prime de risque passif positive. Elle tient compte de la rémunération pour les risques économiques, politiques et de liquidité auxquels les détenteurs de ces devises sont parfois exposés.

³ Deutsche Bank (2018), A Guide to FX as an Asset Class.

La Deutsche Bank (2018)³ estime que les activités non axées sur la maximisation des bénéfices représentent environ la moitié de tous les mouvements quotidiens de devises. Les banques centrales, les trésoriers de sociétés, les investisseurs dans les titres étrangers sous-jacents de même que les touristes ne cherchent généralement pas activement à tirer profit de leur participation au marché des changes, même si tous agissent probablement de façon rationnelle.

La gestion active des devises ajoute-t-elle de la valeur?

Gestion d'actifs CIBC (GAC) fait partie d'une cohorte de gestionnaires qualifiés en gestion active des devises qui ont enregistré de solides rendements supérieurs sur une longue période. Le rendement obtenu à long terme par un gestionnaire actif de devises médian se compare avantageusement à celui qu'obtiennent les gestionnaires d'actions mondiales à forte capitalisation les plus compétents (figures 2a et 2b).

Figure 2a – Rendement des devises gérées activement – univers des gestionnaires

Ratio d'information	1 an	5 ans	10 ans
25 ^e centile	0,09	0,38	0,37
Médiane	-0,53	0,18	0,30

Figure 2b – Rendement des actions mondiales à grande capitalisation – univers des gestionnaires

Ratio d'information	1 an	5 ans	10 ans
25 ^e centile	1,54	0,37	0,34
Médiane	-0,20	-0,35	-0,17

L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Mercer. ©2020 Mercer LLC. Tous droits réservés. Ce document doit être lu conjointement avec les avis importants et précisions sur les données provenant de tierces parties figurant dans MercerInsight MPA™ et il est assujéti à ce dernier. Pour en savoir plus, consultez <https://www.mercerinsight.com/importantnotices.aspx>. Données au 30 septembre 2020.

Le ratio d'information (RI) sur 24 ans de GAC s'établit à 0,54 et, sur cette période, il se situe dans le quintile supérieur des gestionnaires actifs de devises en fonction du rendement des gestionnaires consigné dans la base de données MercerInsight. D'un point de vue statistique, nous pouvons être convaincus à 99 % que l'équipe Gestion active des devises de GAC a fait preuve de compétences en placement au cours d'une période prolongée englobant de nombreux contextes macroéconomiques et diverses conjonctures du marché (figure 3).

Options d'exécution en matière de gestion active des devises

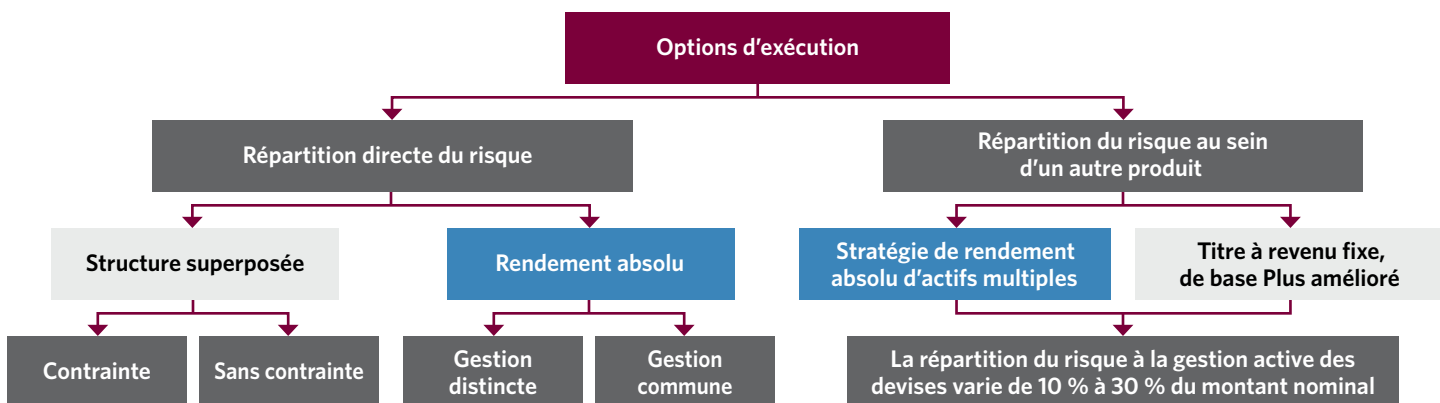
Un mandat de gestion active des devises peut être mis en œuvre pour satisfaire des objectifs de rendement et de risque, pour se conformer à des contraintes de placement, pour respecter un style de placement privilégié (par rapport ou sans égard aux indices de référence sous-jacents) ou encore pour tenir compte des différences dans les ressources de placement et les actifs sous gestion du régime.

Comme pour tous les mandats de placement, une mise en œuvre moins contraignante donne aux gestionnaires actifs de devises plus d'occasions de produire des rendements ajustés au risque. Au cours des dernières années, un nombre croissant d'investisseurs se sont concentrés sur des mandats à rendement absolu sans contraintes.

Il est possible d'opérer, directement ou indirectement, une répartition faisant appel à la gestion active des devises (figure 4). Une répartition directe est généralement mise en œuvre sur une base non financée de gestion efficiente. La plupart des répartitions directes sont également effectuées de façon autonome et ne sont pas liées à l'exposition aux actifs du portefeuille de placement sous-jacent.

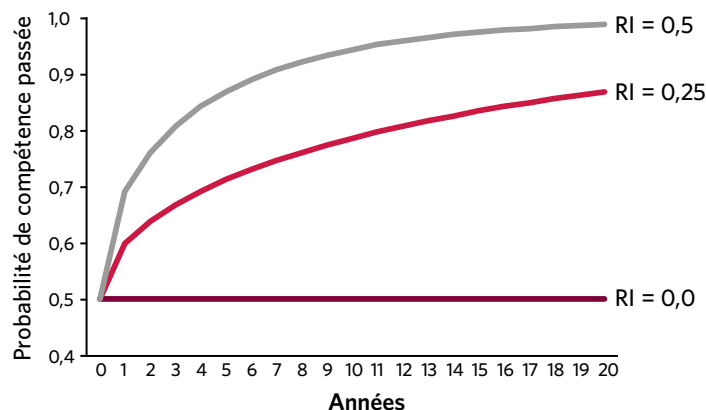
Une façon d'investir indirectement dans la gestion active des devises est d'investir dans un fonds de rendement absolu macroéconomique d'actifs multiples qui intègre un positionnement tactique en devises comme source de rendement attendu.

Figure 4 - Options d'exécution de mandats de gestion active des devises



Source : Gestion d'actifs CIBC inc., exemple fourni à titre indicatif.

Figure 3 - Le rendement de la Banque CIBC en matière de gestion active des devises est conforme aux compétences du gestionnaire



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Raymond, D. (2008), Paying (Only) for Skill (Alpha)—A Practical Approach. CFA Institute. <http://cfapubs.org>. Données au 31 octobre 2020. À des fins d'illustration. Selon M. Raymond : « Si l'on suppose que les rendements de gestion active sont normalement distribués, la probabilité [des compétences du gestionnaire] est la distribution normale cumulative, F(•), du ratio d'information, RI, au moment N (nombre d'années) multiplié par la racine carrée du temps. »

Conclusion

Souvent, les investisseurs ne savent pas trop comment envisager le risque de change. Nous simplifions ce que beaucoup considèrent comme un sujet complexe. Il y a deux décisions distinctes. La plus importante est la décision stratégique qui porte sur le traitement du risque de change hérité des placements mondiaux dans des actifs sous-jacents. La deuxième est une décision tactique visant à répartir le risque dans une stratégie de gestion active des devises dans l'espoir d'ajouter, aux portefeuilles existants, une source de rendement diversifiée, liquide et efficace sur le plan du capital. Il s'agit de deux décisions cruciales. Elles doivent être considérées indépendamment l'une de l'autre.

Parlons ensemble

Si vous avez des questions au sujet de ce rapport ou de tout autre sujet, n'hésitez pas à communiquer avec :

Michael Sager, Ph.D.

Vice-président, Multiclasse d'actifs et gestion des devises
Gestion d'actifs institutionnels
michael.sager@cibc.com
416 980-6301

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. L'information qu'il renferme provient de sources jugées fiables et nous semble juste au moment de sa publication, mais nous ne saurions en garantir l'exactitude, l'exhaustivité, ni la fiabilité. Sauf indication contraire, toutes les opinions et estimations figurant dans le document 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 Gestion des devises et peuvent différer des opinions des autres équipes. Ces renseignements ne constituent pas des conseils juridiques ni des conseils fiscaux.

Lorsqu'elle en a l'autorisation, Gestion d'actifs CIBC peut utiliser d'autres instruments dérivés pour la gestion de ses comptes. GAC 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. »

^{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.