

INSTITUTIONNEL

LE RÔLE DE LA GESTION ACTIVE DES DEVISES DANS LES PORTEFEUILLES

Par Michael Sager et Giuseppe Pietrantonio¹

Temps de lecture approximatif : 10 minutes

Décembre 2022



Sommaire

La gestion active des devises est l'une des catégories d'actifs les plus mal comprises. Pourtant, elle possède de nombreuses caractéristiques qui en font un ajout attrayant aux portefeuilles de placement. Il s'agit notamment des rendements corrigés du risque intéressants, des liquidités élevées, de la diversification et des faibles besoins de financement en capital. Dans le présent article, nous abordons les FAQ des clients concernant tous les aspects de la gestion active des devises, y compris les options d'exécution offertes aux investisseurs. Nos principales conclusions sont les suivantes :

- La gestion active des devises constitue une stratégie de placement alternatif liquide.
- Elle peut être mise en œuvre comme une stratégie non financée, sans exigence initiale sur le plan de la répartition du capital de risque du portefeuille ou dans le cadre d'un instrument de mise en commun entièrement financé.
- Les rendements ajustés au risque d'une cohorte de gestionnaires actifs de devises compétents ont été très positifs sur une longue période et même comparables à ceux des meilleurs gestionnaires actifs d'actions mondiales de sociétés à forte capitalisation.
- Les rendements de la gestion active des devises diffèrent des solutions uniquement axées sur les positions acheteur qui investissent dans des catégories d'actifs traditionnelles des marchés publics et d'autres catégories d'actif non traditionnelles.
- La gestion active des devises convient à un large éventail d'investisseurs, allant des solutions de gestion de patrimoine jusqu'aux régimes plus conservateurs à prestations déterminées (PD) et à cotisations déterminées (CD).

¹Michael Sager est directeur exécutif, Multiclasse d'actifs et gestion des devises, et Giuseppe Pietrantonio est gestionnaire adjoint de portefeuille de clients, Multiclasse d'actifs et gestion des devises.

Introduction

La pertinence de la répartition du portefeuille faisant appel à la gestion active des devises découle d'un certain nombre de caractéristiques générales communes à de nombreux portefeuilles de placement institutionnels :

- Exposition excessive au risque lié aux actions
- Recours excessif à une corrélation négative 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'actifs alternatifs
- Répartitions relativement élevées dans des catégories d'actifs alternatifs illiquides, comme le capital d'investissement ou l'infrastructure

Dans nos réponses à la FAQ ci-dessous, nous expliquons comment un mandat de gestion active des devises peut aider à atténuer chacune de ces faiblesses.

De quel type de catégorie d'actif s'agit-il?

La gestion active des devises est une catégorie d'actif tactique alternatif liquide. Les positions de change des marchés industrialisés (MI) offrent un rendement attendu positif, mais uniquement en raison d'une gestion active habile des placements. Au contraire, les catégories d'actifs 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 soit nécessaire.

Les rendements attendus pour la gestion active des devises sont-ils nuls?

Non. Cette conclusion ne s'applique qu'aux positions de change passives sur les marchés industrialisés. Du point de vue de la gestion active, les rendements futurs des devises peuvent être prévus avec une exactitude appropriée afin de permettre aux gestionnaires de devises chevronnés d'ajouter une valeur importante aux portefeuilles de placement.

La gestion active des devises peut-elle ajouter de la valeur à un portefeuille?

Oui. La figure 1 montre que l'équipe de gestion des devises de Gestion d'actifs CIBC (GAC) fait partie d'une cohorte de gestionnaires actifs de devises qualifiés qui ont généré des rendements attrayants sur une longue période. Le rendement à long terme de GAC – ratio d'information (RI) sur 20 ans supérieur à 0,5 – se situe dans le premier quartile des gestionnaires selon la base de données de 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 compétence au cours d'une période prolongée qui englobe de nombreux contextes macroéconomiques et diverses conjonctures du marché.² La direction de l'équipe responsable du portefeuille n'a pas changé depuis décembre 2002, mettant l'accent sur la continuité et la valeur de notre parcours du rendement. Ce parcours du rendement se compare avantageusement à celui des gestionnaires actifs d'actions mondiales de sociétés à forte capitalisation les plus compétents (figure 2).

Figure 1 – Rendement historique des devises gérées activement – univers des gestionnaires

Ratio d'information	1 an	3 ans	5 ans	10 ans
GAC	0,05	0,15	0,21	0,63
25 ^e centile	2,07	0,63	0,58	0,61
Médiane	1,38	0,47	0,36	0,40

L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc, selon les données provenant du tiers fournisseur de services suivant : Mercer. ©2022 Mercer LLC. Tous droits réservés. Ce document doit être lu conjointement avec MercerInsight MPA™ : Important notices and Third-party data attributions et lui est assujéti. Voir <https://www.mercerinsight.com/importantnotices.aspx> pour plus de détails. Données au 30 septembre 2022.

Figure 2 – Rendement des actions mondiales des sociétés à forte capitalisation – univers des gestionnaires

Ratio d'information	1 an	3 ans	5 ans	10 ans
25 ^e centile	0,59	0,21	0,28	0,27
Médiane	-0,09	-0,10	-0,01	0,02

L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc, selon les données provenant du tiers fournisseur de services suivant : Mercer. ©2022 Mercer LLC. Tous droits réservés. Ce document doit être lu conjointement avec MercerInsight MPA™ : Important notices and Third-party data attributions et lui est assujéti. Voir <https://www.mercerinsight.com/importantnotices.aspx> pour plus de détails. Données au 30 septembre 2022.

Outre des rendements indépendants attrayants, une répartition faisant appel à la gestion active des devises peut être effectuée sans financement, et les positions de change actives sont généralement mises en œuvre au moyen de contrats à terme de gré à gré liquides.³ Cela rend la répartition efficiente dans le contexte élargi du portefeuille, car avec cette approche, le capital de risque disponible d'un plan n'est pas utilisé.

Dans le contexte où l'on s'attend à de faibles rendements, la capacité de la gestion active des devises à améliorer le profil de rendement des portefeuilles de placement sans avoir besoin de financement initial du capital en fait une alternative liquide particulièrement attrayante.

Les devises sont-elles prévisibles?

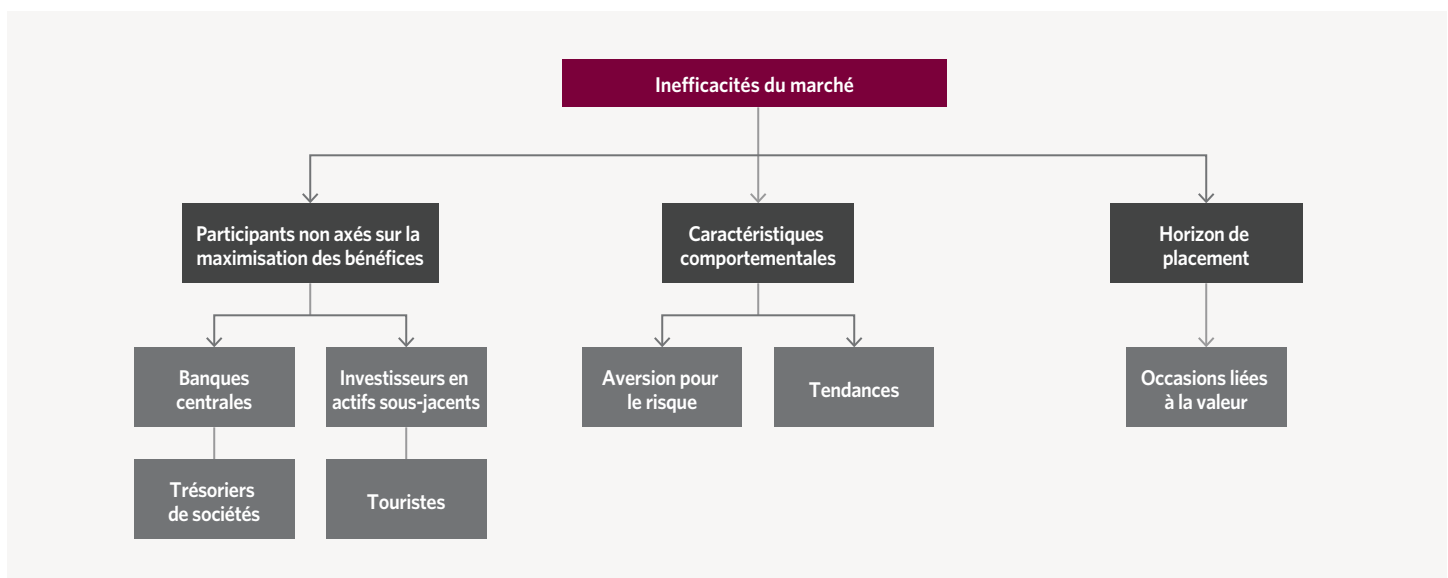
Oui. À première vue, cela contredit la thèse universitaire bien connue selon laquelle les taux de change suivraient un cours aléatoire; la meilleure prévision du taux de change de la prochaine période est simplement la valeur de la présente période. Nos conclusions et celles du milieu universitaire ne s'excluent pas mutuellement. À court terme, c'est-à-dire au cours de la prochaine heure, du prochain jour ou même de la prochaine semaine, les taux de change ne sont pas prévisibles avec une quelconque exactitude du point de vue macroéconomique et fondamental. Leur résultat est essentiellement aléatoire.⁴ Toutefois, sur des horizons plus longs – ceux qui se rapportent au processus de placements en gestion active des devises de GAC – les taux de change sont relativement prévisibles.

Les investisseurs faisant appel à la gestion active des devises appliquent une définition moins onéreuse de la prévisibilité que le milieu universitaire. L'objectif de nombreux prévisionnistes universitaires est de prévoir avec précision le niveau futur des taux de change particuliers. À l'inverse, les placements rentables n'exigent pas que les investisseurs faisant appel à la gestion active des devises surpassent le cours aléatoire. Cela les oblige seulement à obtenir le classement des rendements futurs à peu près corrects dans la plupart des périodes de placement (Melvin, Prins et Shand, 2013).

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

La prévisibilité du taux de change reflète l'existence d'inefficacités du marché persistantes. Ce sont ces inefficacités du marché qui offrent aux gestionnaires actifs de devises l'occasion d'ajouter de la valeur aux portefeuilles de placement. Le marché des devises est extrêmement liquide et son chiffre d'affaires quotidien est estimé à environ 7,3 billions de dollars.⁵ Il ne faut pas confondre liquidité et efficacité. Les inefficacités du marché des devises reflètent la présence d'intervenants du marché hétérogènes, des caractéristiques comportementales et des horizons de placement (figure 3). On s'attend généralement à ce que les inefficacités du marché soient éliminées par arbitrage au fil du temps. Dans le cas des devises, les inefficacités devraient persister, car elles reflètent des biais institutionnels et particuliers persistants.

Figure 3 - Le marché des changes est extrêmement liquide, mais aussi inefficace et hétérogène. Ces caractéristiques génèrent des occasions de profits pour les gestionnaires actifs de devises qualifiés.



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc. Exemple à titre indicatif.

Ces biais récompensent les gestionnaires actifs qui acceptent des risques variés d'autres intervenants du marché plus réfractaires au risque. Par exemple, le risque d'événements économiques ou politiques imprévus qui éloignent temporairement les taux de change des évaluations intrinsèques. En répartissant le risque actif uniquement aux devises où ces facteurs de risque – et d'autres facteurs fondamentaux et ESG – représentent une occasion importante et bien comprise, les gestionnaires actifs de devises sur des horizons plus longs peuvent tirer parti d'occasions relativement prometteuses pour ajouter de la valeur aux portefeuilles de placement.⁶

La gestion active des devises est-elle un jeu à somme nulle?

Non. L'existence de rendements importants et persistants pour une cohorte de gestionnaires actifs de devises qualifiés reflète la présence sur le marché des devises des intervenants du marché hétérogènes ayant des motifs (souvent non liés à la maximisation des profits), des comportements et des horizons de placement variés. C'est l'activité de ces intervenants du marché qui donne aux investisseurs actifs expérimentés l'occasion de générer des rendements excédentaires constants.

En quoi la gestion active des devises diffère-t-elle de la « simple spéculation »?

Selon nous, « la simple spéculation » signifie tirer à « pile ou face » ou est un simple jeu de hasard.⁷ Dans un jeu de hasard, chaque participant a une probabilité égale de gagner ou de perdre. Aucune connaissance de spécialiste n'est requise et n'augmente certainement pas la probabilité de réussite en faveur d'aucun d'entre eux.

La gestion active des devises est très différente d'un jeu de hasard. Les connaissances spécialisées sont précieuses et leur utilisation habile peut augmenter considérablement la probabilité d'un succès durable. C'est l'expérience de GAC, qui s'appuie sur les antécédents de rendement à long terme de l'équipe.

Les rendements de la gestion active des devises se limitent-ils au bêta ou aussi à l'alpha?

L'équipe Gestion active des devises de GAC a généré un mélange de rendements bêta intelligent et d'alpha qualifié.

Comme nous l'avons vu ci-dessus, les devises des marchés industrialisés n'offrent pas de rendement bêta passif. Elles offrent un rendement attendu positif, mais uniquement en raison d'une gestion active habile des placements.

Les rendements bêta intelligent de la gestion active des devises peuvent être obtenus au moyen d'un ensemble de modèles de primes de facteurs de risque qui rémunère les investisseurs qui acceptent une exposition à un ou plusieurs risques systématiques déterminés. Les facteurs des primes de risque des devises les plus courants sont le différentiel de taux d'intérêt, la valeur, le cycle et le momentum (figure 4).

Figure 4 – Primes de risque factorielles de la gestion active des devises

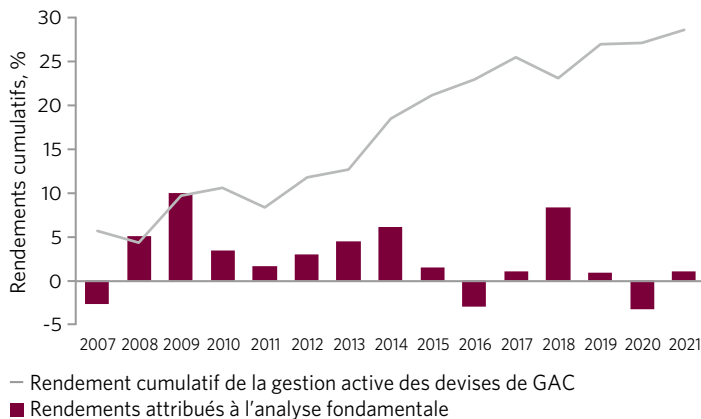
Facteur de devise	Justification du placement	Horizon de placement
Différentiel de taux d'intérêts	Les devises à rendement élevé surpassent généralement les devises à faible rendement. Construction : rendement tiré des taux implicites et des contrats de change à terme.	De 6 à 12 mois
Valeur	Les devises relativement bon marché surpassent généralement les devises relativement chères. Construction : parité des pouvoirs d'achat rajustée en fonction des différences entre les termes de l'échange et les différentiels de productivité.	De 2 à 3 ans
Cycle	Les devises des pays cycliquement forts ont tendance à surpasser celles de pays plus faibles. Construction : extraction tendancielle fondée sur un panel de variables principales et confirmant.	De 6 à 12 mois
Momentum	La performance relative récente d'une devise tend à persister dans un avenir proche. Construction : rendements globaux sur une période rétrospective donnée	3 mois

L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Bloomberg Finance L.P. Le rendement de chaque facteur est fondé sur un portefeuille construit par Gestion d'actifs CIBC à l'aide de données de performance réelles rétrotestées et sur la base de règles exclusives. Facteurs fondés sur les recherches de Gestion d'actifs CIBC inc. Ce tableau est fourni à titre indicatif seulement et ne constitue pas une indication des résultats futurs. Pour en savoir plus, veuillez consulter la page des mentions juridiques.

De nombreux gestionnaires actifs de devises utilisent des processus de placement qui visent simplement à tirer parti des rendements bêta intelligent. Une autre cohorte de gestionnaires – qui comprend GAC – a également démontré sa capacité à générer des rendements alpha diversifiés à partir du risque de change actif. Pour générer cet alpha, nous intégrons des modèles quantitatifs et un jugement qualitatif prospectif, sur la base des facteurs de risque traditionnels, fondamentaux et ESG. L'équipe utilise ces données pour répartir le risque actif dans les positions les plus prometteuses.

La figure 5 présente les rendements annuels générés par l'équipe de gestion des devises de GAC, selon une analyse qualitative fondamentale descendante. Nous considérons ces rendements comme de l'alpha de gestion active des devises. Ils représentent une part importante du rendement global – quantitatif et qualitatif – de l'équipe Gestion active des devises de GAC (comme l'indique la figure 1 ci-dessus).

Figure 5 – Rendements alpha de l'équipe Gestion active des devises de GAC découlant de décisions de placements discrétionnaires



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc. Les rendements ont été ramenés à un budget de risque annualisé de 4 %. Les rendements sont fondés sur un portefeuille hypothétique construit par Gestion d'actifs CIBC inc. Ils sont présentés avant déduction des frais et après déduction des frais d'opération.

Les rendements de la gestion active des devises se diversifient-ils?

Oui. La figure 6 présente les corrélations moyennes par paires pour les rendements mensuels d'un ensemble de catégories d'actifs de base et catégories d'actifs alternatifs par rapport à l'échantillon de décembre 2002 à août 2022. Nous avons attribué un code de couleur à la matrice pour mettre l'accent sur le signe et l'ampleur des corrélations; le rouge (bleu) signifie des corrélations relativement élevées (faibles). Les données mettent l'accent sur l'avantage typique de la diversification qui découle d'un investisseur qui répartit une partie du risque du portefeuille en s'éloignant des catégories d'actifs de base pour se tourner vers les placements alternatifs. Mais la matrice montre aussi que les corrélations par paires entre de nombreuses catégories d'actifs alternatifs sont souvent élevées. En revanche, la corrélation moyenne des rendements par rapport à la gestion active des devises avec les catégories d'actifs de base et les autres catégories d'actifs alternatifs a toujours été relativement faible par rapport à la période de notre échantillon (colonne à l'extrême droite à la figure 6).

Figure 6 – Corrélations du rendement mensuel moyen par paires de catégories d'actifs

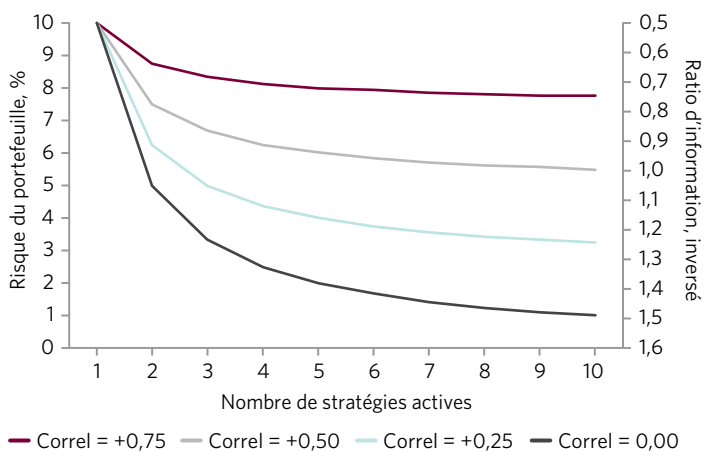
Catégorie d'actifs	Act. can.	Act. amér.	MSCI Monde	MSCI Marchés émergents	Oblig. can.	Oblig. mondiales	Oblig. mondiales à rende. élevé	Capital dinvest.	Infra.	Immobilier	Gestion active des devises CIBC
Actions canadiennes	1,00	0,58	0,68	0,70	0,13	0,30	0,72	0,55	0,63	0,45	0,41
Actions américaines		1,00	0,96	0,55	0,27	0,08	0,42	0,84	0,69	0,65	0,25
MSCI Monde			1,00	0,69	0,29	0,20	0,55	0,82	0,78	0,64	0,29
MSCI Marchés émergents				1,00	0,19	0,33	0,65	0,51	0,65	0,42	0,31
Obligations canadiennes					1,00	0,59	0,22	0,29	0,34	0,32	0,05
Obligations mondiales						1,00	0,53	0,11	0,37	0,24	0,11
Obligations mondiales à rendement élevé							1,00	0,43	0,57	0,48	0,38
Capital d'investissement								1,00	0,56	0,39	0,28
Infrastructure									1,00	0,62	0,31
Immobilier										1,00	0,21
Gestion active des devises CIBC											1,00

L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant des tiers fournisseurs de services suivants : Refinitiv Datastream et Bloomberg Finance L.P. Toutes les données sont exprimées en dollars canadiens. Échantillon : de décembre 2002 à septembre 2022.

Les rendements positifs autonomes et diversifiés attendus d'une catégorie d'actif tactique hautement liquide et efficace en matière de capital font de la gestion active des devises un ajout intéressant aux portefeuilles de placement, en particulier dans le contexte actuel de faibles rendements attendus des catégories d'actifs de base.

La figure 7 illustre l'avantage de combiner des stratégies de placement actives diversifiées – en matière de devises ou autres – au sein des portefeuilles. Elle suppose un portefeuille stratégique initial présentant un risque annualisé de 10 % et un ratio d'information (RI) prévu de 0,5. Nous pouvons arbitrairement considérer ce portefeuille stratégique comme une simple répartition passive 60/40 actions/titres à revenu fixe. Chaque ligne de la figure 7 retrace les répercussions sur le risque du portefeuille et le RI de l'intégration de stratégies de placement actives dans le portefeuille stratégique, en supposant une structure de corrélation spécifique entre chacune de ces stratégies actives.⁸ Par exemple, la dernière ligne (en noir) du graphique montre la répercussion de l'ajout au portefeuille stratégique d'entre une et dix stratégies actives qui ont une corrélation de zéro entre elles. Dans ce cas, le risque du portefeuille passe d'un taux initial de 10 % à un taux aussi bas que 1 %, et le RI du portefeuille passe de 0,5 à 1,5. Le principal point à retenir de la figure 7 est qu'à mesure que les corrélations diminuent, la répercussion positive sur le risque du portefeuille et le RI prévu peut être frappante.

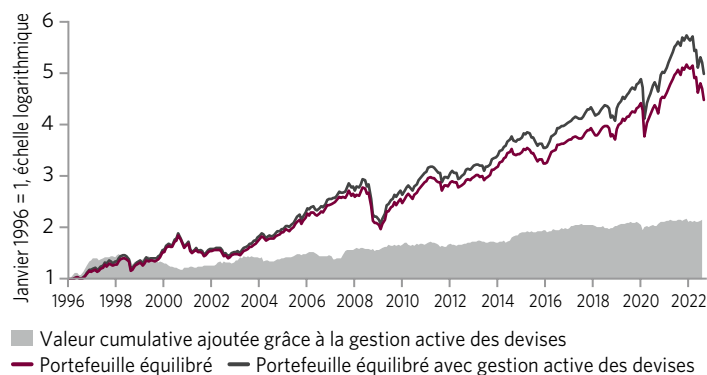
Figure 7 - Avantages importants de diversification de la combinaison de stratégies actives non corrélées



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du tiers fournisseur de services suivant : Bridgewater (2009). Calculs utilisant des données simulées. Ce scénario hypothétique est fourni à titre indicatif seulement et n'est pas représentatif des résultats futurs.

En prolongeant cette analyse, la figure 8 met en évidence les répercussions d'une superposition d'un portefeuille de placement stratégique et d'une répartition du risque lié à la gestion active des devises. Le rendement cumulé ajusté au risque du portefeuille s'est amélioré, ce qui témoigne du rendement positif attendu de la gestion active des devises et de l'avantage lié à la diversification qu'offre cette répartition.

Figure 8 - Le rendement total du portefeuille peut être amélioré au moyen d'une composante de gestion active des devises



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du tiers fournisseur de services suivant : Calculs de Bloomberg Finance L.P. utilisant des données simulées. Ce scénario hypothétique est fourni à titre indicatif seulement et n'est pas représentatif des résultats futurs. Le portefeuille stratégique comprend les répartitions suivantes. Actions : Indice MSCI Monde tous pays - 60 %. Titres à revenu fixe : 40 % de superposition en gestion active des devises de l'indice Bloomberg Canada Aggregate TR avec un budget de risque annualisé de 4 % et sous forme de superposition sans contraintes et sans financement (voir la section 3.5.2 ci-dessous). Échantillon : de janvier 1996 à septembre 2022.

Comment mesure-t-on le risque de change actif?

Nous mesurons le risque associé à un mandat de gestion active des devises de plusieurs façons :

- Utiliser un modèle de risque de tiers qui incorpore une matrice de covariance pondérée de manière égale sur 3,5 ans et des rendements mensuels. Un modèle de risque exclusif qui incorpore une matrice de covariance à pondération exponentielle sur 10 ans, avec une demi-vie de 3 ans et des rendements mensuels est utilisé pour vérifier l'exactitude de cette analyse. La volatilité mesurée est utilisée pour procéder à l'attribution du risque avant l'opération afin de s'assurer que le risque de change actif total, ainsi que la contribution au risque total de chaque position active, est proportionnel au degré de confiance en matière de placement au cours d'une journée donnée.
- L'analyse de scénarios fondée sur l'historique des événements réalisés ainsi que les événements futurs hypothétiques. Lorsque nous évaluons le rendement d'un portefeuille selon divers scénarios, nous tenons compte à la fois de la volatilité de l'actif et des implications en matière de corrélation des risques d'événements déterminés.
- De façon plus générale, l'équipe évalue continuellement le risque de liquidité du marché, et régulièrement la qualité du crédit et l'exposition des contreparties. À l'échelle de la société, l'équipe Contrôle des placements de GAC procède quotidiennement à des examens antérieurs et postérieurs aux opérations pour s'assurer que l'équipe de placements respecte toutes les exigences réglementaires applicables et les politiques en vigueur, y compris la conformité aux Énoncés de la politique de placement des clients.

Les devises des marchés émergents sont-elles trop risquées pour mon plan?

Non. Les économies des marchés émergents continuent d'évoluer et sont de plus en plus intégrées à l'économie mondiale. Par conséquent, les devises des marchés émergents représentent maintenant une composante de base des mandats de gestion active des devises. Leur inclusion peut élargir davantage les processus de placements. Comme pour les devises des MI, une composante importante du rendement attendu des positions de change actives des marchés émergents peut être saisie au moyen d'un processus de placements fondé sur des primes de facteurs de risque bien établies – différentiel de taux d'intérêts, valeur, momentum et cycle – sans nécessité de personnalisation. Tout comme les devises des MI, un sous-ensemble de risques inhérents aux devises des marchés émergents ne peut être facilement saisi par un cadre quantitatif systématique seul. Le jugement fondamental peut ajouter beaucoup de valeur en déterminant les répercussions des risques idiosyncrasiques sur les rendements des devises des marchés émergents. Toutefois, la source des risques idiosyncrasiques ayant des répercussions sur les devises des marchés émergents est souvent différente de celle qui a une incidence sur les devises des MI, ce qui exige des connaissances spécialisées pour les exploiter.

Dans des conditions normales du marché, les volumes d'opérations des marchés émergents sont généralement inférieurs à ceux des devises des MI, et les frais d'opération sont proportionnellement plus élevés. Néanmoins, la liquidité des marchés émergents continue d'augmenter (BRI, 2022) et est plus que suffisante pour permettre l'exécution d'opérations de gestion active des devises de GAC dans des conditions normales du marché sans répercussions sur celui-ci.

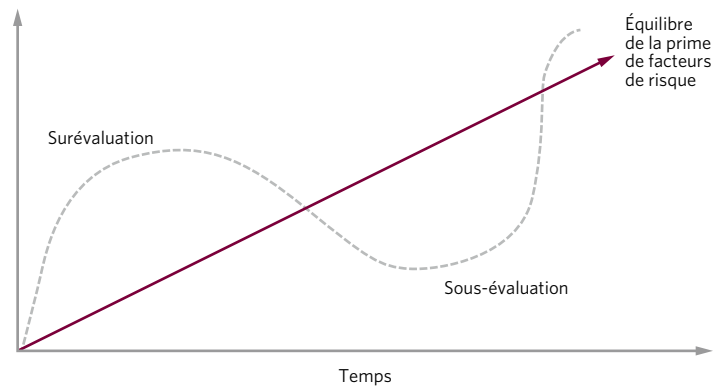
Comment le budget de risque de change actif sera-t-il utilisé au fil du temps?

L'utilisation de budgets de risque actifs dans les mandats des clients est conditionnée à la confiance de l'équipe de placements. Cette confiance varie au fil du temps et est influencée par un certain nombre de thèmes, dont les suivants :

- L'occasion de placement perçue de nos modèles de prime de risque à facteurs.

Comme pour un titre particulier ou une catégorie d'actif, il est possible de déterminer un rendement attendu d'équilibre à long terme pour chacun de nos facteurs de prime de risque (figure 9). Comprendre où un facteur se négocie actuellement par rapport à sa propre valeur intrinsèque peut fournir des perspectives importantes sur son rendement prévu pour les périodes futures.

Figure 9 – Prime de facteurs de risque stylisée au fil du temps



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., sur la base de données hypothétiques visant à illustrer le concept.

- Le niveau d'appétit pour le risque des investisseurs

Les primes de facteurs de risque se comportent généralement moins bien en période de tensions sur les marchés. Le degré de confiance de notre équipe de placements sera proportionnellement plus faible durant ces périodes, tout comme le risque de change actif.

- L'importance des thèmes idiosyncrasiques non fondamentaux dans la détermination des rendements attendus des devises.

Notre processus de placement repose sur l'hypothèse selon laquelle les paramètres macroéconomiques fondamentaux sont les principaux déterminants du rendement des devises. C'est habituellement le cas. Dans les rares périodes où ce n'est pas le cas, notre processus fournit peu d'observations, ce qui entraînera une réduction proportionnelle de la confiance à l'égard des placements et du risque actif.

Votre processus de placement intègre-t-il une évaluation des risques liés aux facteurs ESG?

À GAC, nous avons la responsabilité fiduciaire envers nos clients de prendre en compte tous les risques pertinents dans le contexte d'une recherche de placement et d'un établissement de portefeuille rigoureux. Cela comprend les risques liés aux facteurs ESG. En intégrant un vaste éventail de risques liés aux facteurs ESG dans nos processus de placements en gestion active des devises, ainsi que des facteurs de risque plus traditionnels, nous nous assurons de toujours répartir le risque actif entre les occasions de placement ajustées au risque les plus intéressantes.

L'intégration de risques liés aux facteurs ESG dans notre processus de placement est également conforme à l'engagement de la Banque CIBC à titre de signataire des Principes pour l'investissement responsable (PIR) des Nations Unies.

Options d'exécution en matière de gestion active des devises

L'investisseur doit-il choisir le même gestionnaire pour les mandats de couverture de change passive et active?

Non. Les deux mandats peuvent être gérés par le même gestionnaire ou par des gestionnaires différents en vertu d'ententes de gestion de placements séparées. Il n'y a aucune raison pour laquelle une couverture passive et une gestion active des devises doivent être connectées. Elles ont des objectifs différents au sein d'un portefeuille : la couverture passive est une décision stratégique axée sur le contrôle du risque ou des coûts, ou la gestion du passif; la gestion active des devises fait partie de la composante de répartition active du risque d'un portefeuille visant à générer une source supplémentaire de diversification du rendement.

Mon plan est-il trop petit pour que je puisse accéder à la gestion active des devises?

Non. Il existe de nombreuses façons d'accéder à la gestion active des devises. Les petits plans y ont généralement accès, grâce à une répartition du capital, à un fonds mixte, plutôt qu'à un compte distinct non financé.

La gestion active des devises est-elle pertinente pour les régimes à CD?

Oui. La gestion active des devises peut être incluse dans les fonds axés sur une date cible, soit sous forme de superposition à la répartition de l'actif de base, soit sous forme de source distincte de rendement absolu au sein d'une gamme plus vaste de produits de placement.

En règle générale, nous ne donnons pas avis favorable pour que les régimes à CD offrent la gestion active des devises comme solution autonome dans la gamme de choix des participants, sauf si ces derniers détiennent un niveau élevé de connaissances du secteur financier.

Si un régime choisit un mandat de gestion active des devises, quel niveau de risque devrait être réparti?

Comme pour toute répartition du risque dans une stratégie de placement actif, les promoteurs du régime doivent d'abord déterminer le rendement ajusté au risque indépendant qu'ils s'attendent à obtenir du mandat. Ils doivent aussi indiquer comment les rendements générés par ce mandat devraient être comparés et corrélés avec ceux d'autres composantes actives et stratégiques du régime.

Les promoteurs du régime doivent aussi s'assurer que les paramètres de risque et de rendement sélectionnés pour le mandat de gestion active des devises lui permettront d'apporter une contribution importante et proportionnelle sur le plan économique à l'ensemble des objectifs et de la mission du régime.

GAC a des clients titulaires d'une position en gestion active des devises avec une myriade d'indices de référence, d'objectifs de risque et de rendement et de restrictions de placement. Il n'existe pas de solution universelle. Certains clients utilisent la gestion active des devises comme prolongement de leur programme de couverture passive. Ces investisseurs avec un mandat de couverture dynamique et soumis à des contraintes obtiennent généralement un rendement modéré positif de la gestion active du change en tant que sous-produit. Les cibles de risque annualisées actives distinctes pour ce type de mandat de superposition avec contraintes se situent généralement dans une fourchette de 0,5 % à 2,0 %, et la valeur ajoutée annuelle prévue se situera entre 20 pb et 100 pb.⁹

Un deuxième groupe de clients considère la gestion active des devises comme une catégorie d'actifs alternatifs liquides. Le risque est attribué à un mandat autonome de rendement absolu dont les placements ne sont pas liés aux actifs sous-jacents du portefeuille. Les cibles de risque annualisées pour ce type de mandat se situent généralement dans une fourchette de 2 % à 6 %, ce qui implique un rendement annuel attendu de 1 % à 3 % pour la gestion active des devises. Pour les investisseurs canadiens, ce type de mandat de devises ne consomme pas le capital de risque disponible du portefeuille; il s'agit d'une stratégie non financée mise en œuvre au moyen de contrats de taux de change à terme de gré à gré. Cela signifie que les rendements générés par le mandat s'ajouteront aux rendements prévus du portefeuille et ne remplaceront pas les rendements d'une autre composante du portefeuille.

Un troisième groupe de clients investit dans des instruments en gestion commune financés qui visent un rendement absolu plus élevé à partir d'une gestion active de devises, par exemple environ 6 % par année, et attribue une répartition proportionnellement plus risquée (annualisée de 12 %).

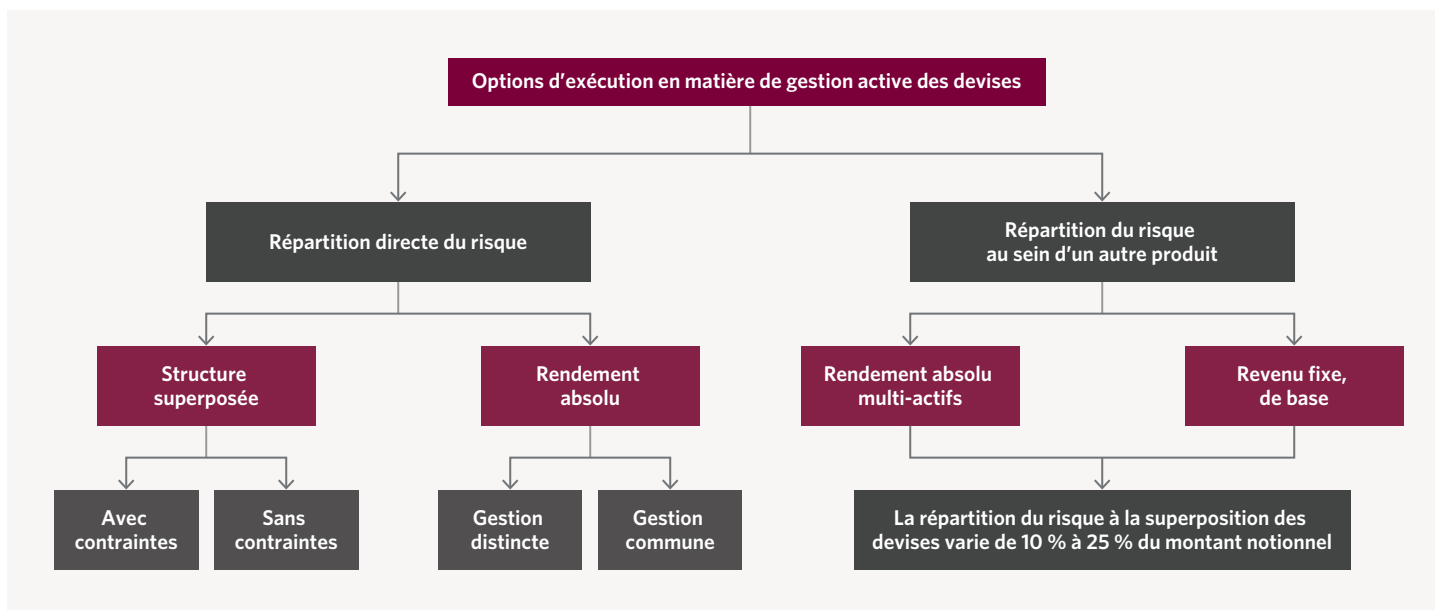
Quelles sont les différentes options d'exécution de la gestion active des devises?

Un mandat de gestion active des devises peut être mis en œuvre pour répondre à des objectifs de rendement et de risque différents, à des contraintes de placement, à un style de placement privilégié (par rapport ou sans égard aux indices de référence sous-jacents) ainsi qu'à des différences dans les ressources du plan de placement et les actifs sous gestion

(figure 10). À GAC, nous utilisons le même processus de placement dans tous les mandats, avec des positions de taille appropriée afin d'être conformes aux restrictions et aux objectifs de chaque client.

Comme pour tous les mandats de placement, une mise en œuvre moins contraignante donne aux gestionnaires de portefeuille plus d'occasions de produire des rendements ajustés au risque. Dans les sous-sections suivantes, nous passons en revue les diverses options de mise en œuvre.

Figure 10 – Il existe une gamme d'options d'exécution de mandats de gestion active des devises



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

Conclusion

La gestion active des devises est souvent mal comprise et négligée. Dans le présent article, nous avons déterminé que la gestion active des devises est une stratégie de placement alternative liquide intéressante offrant aux investisseurs qualifiés des rendements attendus positifs qui diversifient les placements dans les catégories d'actifs des marchés publics de base et les placements alternatifs illiquides. Les rendements de la gestion active des devises peuvent être obtenus au moyen d'une gamme d'options d'exécution appropriées pour les plans de placement de grande et de petite taille. De nombreux investisseurs répartissent leurs placements sur une base non financée, ce qui en fait une stratégie efficace sur le plan du capital dont les rendements générés s'ajoutent aux rendements prévus du portefeuille. GAC met depuis longtemps en œuvre avec succès des solutions de gestion active des devises efficaces et personnalisées pour les investisseurs qui ont divers objectifs de risque et de rendement, des actifs sous gestion dans leur portefeuille et des contraintes de placements.

Prenons contact

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

Michael Sager, Ph.D.
 Directeur général, Multiclasse d'actifs et devises
 Gestion d'actifs CIBC
 michael.sager@cibc.com

Références

- BIS (2022), Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange & OTC Derivatives Markets in 2022. https://www.bis.org/statistics/rpx22_fx.pdf
- Bridgewater (2009), "The All Weather Strategy" Récupéré sur http://sdcera.granicus.com/MetaViewer.php?view_id=4&clip_id=75&meta_id=9141
- Deutsche Bank (2018), A Guide to FX as an Asset Class.
- Melvin, M., J. Prins, & D. Shand (2013), "Forecasting Exchange Rates: An Investor Perspective," CESifo Working Paper Series No. 4238.

² La statistique T associée au RI de GAC depuis décembre 2002 s'établit à 2,50, ce qui est significatif au 95^e centile.

³ Aux États-Unis, une exception s'applique aux contrats à terme non livrables (CTNL). Ils sont pertinents pour un sous-ensemble de l'univers de placement de gestion active des devises de GAC et exigent, dans le cas des régimes les plus importants, que la marge initiale soit affichée.

⁴ Les plateformes de négociation algorithmiques fondées sur les cours intrajournaliers et quotidiens ont démontré leur capacité à prévoir les taux de change sur ces horizons. GAC ne participe pas à ces activités.

⁵ BIS (2022). Cette estimation peut légèrement exagérer la liquidité des marchés, car elle tient compte des opérations intrabancaires qui ne représentent pas des liquidités réalisables pour l'ensemble du marché, ainsi que du double comptage associé aux opérations impliquant un courtier de premier ordre.

⁶ Le processus de placement de GAC intègre également des éléments d'analyse technique et de microstructure du marché, afin de déterminer les niveaux d'entrée et de sortie de position.

⁷ La spéculation, et non un tirage à « pile ou face », est en fait une qualité positive des marchés financiers. Les marchés où la spéculation est plus importante affichent généralement une liquidité plus élevée, des frais d'opération moins élevés et une découverte plus efficace des prix.

⁸ Nous supposons que toutes les stratégies actives offrent le même rendement attendu et le même risque.

⁹ GAC suppose un ratio d'information (RI) attendu pour sa stratégie de gestion active des devises sans contrainte de 0,5 et un RI inférieur pour les mandats avec contraintes. Cela est conforme à notre rendement historique à long terme.

Les opinions exprimées dans le présent document sont celles de Gestion d'actifs CIBC inc. et peuvent changer en tout temps. Gestion d'actifs CIBC inc. n'assume aucune obligation ni responsabilité quant à la mise à jour de ces opinions. Le présent document vise à donner des renseignements généraux et ne vise aucunement à donner des conseils financiers, de placement, fiscaux, juridiques ou comptables. Il ne constitue ni une offre ni une sollicitation d'achat ou de vente des titres mentionnés. La situation personnelle de chacun et l'actualité doivent être prises en compte dans une saine planification des placements. Toute personne voulant utiliser les renseignements contenus dans le présent document doit d'abord consulter son conseiller. Sauf indication contraire, toutes les opinions et estimations figurant dans le présent document datent du moment de sa publication et peuvent changer.

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'exploitation 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.

Lorsqu'elle en a l'autorisation, Gestion d'actifs CIBC peut utiliser des instruments dérivés pour la gestion de ses comptes. Les instruments dérivés comprennent : les contrats à terme standardisés, les contrats à terme de gré à gré, les swaps, les options, les bons de souscription couverts, les 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 ou à des fins de gestion des devises. L'utilisation des instruments dérivés peut introduire un effet de levier dans le portefeuille. Il y a effet de levier lorsque l'exposition théorique du portefeuille 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.

Les rendements 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 obtenus ultérieurement 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 œuvre 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.

« Bloomberg® » est une marque de service de Bloomberg Finance L.P. et de ses sociétés affiliées, y compris Bloomberg Index Services Limited (« BISL »), l'administrateur des indices (collectivement, « Bloomberg »), que Gestion d'actifs CIBC inc. est autorisée à utiliser, à certaines fins, en vertu d'une licence. Bloomberg n'est pas affiliée à Gestion d'actifs CIBC inc., et Bloomberg n'approuve, n'endosse, n'examine ni ne recommande les produits de Gestion d'actifs CIBC inc.

Les données de MSCI sont fournies « telles quelles » et leur utilisateur est pleinement responsable du risque lié à l'utilisation qu'il pourrait en faire. MSCI, ses sociétés affiliées ou toute autre personne ayant participé ou étant liée à la compilation, au calcul ou à la création des renseignements de MSCI (collectivement, les « parties MSCI ») se dégage de toute responsabilité (y compris et sans s'y limiter toutes les responsabilités liées à l'originalité, à l'exactitude, à l'exhaustivité, au caractère opportun, à l'absence de contrefaçon, à la qualité marchande et à l'adaptation à un usage particulier) à l'égard de ces renseignements. Sans restreindre la portée de ce qui précède, les parties MSCI ne seront en aucun cas tenues responsables des préjudices directs, indirects, spéciaux, accessoires, punitifs, ou consécutifs (y compris, sans s'y limiter, les pertes de profits) ou de tout autre dommage.

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

Le présent document et son contenu ne peuvent être reproduits sans le consentement écrit de Gestion d'actifs CIBC inc.