



ESTIMER LA CAPACITÉ DE PLACEMENT : APPLICATION À LA GESTION ACTIVE DES DEVISES

Par Luc de la Durantaye et Michael Sager¹

Juin 2020

1. Résumé

- Toutes les stratégies de placement actives ont des limites de capacité. Ces limites sont tributaires de nombreux facteurs, notamment la liquidité et la volatilité des marchés, le style de placement et de négociation ainsi que les ressources auxiliaires de l'équipe.
- Compte tenu de l'incertitude entourant les estimations de la capacité, il convient d'exprimer les conclusions en termes de fourchettes, plutôt que de niveaux précis.
- Nous estimons qu'une croissance supplémentaire de 25 % à 50 % des actifs sous gestion grâce à la gestion active des devises est réalisable et conforme aux objectifs de rendement convenus avec les clients existants.
- Cette fourchette comprend des mandats prospectifs de gestion active des devises et les fonds supplémentaires attribués aux mandats existants, notamment la Stratégie de rendement absolu d'actifs multiples CIBC (SRAAM), qui intègre une exposition aux risques liés aux stratégies de gestion active des devises.²

2. Introduction

Toutes les stratégies de placement actives comportent une limite de capacité. Cette limite définit le montant des actifs sous gestion qui peut être accumulé par le fournisseur de la stratégie sans que les investisseurs actuels aient à composer avec un potentiel de rendement de placement inférieur aux cibles convenues³.

Les estimations des limites de capacité sont subordonnées à de nombreux facteurs. Premièrement, la liquidité et la volatilité des marchés, lesquels varient au fil du temps. Deuxièmement,

les styles de placement et de négociation, qui déterminent la liquidité quotidienne absorbée par la stratégie. Troisièmement, la structure des mandats supplémentaires des clients, y compris l'étendue de l'univers de placement autorisé et l'étendue des contraintes de placement, ainsi que les cibles de rendement et de risque.

Quatrièmement, la capacité opérationnelle, qui englobe la capacité physique et technologique des équipes de placement à gérer, et les équipes auxiliaires pour mettre en œuvre de façon appropriée une foule de mandats, dont bon nombre d'entre eux présentent leurs propres contraintes, univers de placement, cibles de rendement et de risque et exigences en matière de déclaration.

L'existence de plusieurs facteurs, souvent concurrents, rend l'évaluation des limites de capacité intrinsèquement incertaine. Il est préférable de les considérer en termes de fourchettes estimées. Le suivi ponctuel du rendement des placements et de la capacité opérationnelle joue un rôle important dans l'identification des signaux d'alerte quant à la proximité des contraintes de capacité.

Dans le présent article, nous nous concentrons principalement sur la capacité de placement. Si la capacité opérationnelle est un concept particulièrement difficile à définir, elle peut être traitée plus facilement par l'ajout de ressources d'équipe auxiliaires.

Pour estimer la fourchette plausible des limites de capacité, nous normalisons les actifs sous gestion théoriques libellés en devises en fonction d'un objectif de risque annualisé commun. Nous choisissons 2 %. Il s'agit d'une cible de plus en plus populaire auprès des clients qui ont recours à la gestion active des devises. Dans notre analyse de 2017, nous avons conclu qu'une hausse prudente, mais plausible, des actifs sous gestion libellés en devises à ce niveau de risque cible était de 50 %.

¹Luc de la Durantaye est chef des placements et Stratège en chef des placements, Gestion des devises et d'actifs multiples, et Michael Sager est vice-président, Gestion des devises et d'actifs multiples, au sein de l'équipe Gestion d'actifs institutionnels de Gestion d'actifs CIBC. Nous reconnaissons la contribution de notre ancien collègue, Michael Lewis, à la rédaction de cet article. À moins d'indication contraire, l'analyse et les données du présent document font référence à la période précédant le début de la récession mondiale déclenchée par la COVID-19.

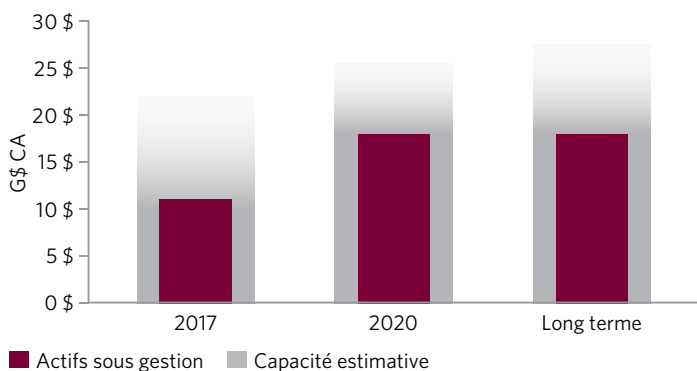
²De plus amples renseignements sur les solutions de gestion active des devises et la SRRAM sont disponibles sur demande.

³Il existe d'autres définitions des limites de capacité. Celles-ci sont principalement axées sur la structure de rémunération incitative du gestionnaire. En tant que fiduciaires, nous nous concentrons uniquement sur nos clients.

Une augmentation de cette ampleur ne risque pas de nuire considérablement à la capacité de l'équipe de placement à ajouter de la valeur aux portefeuilles des clients en respectant les objectifs de rendement convenus ou à la capacité des équipes auxiliaires de servir les comptes des clients selon une norme appropriée.

Cette estimation intègre des hypothèses restrictives quant à la croissance de la liquidité du marché ainsi que les styles de placement et de négociation. En assouplissant prudemment certaines de ces hypothèses, l'augmentation de la limite supérieure des actifs sous gestion libellés en devises par rapport à leur niveau de 2017 pourrait avoisiner 100 % (figure 1). Depuis la conclusion de cette analyse, les actifs sous gestion libellés en devises de Gestion d'actifs CIBC ont augmenté de 50 %, en utilisant la cible de risque normalisée de 2 %.⁴

Figure 1 – Fourchette de capacité estimée avec un risque annualisé normalisé de 2 %



Source : Gestion d'actifs CIBC inc. Les données de cette figure excluent les actifs sous gestion associés aux mandats passifs. Données au 31 mars 2020.

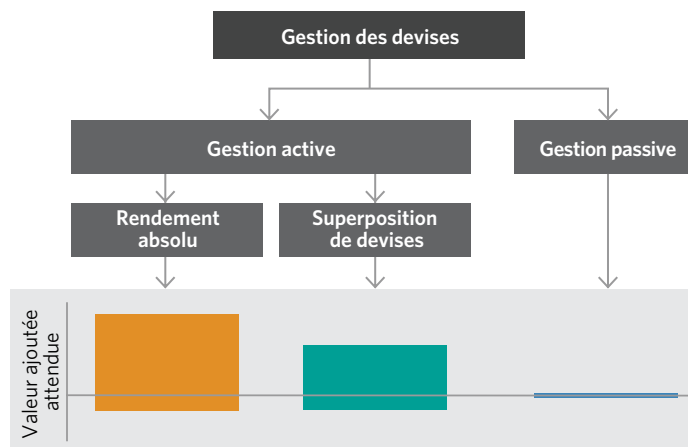
Cela porte à croire que la fourchette plausible de croissance future de la capacité, selon la liquidité et la volatilité actuelles du marché, est maintenant de 25 % à 50 %.

3. Pour en savoir plus

L'équipe Gestion des devises et d'actifs multiples de Gestion d'actifs CIBC offre une gamme de solutions de gestion des devises aux clients (figure 2). La couverture stratégique et passive se situe à une extrémité de ce spectre. Il s'agit d'une stratégie de contrôle du risque conçue pour atténuer ou éliminer l'incidence sur le portefeuille de l'exposition aux devises héritée de placements dans des actifs mondiaux. Aucun rendement attendu ne lui est associé. Les placements actifs en devises sans contraintes se situent à l'autre extrémité de la fourchette. Il s'agit d'une stratégie de diversification du rendement absolu selon laquelle les positions sont mises en

œuvre 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 gestion active des devises est également offerte en tant que composante de la SRAAM.⁵

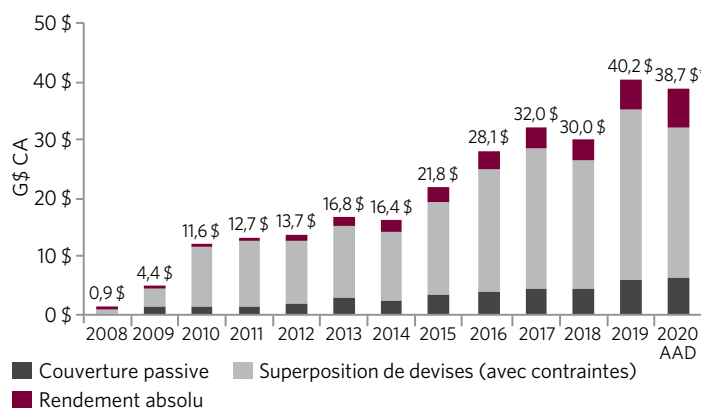
Figure 2 – Solutions de gestion des devises de Gestion d'actifs CIBC



Source : Gestion d'actifs CIBC inc. À des fins d'illustration.

Les actifs sous gestion théoriques des solutions de gestion des devises de Gestion d'actifs CIBC ont continué de croître au cours des dernières années et s'établissaient à 39 G\$ à la fin du premier trimestre de 2020, y compris les mandats de gestion active et passive (figure 3). Cette croissance s'explique par la pondération des mandats de gestion active des devises avec ou sans contraintes ainsi que par l'accueil de nouveaux clients et le financement supplémentaire provenant des clients existants.

Figure 3 – Solutions de gestion des devises de Gestion d'actifs CIBC (niveau de risque non normalisé)



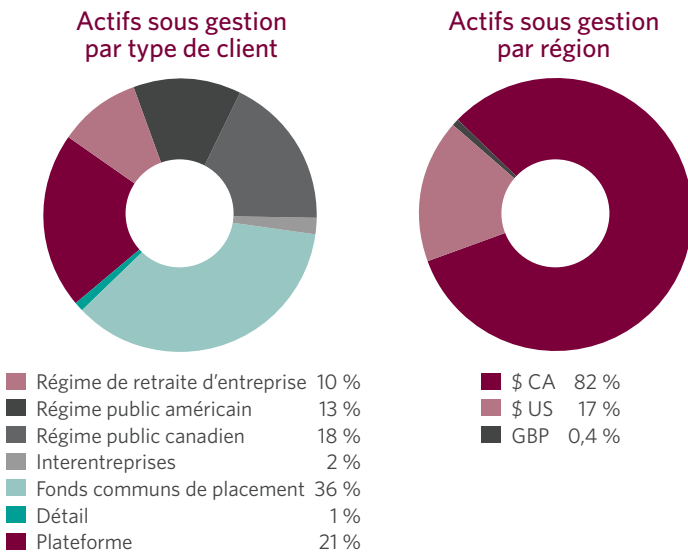
Source : Gestion d'actifs CIBC inc. Les données de chaque barre sont celles de la fin de l'année.
* De ce montant, nous gérons 14 G\$ d'actifs physiques sous-jacents. Toutes les données sont exprimées en dollars canadiens au 31 mars 2020.

⁴La croissance des actifs sous gestion est calculée uniquement en tenant compte des actifs sous gestion libellés en devises. Vous trouverez ci-dessous de plus amples renseignements sur la méthode de calcul.

⁵Et aux investisseurs individuels en tant que FNB sous-conseillé.

Du point de vue de la capacité, les actifs sous gestion ne sont pas tous égaux (figure 4). Les mandats diffèrent sur le plan de la complexité opérationnelle, reflétant les différences entre les contraintes de placement et les exigences en matière de déclaration. Ils présentent aussi des différences dans la liquidité des placements, par exemple en raison de cibles de risque et de rendement plus ou moins audacieuses, ou d'une plus grande part d'actifs moins liquides dans les univers de placement approuvés.

Figure 4 - Actifs sous gestion libellés en devises de Gestion d'actifs CIBC



Source : Gestion d'actifs CIBC inc. Les chiffres ayant été arrondis, leur somme ne correspond pas à 100 %. Données au 31 mars 2020.

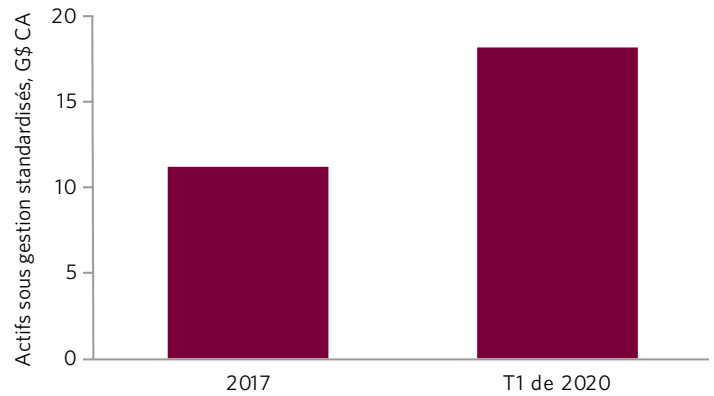
Aux fins de notre analyse, nous excluons les actifs sous gestion des mandats de couverture entièrement passifs, ainsi que les mandats de référence en dollars américains et en dollars canadiens. Dans les deux cas, nous considérons que la liquidité est infinie, en pratique. Les contraintes opérationnelles, y compris la production de rapports, finiront par s'appliquer, même pour les mandats passifs, mais l'atteinte de ce résultat dépendra du nombre de mandats, plutôt que du niveau d'actifs sous gestion; ces contraintes peuvent être atténuées par l'embauche d'autres membres expérimentés de l'équipe auxiliaire.

Pour faciliter notre analyse, nous normalisons les actifs sous gestion des mandats de gestion active des devises avec ou sans contraintes en utilisant un objectif unique de risque annualisé de 2 %⁶. Ce choix est arbitraire et n'a aucune incidence sur les conclusions de notre analyse, mais il est intuitif, compte tenu de la popularité croissante de cette cible de risque parmi les clients institutionnels ayant recours à la gestion active des devises.

⁶ Pour l'instant, nous négligeons l'incidence des différences de contraintes dans notre portefeuille de gestion active.

Cette normalisation se traduit par des actifs sous gestion de 18 G\$ (figure 5). Notre analyse de la croissance possible des actifs sous gestion s'appuie sur cette valeur comme point de départ.

Figure 5 - Actifs sous gestion libellés en devises selon une cible de risque annuelle normalisée de 2 %



Source : Gestion d'actifs CIBC inc. Données au 31 mars 2020.

4. Capacité selon la loi fondamentale de la gestion active

L'analyse de la capacité des actifs sous gestion peut être utilement définie en fonction de la loi fondamentale de la gestion active (FLAM; Grinold et Kahn, 2000, 2019; Clarke, de Silva et Thorley, 2002).

$$RI = \text{Compétence} * \sqrt{\text{Éventail}} * \text{Coefficient de transfert}$$

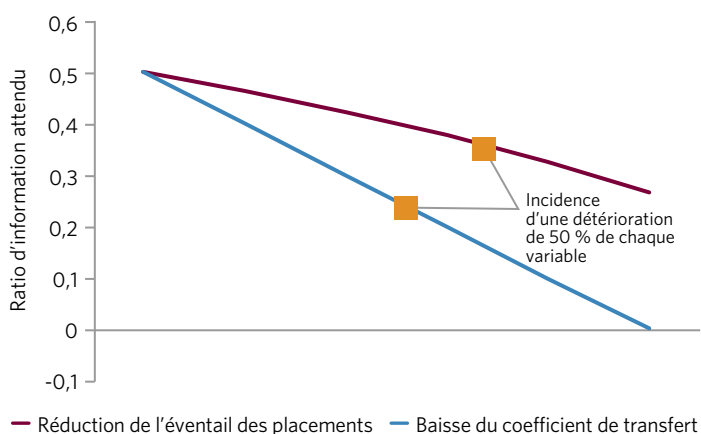
où RI est le ratio d'information, soit le rendement par unité de risque de la stratégie, et où la Compétence est mesurée en fonction de la corrélation entre les rendements attendus (ou prévus) et les rendements atteints tirés de la gestion active des devises. Dans les deux cas, plus le chiffre est élevé, mieux c'est. Aux fins de notre analyse, nous supposons que la Compétence est constante. Parmi les causes courantes de la détérioration de la Compétence, citons le manque de persévérance dans les occasions de placement et la dispersion excessive des ressources de placement, par exemple, en étendant les responsabilités à d'autres catégories d'actif et stratégies entièrement nouvelles pour les équipes. Ces cas ne s'appliquent pas à l'équipe Gestion des devises et d'actifs multiples de Gestion d'actifs CIBC.

L'éventail est une mesure du nombre de positions indépendantes mises en œuvre dans les portefeuilles par une équipe de placement chaque année. Un plus large éventail est synonyme d'une plus faible concentration du portefeuille,

d'opérations relativement plus petites et d'une plus grande capacité pour des actifs sous gestion donnés. Le coefficient de transfert (CT) se situe entre un et zéro. Il représente l'incidence des contraintes et des frictions de négociation sur la capacité des équipes de placement à traduire la Compétence en positionnement de portefeuille en fonction du degré de conviction. Un CT plus élevé est préférable et témoigne d'une construction de portefeuille plus efficace. La limitation des contraintes de CT peut toucher les mandats, les systèmes ou les ressources physiques.

La diminution de l'éventail des placements et la détérioration du CT sont le signe de limites de capacité contraignantes qui nuisent au rendement des placements (figure 6).

Figure 6 - Incidence simulée de la diminution de l'éventail des placements et du coefficient de transfert sur le rendement attendu des placements



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc. À des fins d'illustration.

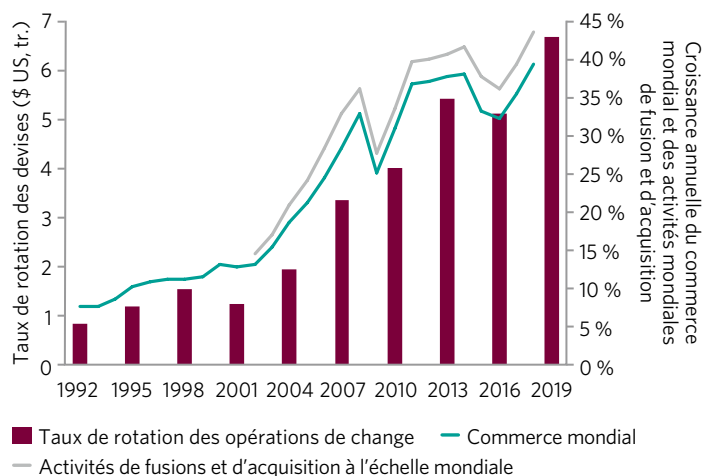
Un certain nombre de facteurs déterminent les tendances de l'éventail de placements et du coefficient de transfert. Il s'agit notamment du volume quotidien moyen et de la liquidité des marchés, de la taille des opérations, des styles de placement et de négociation, de la complexité des mandats ainsi que des ressources opérationnelles et auxiliaires de l'équipe. Nous examinerons chacun d'eux ci-dessous, ainsi que certaines des interrelations les plus pertinentes entre ces facteurs.

4.1. Volume quotidien moyen

La source la plus connue de données sur le volume quotidien moyen est l'enquête triennale de la Banque des règlements internationaux (BRI). Selon ses estimations, le volume quotidien moyen s'établit à 6,6 mille milliards de dollars (BRI, septembre 2019). Il s'agit d'une augmentation de 30 % par rapport à l'estimation précédente de 2016. Elle est conforme

aux tendances récentes du commerce mondial et des fusions et acquisitions transfrontalières, malgré la prolifération de conflits commerciaux très médiatisés au cours des années intermédiaires (figure 7).

Figure 7 - Les tendances du volume quotidien moyen libellé en devises sont proportionnelles au commerce mondial et aux activités de fusion et d'acquisition transfrontalières



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon le fournisseur tiers suivant : BRI, FMI, JP Morgan Asset Management et Bloomberg. Données au 31 décembre 2019.

Le volume quotidien moyen ne correspond pas toujours à la liquidité du marché disponible pour le pupitre de négociation de Gestion d'actifs CIBC. Les données anecdotiques fournies par les contreparties laissent entrevoir une interprétation plus prudente que celle de la BRI : en dehors des perturbations du marché causées par COVID-19, la liquidité est demeurée excellente et il n'y a aucune contrainte sur les activités de placement, mais elle n'augmente pas de façon marquée dans l'ensemble. On peut tirer la même conclusion de la baisse, ces dernières années, du volume d'activités de négociation de capitaux réels et de la prolifération des négociateurs cherchant à faire de l'argent rapidement et axés sur les algorithmes, dont la liquidité associée est souvent relativement faible.

Les données sur le volume quotidien moyen du marché sont également disponibles auprès de CLS⁷. Les méthodes de calcul générales sont similaires pour les deux fournisseurs. Toutefois, CLS élimine deux types d'opérations inclus par la BRI afin de réduire au minimum la double comptabilisation :

- Les opérations internes entre parts et pupitres au sein d'une même institution. Ces opérations ne comportent aucun risque de règlement et ne procurent aucune liquidité à des tiers comme Gestion d'actifs CIBC.
- L'un des volets des opérations impliquant un courtier privilégié⁸.

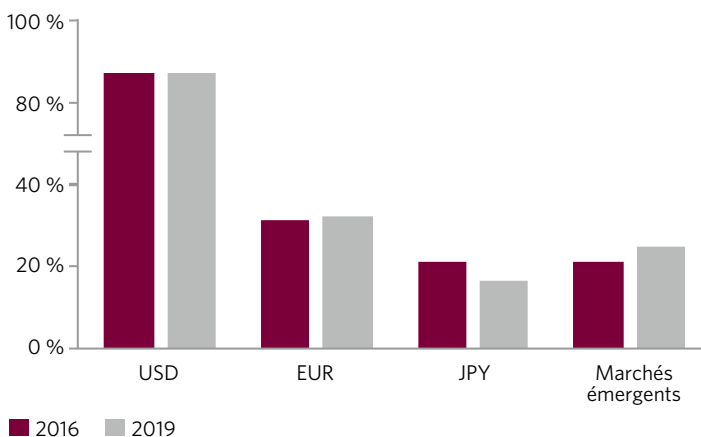
⁷ CLS est une société de règlement d'opérations de change américaine fondée en 2002. Elle couvre environ 50 % de la rotation des opérations de change quotidiennes. Gestion d'actifs CIBC utilise les services de CLS.

⁸ Par exemple, si le gestionnaire X négocie avec son courtier privilégié et que ce dernier règle ensuite cette opération avec CLS, les deux composantes sont prises en compte par la BRI, alors que CLS ne prend qu'une seule composante en compte. Selon les estimations de CLS, cette double comptabilisation représente un taux de rotation quotidien moyen d'environ 900 millions de dollars (Hasbrouck et Levich, 2017).

CLS estime que le volume quotidien moyen s'établit à 3,6 G\$, soit une hausse de 18 % au cours des trois dernières années⁹. Selon CLS, le niveau et le taux de croissance sont moins impressionnants que ceux de la BRI. Toutefois, le taux de croissance semble plus conforme à la croissance combinée du commerce mondial et des activités de fusions et d'acquisitions transfrontalières, et plus proche de notre expérience anecdotique.

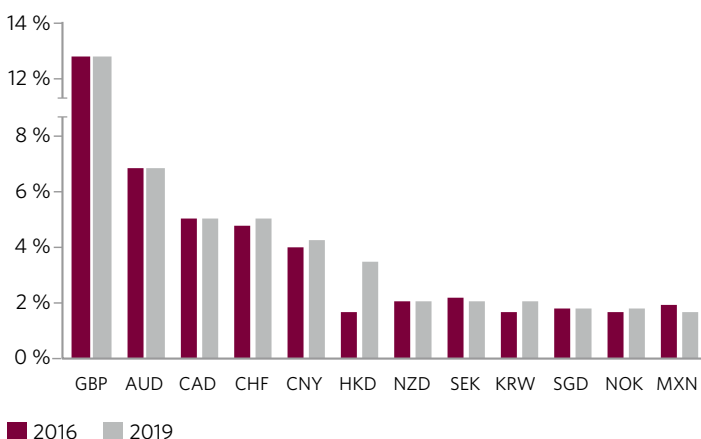
Les tendances de la composition en devises des données sur le volume quotidien moyen jouent aussi un rôle important. Selon la BRI (2019), les devises des marchés émergents représentent maintenant 25 % du volume quotidien moyen et les volumes de négociation de diverses devises en Amérique latine, en Europe et en Asie ont augmenté de façon notable (figures 8A et 8B).

Figure 8A - Volume quotidien moyen par devise



Gestion d'actifs CIBC inc. a préparé cette information selon les données provenant des tiers fournisseurs de services suivants : BIS. Données au 31 décembre 2019.

Figure 8B - Volume quotidien moyen par devise

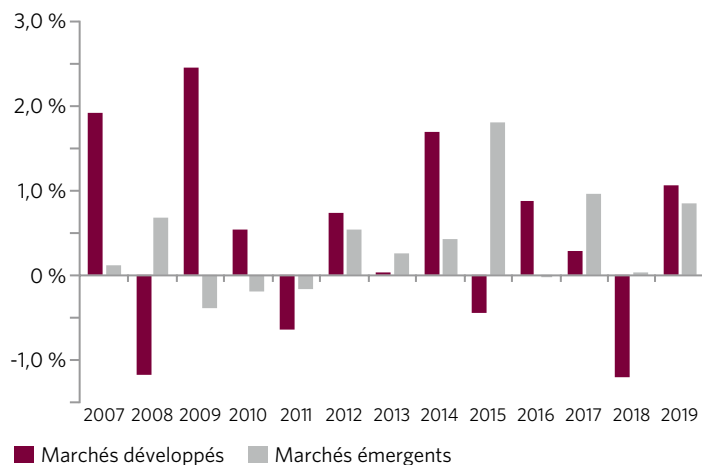


Gestion d'actifs CIBC inc. a préparé cette information selon les données provenant des tiers fournisseurs de services suivants : BIS. Données au 31 décembre 2019.

⁹En date de mars 2020. Nous avons calculé la variation de la rotation du marché à l'aide des données globales de CLS et en supposant que la part de marché n'a pas changé. Par conséquent, la croissance déclarée est approximative.

À mesure que la rotation et la liquidité des marchés s'accroissent au-delà de celles des devises des marchés développés, l'éventail et la capacité des processus de placement peuvent augmenter de façon proportionnelle. Cela signifie également que les stratégies de placement de gestion active de devises qui excluent les devises des marchés émergents renonceront à une part croissante de la liquidité disponible sur les marchés. Ce n'est pas le cas pour Gestion d'actifs CIBC (figure 9).

Figure 9 - Apport annuel des devises des marchés développés et émergents au rendement des devises gérées activement sans contraintes



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc. Les rendements du compte représentatif sont ramenés à un risque annualisé de 2 % (objectif de valeur ajoutée de 1 %). Données au 31 décembre 2019.

Le volume quotidien moyen dans le cas des contrats de change à terme, soit le mécanisme de mise en œuvre des opérations de Gestion d'actifs CIBC, a aussi augmenté dans le dernier sondage de la BRI, atteignant 1 000 milliards de dollars, sachant qu'un trimestre inclut maintenant des contrats à terme non livrables (CTNL).

4.2. Taille des opérations réalisables

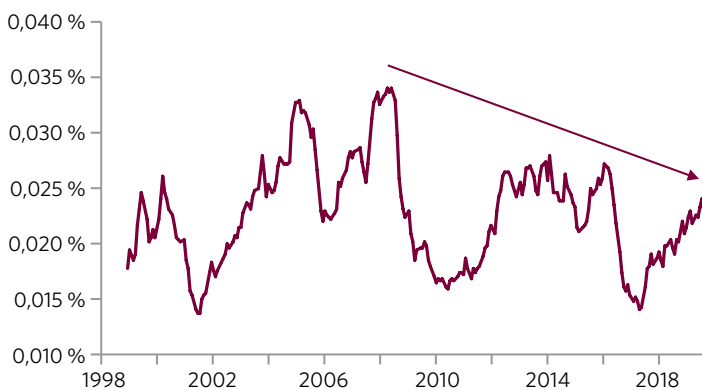
La liquidité du marché est un facteur déterminant essentiel de la capacité de placement. Elle détermine la taille des opérations réalisables, ce qui a des répercussions sur les styles de placement et de négociation.

Nous évaluons la taille des opérations réalisables de deux façons. Tout d'abord, en estimant la liquidité du portefeuille en fonction du nombre de jours qu'il faudrait pour liquider toutes les positions de change actives sans incidence importante sur le cours. Deuxièmement, en estimant le pourcentage du volume quotidien moyen que les opérations de change de taille habituelle consomment pour chaque devise de notre univers de placement. À mesure que ce pourcentage augmente, les coûts d'opération connexes augmentent aussi.

4.2.1. Liquidité du portefeuille

Nous mesurons et surveillons quotidiennement la liquidité de notre portefeuille. Cette mesure prend la forme d'une estimation en points de base du coût de liquidation de toutes les positions au cours d'une seule séance de négociation (figure 10). Cette éventualité ne s'est jamais présentée. Toutefois, la rigueur de cet exercice de réflexion est une composante importante de la construction et de la taille des portefeuilles de Gestion d'actifs CIBC.

Figure 10 – Coût de la liquidation du portefeuille



The information was prepared by CIBC Asset Management Inc.. Data as at December 31, 2019.

Toute dérive tendancielle à la hausse du coût moyen de liquidation peut donner des signes précoces de la proximité des contraintes de capacité, sous réserve du contexte de marché en vigueur.

Depuis le sommet local atteint durant la crise financière mondiale de 2008, le coût estimatif des liquidités a en fait diminué. Cette évolution concorde avec la hausse du volume quotidien moyen, en particulier dans les devises des marchés émergents et les CTNL, et avec la baisse généralisée de la volatilité des marchés observée avant la COVID-19. Bien que la tendance locale du coût de liquidation soit plus élevée depuis 2016, nous ne considérons pas qu'il s'agit d'un indicateur des contraintes de capacité en début de croissance, mais plutôt d'un retour à la médiane d'une fourchette qui dure depuis 20 ans. Cette conclusion est conforme au rendement de la stratégie pendant cette période. Toutefois, nous demeurons vigilants.

4.2.2. Taille des opérations par rapport au volume quotidien moyen

Les contraintes de capacité limitent la taille des opérations et l'éventail de placements, ce qui finit par nuire au rendement des placements. Les contraintes peuvent être considérées comme les limites de seuil sur le pourcentage de la devise individuelle, et l'ensemble du marché, qu'une stratégie de placement peut consommer¹⁰. Il est difficile d'estimer avec précision où se situe ce seuil de négociation. Une hypothèse plausible, conforme à l'ensemble de la documentation sur les capacités, est d'environ 5 % du volume quotidien moyen (UBS, 2017). Pour l'ensemble du marché des opérations de change, même en utilisant les données moins optimistes sur le volume quotidien moyen de CLS, ce seuil est si éloigné, même pour les plus importants investisseurs actifs, qu'il n'est pas pertinent.

Il est plus pertinent pour le positionnement dans des devises individuelles. À mesure que les actifs sous gestion de la stratégie augmentent, la taille moyenne des opérations augmente, en termes absolus et en pourcentage du volume quotidien moyen du marché, ce qui, à un moment donné, gonfle les coûts d'opération et réduit le rendement attendu après déduction des coûts.

Compte tenu du volume quotidien moyen actuel, la taille habituelle des opérations pour toutes les devises de notre univers de placement est inférieure à notre seuil arbitraire de 5 %¹¹.

4.3. Volatilité des marchés

La volatilité accrue des marchés aura des répercussions concurrentes sur la capacité estimative. Premièrement, dans des conditions de marché normales, une volatilité plus élevée sera synonyme d'une plus grande occasion d'ajouter de la valeur aux portefeuilles, en supposant un rendement cible constant. Parallèlement, une volatilité plus élevée est généralement corrélée positivement avec des coûts de transaction plus élevés et une diminution plus rapide des occasions d'alpha. Les teneurs de marchés s'attendent à recevoir une rémunération plus élevée à mesure que le risque de marché augmente.

Deuxièmement, en cas d'épisodes de volatilité extrême, comme la crise financière mondiale ou le choc de la COVID-19 de 2020, les corrélations entre les actifs ont tendance à augmenter considérablement, ce qui réduit au minimum

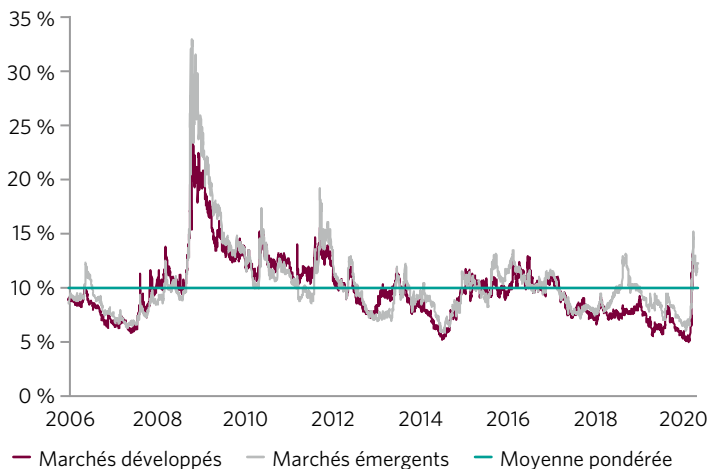
¹⁰ Les études dérivent parfois des estimations de la capacité d'une stratégie de placement à partir des données estimatives sur les coûts d'opération. Ces données tiennent compte de l'activité de négociation du participant moyen, y compris les investisseurs de détail, les investisseurs non informés qui négocient habituellement avec le marché et les investisseurs affichant un taux de rotation élevé, et surestiment probablement les coûts d'une stratégie de placement informée axée sur le long terme comme le processus de placement actif des devises de Gestion d'actifs CIBC (UBS, 2017). En mettant plutôt l'accent sur la taille des opérations par rapport au volume quotidien moyen, nous saisissons implicitement l'incidence des coûts d'opération.

¹¹ Nous limitons notre mesure du volume quotidien moyen en incluant uniquement les contrats à terme, et non l'ensemble du marché des changes, puisqu'il s'agit du moyen par lequel nous établissons la pondération des portefeuilles.

l'éventail des placements. Durant ces événements, l'incidence sur les corrélations est souvent aggravée par un coefficient de transfert inférieur, par exemple en raison des dislocations et des frictions du marché qui réduisent au minimum les liquidités disponibles.

Avant le choc de la COVID-19, la volatilité des devises était proche des creux historiques (figure 11). Les récents chocs ont accentué sensiblement la volatilité. En raison de cette hausse, la liquidité des marchés a fortement diminué et les coûts des opérations ont augmenté. Les mesures politiques ont rapidement annulé une grande partie de la hausse de la volatilité, qui est maintenant revenue près de sa moyenne historique. À ce niveau, et en supposant que le fonctionnement du marché continue de se normaliser et que l'activité économique se redresse progressivement, la capacité de placement devrait être plus élevée que lorsque la volatilité se trouvait dans l'un ou l'autre de ces cas extrêmes.

Figure 11 - La volatilité des devises est un facteur important qui détermine la capacité de placement



Gestion d'actifs CIBC inc. a préparé cette information selon les données provenant des tiers fournisseurs de services suivants : Bloomberg. Données au 30 avril 2020.

4.4. Styles de placement

La stratégie de gestion active des devises de Gestion d'actifs CIBC est un processus macroéconomique descendant qui intègre des analyses fondamentales quantitatives et qualitatives. Elle a toujours affiché un faible taux de rotation. L'horizon de placement historique médian des portefeuilles individuels est de quatre mois, et le portefeuille a généralement subi une rotation moins d'une fois par année avec une cible de risque annualisé de 2 %.

La stratégie intègre une importante répartition moyenne du risque aux stratégies de placement à moyen et à long terme, comme le portage, la valeur et le cycle, et une plus faible contribution moyenne au risque découlant de l'élan économique.

Les opérations axées sur la valeur supposent un retour à la moyenne et tendent à procurer des liquidités à l'ensemble du marché, ce qui atténue les répercussions sur le marché et les coûts de négociation. Les stratégies axées sur l'élan économique absorbent la liquidité, car elles supposent des opérations sur l'ensemble du marché. Elles sont donc généralement associées à des coûts d'opération plus élevés et à une plus grande incidence sur le marché. Le risque lié aux stocks des teneurs de marchés est plus élevé pour ces opérations. Les stratégies axées sur la valeur ont donc tendance à avoir une plus grande capacité, pour des cibles de rendement et de risque données, que les stratégies fondées sur l'élan économique ou les tendances des séries chronologiques.

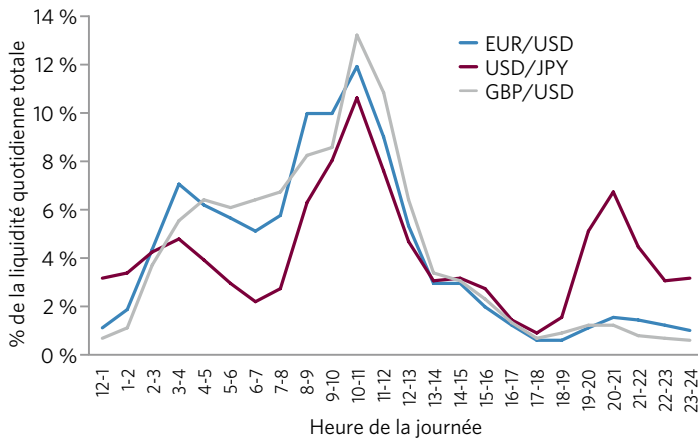
4.5. Style de négociation

Le style de négociation est aussi un important déterminant de la capacité de placement. Il englobe la fréquence à laquelle une stratégie se négocie par rapport aux tendances générales du marché, comme nous l'avons vu ci-dessus, mais aussi l'horizon de placement sur lequel le portefeuille est généralement rééquilibré.

Le rééquilibrage des opérations dans le portefeuille de gestion active des devises de Gestion d'actifs CIBC est effectué chaque fois que de nouveaux renseignements importants sont obtenus. Le pupitre de négociation de Gestion d'actifs CIBC exécute généralement les opérations au prix moyen pondéré en fonction du temps pendant une période de deux heures, entre 9 h et 11 h, heure normale de l'Est (HNE), lorsque les séances de négociation à Londres et à New York se chevauchent et que la liquidité quotidienne du marché est généralement à son maximum.

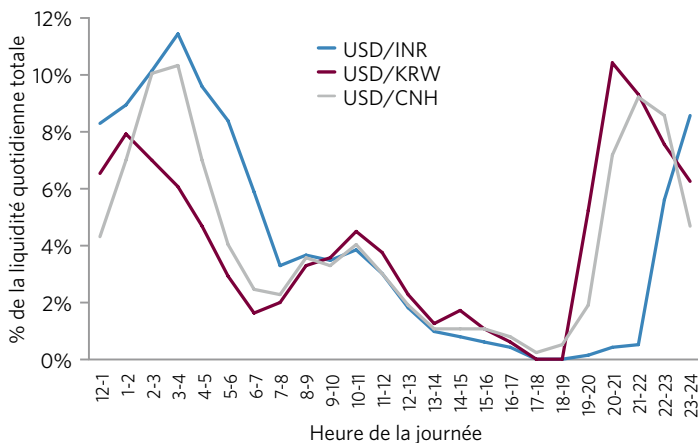
Il est possible d'assouplir cette contrainte de deux façons, sans incidence négative importante sur le rendement prévu de la stratégie. Premièrement, en prolongeant le jour de bourse. La liquidité quotidienne atteint son pic dans la plupart des paires de devises des marchés développés entre 7 h et 12 h (HE). Pendant cette période, les liquidités sont abondantes dans toutes les devises de notre univers de placement au niveau d'actifs sous gestion actuel (figure 12A). Toutefois, pour les devises des marchés émergents asiatiques, la séance de négociation de nuit est la plus liquide (figure 12B). L'accès à cette liquidité permettrait à Gestion d'actifs CIBC d'effectuer des opérations plus importantes pour ces devises sur le marché pendant n'importe quel jour de bourse. Cela faciliterait l'accès au volume quotidien moyen de l'ensemble du marché et atténuerait le risque que les activités de négociation aient une incidence importante sur le cours du marché.

Figure 12A – Profil de liquidité quotidienne, paires de devises indicatives



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Goldman Sachs FX Liquidity Monitor. Données au 31 décembre 2019.

Figure 12B – Profil de liquidité quotidienne, paires de devises indicatives



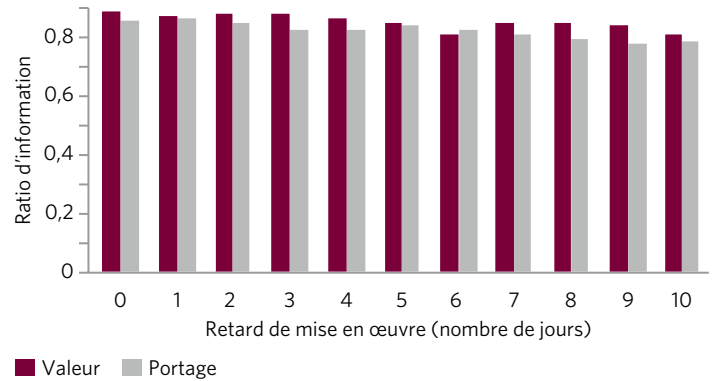
L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Goldman Sachs FX Liquidity Monitor. Données au 31 décembre 2019.

Deuxièmement, et comme nous l'avons vu ci-dessus, le processus de gestion active des devises de Gestion d'actifs CIBC comporte une exposition importante à la valeur. La corrélation entre le positionnement dans le facteur de valeur de Gestion d'actifs CIBC et le positionnement total du portefeuille devrait s'établir en moyenne à 25 % sur des périodes mobiles de trois ans. Les données fondamentales liées à la valeur ne se détériorent pas rapidement (figure 13). Ce résultat est intuitif, car l'horizon de placement moyen des positions motivées par le facteur de valeur de Gestion d'actifs CIBC est d'environ deux à trois ans. De plus, les signaux de valeur se négocient souvent en fonction des tendances du marché, ce qui reflète leur hypothèse intégrée de retour à la moyenne. Les deux aspects sont intéressants du point de vue de la capacité.

¹² Les retombées bénéfiques du découpage en tranches des opérations sur les coûts d'opération et la capacité de placement peut être minée dans la mesure où les contreparties sont en mesure de déterminer le début de l'activité de négociation visant à couvrir plusieurs séances de négociation.

Un profil de détérioration graduelle similaire est apparent pour les facteurs liés au portage, au cycle et aux facteurs de Gestion d'actifs CIBC. Par conséquent, il peut être possible de répartir les opérations selon la valeur, le portage ou le cycle au cours d'un certain nombre de séances de négociation sans perte de renseignements importante. Ce découpage en tranches augmenterait sensiblement la capacité des actifs sous gestion.¹²

Figure 13 – La dégradation des renseignements sur les facteurs en raison des retards de mise en œuvre est faible



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Thomson Reuters Datastream. Le graphique indique la diminution des ratios d'information sur la valeur et les facteurs de portage en raison d'un retard de 1 à 10 jours dans la mise en œuvre des positions identifiées dans le cadre du processus de placement de Gestion d'actifs CIBC. Données au 31 décembre 2019.

4.6. Complexité opérationnelle des mandats de placement

La complexité peut dépendre de contraintes de placement dictées par le client et qui nécessitent un examen et une prise de décisions de placement supplémentaires. Par exemple, il peut décider d'exprimer une idée de placement au moyen d'une devise de substitution lorsque les contraintes empêchent une mise en œuvre directe dans la devise privilégiée par le processus de placement. Il peut aussi s'agir d'exigences supplémentaires de déclaration et de service demandées par un client. Ces complexités sont pertinentes et appropriées du point de vue d'un client individuel. Dans l'ensemble, elles ont une incidence disproportionnée sur la capacité disponible.

4.7. Composition de l'actif, rendement et objectifs de risque des mandats futurs

En mettant davantage l'accent sur les devises moins liquides des marchés émergents dans les mandats futurs des clients, la capacité disponible est épuisée plus rapidement. Cette situation n'est pas sans danger, car les plus importantes occasions de profit liées à la gestion active de devises sont souvent présentes dans les devises des pays émergents. Les investisseurs dans ces devises s'attendent à être récompensés pour leur exposition aux risques économiques, politiques et de liquidité intrinsèquement plus importants associés à ces actifs par rapport aux marchés développés.

Les objectifs plus ambitieux de rendement et de risque des clients, pour une taille de mandat et une composition monétaire données, épuiseront également la capacité de placement à un rythme relativement plus rapide en raison de la nécessité d'avoir des positions d'une taille proportionnellement plus importante.

4.8. Utilisation des ressources de gestion de portefeuille

L'approche et le service aux clients sont des aspects essentiels de la collecte d'actifs et de la gestion des relations avec les clients. Ils exigent aussi beaucoup de temps et peuvent avoir d'importantes répercussions sur la capacité. Les gestionnaires de portefeuille qui se concentrent sur la collecte d'actifs et le service à la clientèle seront distraits de leur rôle de fiduciaire de base qui consiste à s'efforcer d'atteindre des objectifs de rendement convenus avec les clients existants.

Gestion d'actifs CIBC a atténué ce risque en mettant sur pied une équipe de gestionnaires de portefeuilles de clients. Les membres de l'équipe possèdent souvent une vaste expérience en gestion de portefeuille et sont bien qualifiés pour représenter les équipes de placement auprès des clients et des conseillers en placement dans la plupart des interactions. La capacité de collecte d'actifs et de service à la clientèle de Gestion d'actifs CIBC a été considérablement accrue par la création de cette équipe.

5. Conclusion

Toutes les stratégies de placement ont des limites de capacité. Ces limites sont tributaires de nombreux facteurs, notamment la liquidité et la volatilité des marchés, le style de placement et de négociation ainsi que les ressources auxiliaires. Compte tenu de l'incertitude entourant les estimations de la capacité, il convient d'exprimer les conclusions en termes de fourchettes, plutôt que de niveaux précis. Sur la base de l'analyse d'un large ensemble de facteurs pertinents, nous estimons qu'une croissance supplémentaire de 25 % à 50 % des actifs sous gestion grâce à la gestion active des devises est réalisable et conforme aux objectifs de rendement convenus avec les clients existants.

6. Références

De Silva, H., S. Thorley et R.G. Clarke (2006), *The Fundamental Law of Active Portfolio Management*. *Journal of Investment Management*, vol. 4, n°3, troisième trimestre.

Grinold, R.C. et R.N. Kahn (1999), *Active Portfolio Management : A Quantitative Approach for Producing Superior Returns and Selecting Superior Returns and Controlling Risk*. McGraw-Hill.

Grinold, R.C. et R.N. Kahn (2019), *Advances in Active Portfolio Management: New Developments in Quantitative Investing*. McGraw-Hill.

Hasbrouck, J. et R.M. Levich (2017), *FX Market Metrics: New Findings Based on CLS Bank Settlement Data*. NBER Working Paper 23206. <https://www.nber.org>.

UBS (2017), *What is Your Fund's Capacity? Quantitative Monograph*.

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, Gestion des devises et d'actifs multiples
Gestion d'actifs institutionnels
michael.sager@cibc.com | 416 980-6301

Pour en savoir plus, visitez le site : cibcam-institutional.com

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 Gestion des devises et d'actifs multiples et peuvent différer des opinions des autres équipes. Ces renseignements ne constituent pas des conseils juridiques ni des conseils fiscaux.

Le Fonds aura grandement recours aux instruments dérivés. Lorsqu'elle en a l'autorisation, Gestion d'actifs CIBC peut utiliser d'autres instruments dérivés pour la gestion de ses comptes. Le Fonds 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 couvrir, accroître ou réduire les placements du portefeuille. Le Fonds peut également utiliser des instruments dérivés aux fins de gestion des devises.

En raison de son utilisation d'instruments dérivés, le Fonds peut recourir à l'effet de levier. Un effet de levier survient lorsque l'exposition théorique du Fonds aux actifs sous-jacents est supérieure au montant investi; il s'agit d'une technique de placement qui peut amplifier les gains et les pertes. Ces renseignements ne constituent pas des conseils juridiques ni des conseils fiscaux.

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.