GESTION D'ACTIFS CIBC

SERVICES INSTITUTIONNELS

COUVERTURE DE RISQUE DE CHANGE STRATÉGIQUE

Par Michael Sager et Giuseppe Pietrantonio[1]

Septembre 2022

Sommaire

- Le risque de change inhérent aux placements est une composante importante des portefeuilles d'investisseurs institutionnels.
- La gestion de ce risque de change repose essentiellement sur le choix du ratio de couverture stratégique (ou passive).
- Il n'y a pas qu'un seul ratio de couverture stratégique qui soit optimal pour tous les investisseurs, et le choix sera influencé par un certain nombre de critères concurrents.
- Il est important de choisir un ratio de couverture stratégique de façon proactive, même si le choix le plus approprié est de demeurer non couvert.
- Une fois qu'un ratio de couverture stratégique a été choisi, il faut en examiner régulièrement la pertinence, au même titre que les attentes en matière de risque de change, de rendement et de corrélation.

Introduction

L'exposition aux actifs mondiaux permet de diversifier les portefeuilles de placement. Chaque placement dans un actif étranger est assorti d'une exposition passive aux devises. Ce risque de change n'est pas la principale raison qui sous-tend la décision en matière de répartition de l'actif. Il s'agit en fait du placement d'actifs sous-jacents. Une exposition aux devises étrangères à gestion passive n'offre généralement pas de rendement attendu.

Le choix du ratio de couverture pour gérer ce risque de change inhérent aux placements est une décision stratégique clé relative au portefeuille.

Il est important de faire ce choix de façon proactive, même si le plus approprié est de demeurer non couvert. Bon nombre d'investisseurs établissent une politique optimale de couverture du risque de change afin de l'intégrer aux lignes directrices de leur politique de placement.
D'autres 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.

[1] Michael Sager, Ph.D., is Executive Director, Multi-Asset & Currency Management. Giuseppe Pietrantonio, CFA, is Associate Client Portfolio Manager, Multi-Asset & Currency Management.

Le ratio de couverture du risque de change stratégique optimal dépend de chaque investisseur. Plusieurs critères concurrents permettent d'établir une politique de couverture appropriée :

- Réduction de la volatilité du portefeuille. Dans ce cas, la couverture optimale dépend de la volatilité et de la corrélation des actifs (voir ci-après).
- Appariement du risque de change lié à l'actif et au passif. Ce critère exige souvent une couverture passive complète du risque de change inhérent aux placements, en supposant que le passif est libellé en monnaie nationale.
- Réduction des coûts de couverture. Ce critère impliquerait une couverture nulle, en particulier pour le risque de change attribuable aux marchés émergents.
- Réduction du risque d'embarras en raison des fluctuations des taux de change. Ce critère supposerait une couverture complète du risque de change stratégique.

Compte tenu de la complexité de cette décision, les investisseurs choisissent souvent un ratio de couverture générique plutôt que spécifique : entièrement non couvert, couvert à 50 % ou couvert en totalité. Ils peuvent aussi choisir d'ajuster la couverture en fonction des catégories d'actif des marchés publics et privés axés sur les actions et de celles qui s'apparentent davantage aux titres à revenu fixe.

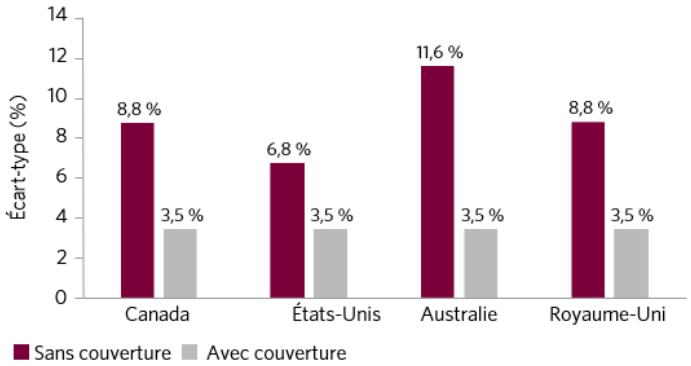
La discussion qui suit est particulièrement pertinente pour les investisseurs qui cherchent à choisir une politique de couverture de risque de change stratégique optimale afin de réduire la volatilité du portefeuille.

Volatilité des taux de change

Si elle n'est pas prise en charge, le risque de change géré passivement peut considérablement accroître le risque total du portefeuille.

Compte tenu de la stabilité relative des flux de liquidités des titres à revenu fixe, le risque annualisé historique d'un portefeuille de titres à revenu fixe non couverts et géré passivement selon l'indice mondial des obligations d'État FTSE est nettement plus élevé que dans les cas où l'exposition aux devises est couverte, et ce, pour de nombreux investisseurs qui font des placements en devises de base des marchés développés (graphique 1).

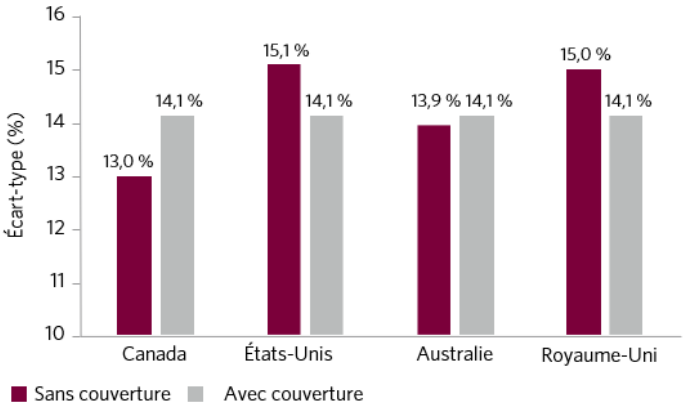
Graphique 1 – Apport des devises à la volatilité annualisée des titres à revenu fixe



Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Bloomberg. Période : de janvier 1985 à mai 2022. Les étiquettes de données font état d'une volatilité annualisée. Les titres à revenu fixe sont représentés par l'indice mondial des obligations d'État FTSE.volatility. Fixed income represented by the FTSE World Government Bond Index.

L'incidence d'une exposition aux devises gérée passivement sur le risque global d'un portefeuille d'actions est plus faible et dépend beaucoup plus de la corrélation entre le rendement des actifs en monnaie locale et celui des devises au comptant (graphique 2).

Graphique 2 – Apport des devises à la volatilité annualisée des actions



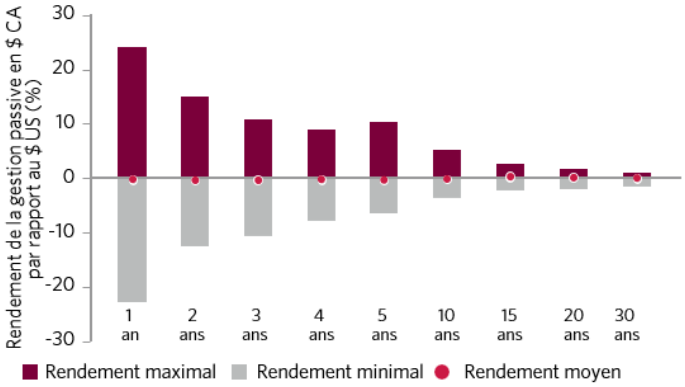
Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Bloomberg. Période : de janvier 1985 à mai 2022. Les étiquettes de données font état d'une volatilité annualisée. Actions représentées par l'indice MSCI Monde.

Rendement attendu des devises

Le rendement prévu à long terme associé au risque de change inhérent aux placements sur les marchés développés et à la couverture passive de ces risques est nul. Le risque de change lié aux marchés développés ne rapporte pas (graphique 3).

Cette absence de rendement positif prévu témoigne de la grande similitude des pays développés sur le plan économique. Il ne faut pas s'attendre à ce que deux actifs très semblables – dans ce cas-ci, deux devises des marchés développés – enregistrent des performances différentes l'une de l'autre de façon soutenue.

Graphique 3 – Rendement annualisé du taux de change au comptant entre le dollar canadien et le dollar américain, par période de détention



Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Bloomberg. Période : de janvier 1971 à juin 2022.

Corrélation

La corrélation est un important facteur à prendre en compte au moment de déterminer la couverture du risque de change optimale, à condition que le principal objectif consiste à réduire la volatilité du portefeuille.

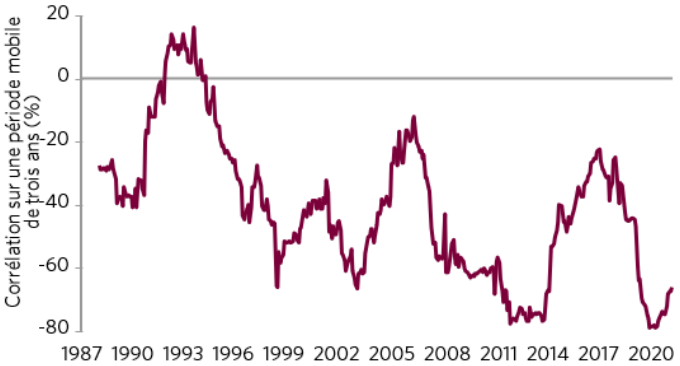
La corrélation entre les rendements des actifs en monnaie locale et ceux des devises au comptant est déterminée par les perspectives macroéconomiques en vigueur ainsi que la structure politique et juridique des pays inclus dans le portefeuille.

Les monnaies des pays qui dépendent fortement des exportations de produits de base, comme l'Australie et le Canada, devraient afficher une corrélation positive avec les rendements boursiers mondiaux. La demande et les prix des produits de base ainsi que les monnaies liées aux produits de base affichent généralement une tendance à la hausse en période de croissance économique, tout comme les marchés boursiers mondiaux.

Du point de vue des investisseurs qui possèdent des placements dans ces devises de base, le rendement lié aux risques de change inhérents à ces positions devrait, en moyenne, afficher une corrélation négative avec le rendement des actifs étrangers en monnaie locale (graphique 4).

En revanche, les monnaies des pays considérés par les investisseurs comme des refuges en période d'aversion pour le risque (par exemple, le dollar américain) devraient s'apprécier en même temps que les actions. C'est ce qui s'est produit lors du repli boursier de 2022. Du point de vue des investisseurs qui possèdent des placements dans ces devises de base, les rendements des actifs étrangers en monnaie locale et des devises au comptant devraient afficher une corrélation positive, toujours en moyenne.

Graphique 4 – Corrélations sur une période mobile de trois ans entre les rendements des actifs locaux et ceux des devises au comptant pour un portefeuille composé à 60 % d'actions et à 40 % d'obligations selon la perspective des dollars canadiens



Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Bloomberg. Période couverte dans l'échantillonnage : de janvier 1987 à avril 2022.

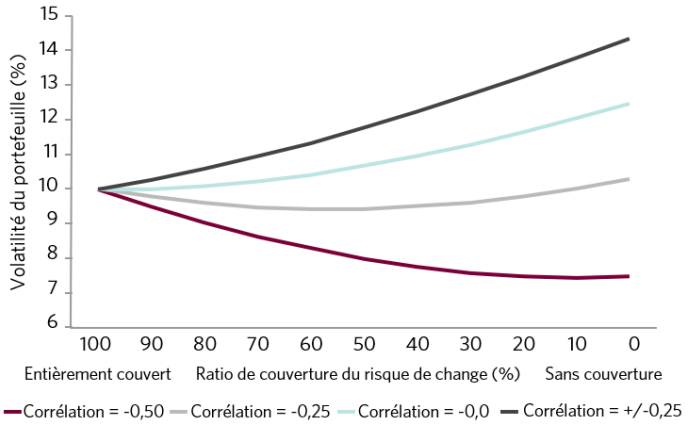
En résumé – Choisir un ratio de couverture stratégique optimal

Le ratio de couverture stratégique optimal dépend de la volatilité des devises et des actifs, ainsi que des corrélations.
Le graphique 5 illustre l'importance de la corrélation entre les rendements des actifs locaux et ceux des devises et de la volatilité d'un portefeuille qui comprend une répartition mondiale.

Nous supposons arbitrairement un risque de portefeuille annualisé initial de 10 % et une pondération fixe non précisée d'actifs étrangers. L'axe horizontal englobe les ratios de couverture de change dans la fourchette de 100 % (pour laquelle tous les risques de change passifs sont systématiquement couverts) à 0 % (pour laquelle les risques de change passifs ne sont pas couverts).

Chaque ligne du graphique 5 représente une corrélation différente entre les rendements des actifs en monnaie locale et ceux de la devise au comptant, variant de -0,5 à +0,25, et tient compte de l'incidence de la volatilité de différents indices de référence à une couverture passive. Comme l'indique la ligne rouge (la plus basse), avec une corrélation présumée de -0,5, un indice de référence passif non couvert est le meilleur choix à faire pour réduire la volatilité du portefeuille. Pour toutes les autres corrélations présumées, au moins une partie de la couverture passive du risque de change serait optimale.

Graphique 5 – Volatilité hypothétique du portefeuille selon différents ratios de couverture du risque de change passive et corrélations entre les rendements des actifs locaux et des devises au comptant



Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Bloomberg. Période : de janvier 1971 à juin 2022. À des fins d'illustration.

Le graphique 5 met également l'accent sur le manque de précision inhérent à l'analyse du ratio optimal de couverture du risque de change. Dans le cas d'une corrélation entre les rendements des actifs étrangers en monnaie locale et ceux de la devise au comptant de -0,25, le risque total du portefeuille est similaire pour tous les choix de ratio de couverture passive dans la fourchette de 20 % à 80 %. Même pour une corrélation prévue de -0,5, la volatilité du portefeuille est similaire pour les ratios de couverture compris entre 0 % et 30 %.

En plus de l'incertitude liée à l'ampleur et aux signes de corrélation prévue, ce manque de sensibilité incite souvent les promoteurs de régime à choisir des ratios de couverture passive arrondis, soit 0 %, 100 % ou 50 %. Ce dernier choix est communément appelé ratio de couverture de « regret minimal »; il présente un compromis qui réduit au minimum les pertes découlant du risque de change géré passivement lorsque la devise de base du régime est relativement forte, et le coût de renonciation associé à la couverture passive lorsque la devise de base est plutôt faible.

Cette imprécision explique également pourquoi les investisseurs choisissent généralement un ratio de couverture uniforme pour tous les risques de change gérés passivement au sein d'une catégorie d'actif, plutôt qu'un ratio personnalisé pour chaque risque de change, ou, disons, un ratio de couverture passive pour les devises perçues comme des valeurs refuges, et un autre pour tous les autres risques de change.

En principe, la personnalisation offre la possibilité d'obtenir des rendements supplémentaires ajustés au risque. En pratique, la variabilité temporelle des corrélations et l'insensibilité du risque du portefeuille dans une gamme de ratios de couverture potentiels réduisent au minimum la valeur de cette approche, compte tenu aussi de la complexité opérationnelle supplémentaire qu'elle implique.

Conclusion

Le risque de change inhérent aux placements est une composante importante des portefeuilles d'investisseurs institutionnels. La gestion de ce risque de change repose essentiellement sur le choix du ratio de couverture stratégique (ou passive).

Il n'y a pas qu'un seul ratio de couverture stratégique qui soit optimal pour tous les investisseurs, et le choix sera influencé par un certain nombre de critères concurrents. Une fois qu'un ratio de couverture stratégique a été choisi, il faut en examiner régulièrement la pertinence, au même titre que les attentes en matière de risque de change, de rendement et de corrélation.

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 exécutif, Multiclasse d'actifs
et gestion des devises, Gestion d'actifs CIBC
michael.sager@cibc.com

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'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.
« 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 dégagent 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, es 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. FTSE International Limited ne donne aucune garantie et ne fait aucune déclaration, expressément ou implicitement, concernant les résultats susceptibles d'être obtenus à la suite de l'utilisation de l'indice FTSE World Government Bond (« l'indice ») et/ou la valeur affichée par ledit indice à un moment ou un jour donné. L'indice est compilé et calculé par FTSEDCM et tous les droits sur les valeurs et les composantes de l'indice sont dévolus à FTDCM. Les concédants de licence ne peuvent en aucune manière être tenus responsables (que ce soit par négligence ou toute autre cause) à l'égard de quiconque des éventuelles erreurs touchant l'indice et les concédants de licence ne sont pas tenus d'aviser quiconque dans le cas où l'indice contiendrait de telles erreurs. « FTSE® » est une marque de commerce de FTSE International Limited et est utilisée sous licence par FTDCM.
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.

592E | 09/2022