



Comment les investisseurs peuvent-ils bénéficier de la gestion des devises?

Auteurs :



Vincent So, MBA, CFA
Vice-président adjoint,
directeur des placements



Allan Seychuk, CFA
Vice-président,
directeur principal
des placements

Bon nombre d'investisseurs négligent ou ignorent l'exposition aux devises dans la gestion de leur portefeuille. Cela s'explique, entre autres, par le manque de familiarité avec la catégorie d'actifs, l'incapacité d'effectuer des opérations en devises, car la négociation en devises n'est pas facilement accessible aux investisseurs ordinaires, une croyance que les gains et les pertes découlant des fluctuations de devises finiront par s'annuler mutuellement, ou l'absence de gestion de devises explicite en tant que caractéristique clé de la plupart des produits de placement de détail. L'équipe des stratégies multi-actifs de Mackenzie estime que la gestion des devises constitue un outil de placement important dont il est possible de tirer parti pour réduire le risque de portefeuille et potentiellement améliorer les rendements. Dans ce document, il sera question des raisons pour lesquelles les investisseurs devraient s'attarder à la gestion des devises ainsi que de la démarche de l'équipe des stratégies multi-actifs pour incorporer la gestion des devises à son processus d'investissement.

Pourquoi la gestion des devises devrait-elle compter?

Première raison : Les expositions importantes. Beaucoup d'investisseurs canadiens détiennent des portefeuilles de nature de plus en plus mondiale. Pour chaque dollar d'exposition non canadienne, les investisseurs effectuent aussi des placements dans des monnaies étrangères. De plus, cette exposition aux devises peut être nettement plus importante que n'importe quel titre étranger dans leur portefeuille. Prenez par exemple un investisseur qui détient un portefeuille d'actions diversifié mondialement qui pourrait être représenté par l'indice MSCI Monde. Comme le montre le tableau 1 ci-dessous, le titre individuel de l'indice dont la pondération est la plus importante est Apple Inc. (2,3 %). Par contre, la devise la plus présente est le dollar américain à 62,7 %. Cette seule exposition au dollar américain est 22 fois la concentration de l'action étrangère la plus importante! De toute évidence, la direction du taux de change Canada-États-Unis aura des répercussions importantes sur les rendements libellés en dollars canadiens de l'indice MSCI Monde, et qui peuvent être souvent nettement plus considérables que le rendement de l'action d'Apple dans le portefeuille.

Tableau 1 : Principales actions et devises autres que le dollar canadien dans l'indice MSCI Monde

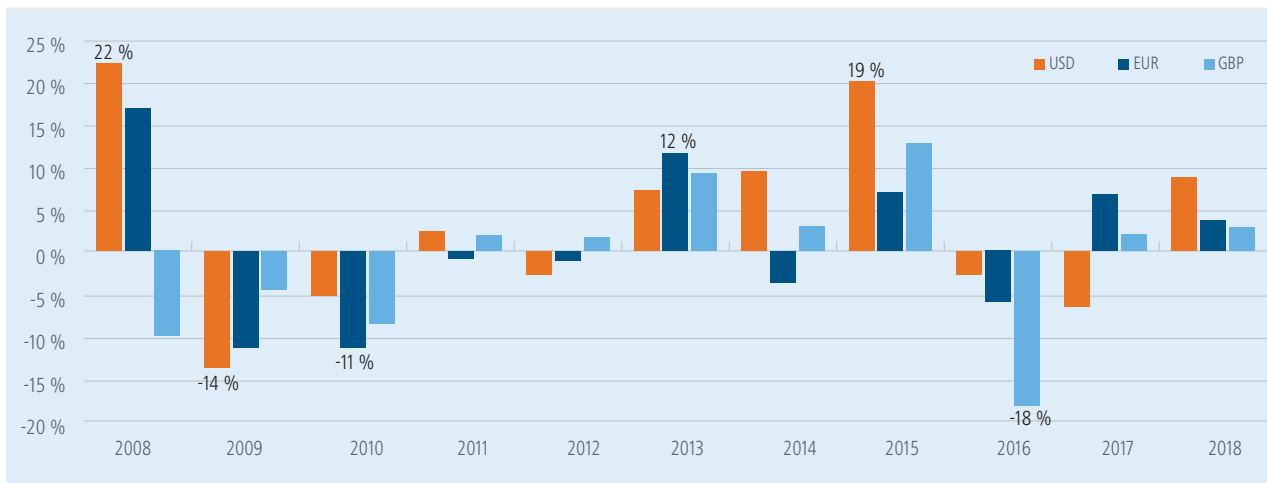
ACTIONS		DEVICES	
Nom	Pondération (%)	Nom	Pondération (%)
Apple Inc.	2,3	Dollar américain	62,7
Microsoft Corp	2,1	Euro	10,6
Amazon.com Inc.	1,8	Yen japonais	8,4
Johnson & Johnson	1,0	Livre sterling	5,9
JPMorgan Chase & Co	1,0	Franc suisse	3,0

Remarquez que même la pondération de la cinquième devise la plus importante dépasse celle de l'action la plus fortement pondérée.

Source : Bloomberg au 30 novembre 2018

Deuxième raison : La volatilité. Les cours des devises par rapport au dollar canadien subissent de fortes fluctuations. La Graphique 1 montre la variation annuelle en pourcentage du prix au comptant des trois devises les plus importantes du point de vue de l'investisseur canadien contre le dollar canadien au cours des 10 dernières années civiles. Pendant certaines années, ces devises ont augmenté ou diminué de plus de 10 %. Une volatilité de cette ampleur n'est pas inhabituelle et peut être observée à maintes reprises au cours d'horizons temporels plus longs, comme le montre le Tableau 2.

Graphique 1 : Variation annuelle en % contre le dollar canadien



Source : Bloomberg

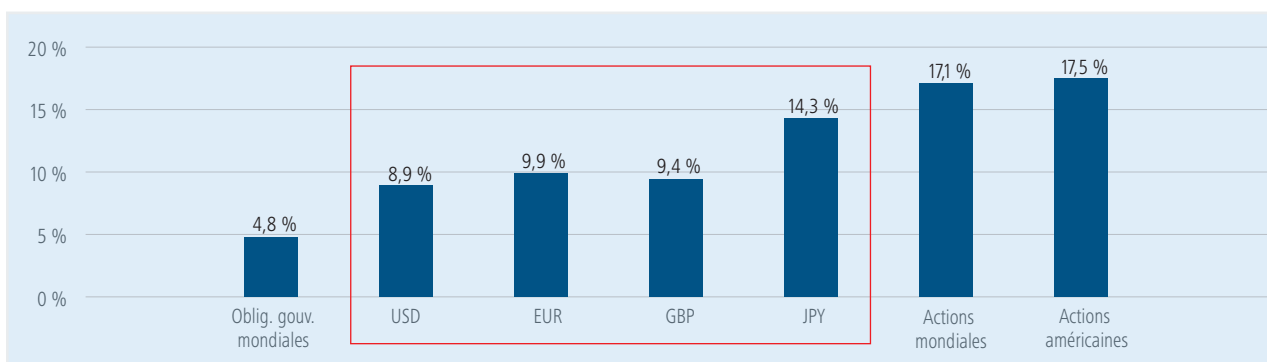
Tableau 2 : Variation de plus de 10 % du prix au comptant

	USD	EUR	GBP
Période depuis	1971	1989	1971
Fréquence	5	12	22
Fréquence (%)	11 %	40 %	47 %

Source : Bloomberg, données annuelles se terminant le 31 décembre 2018

Pour plus de contexte, les fluctuations des devises peuvent nettement accroître ou réduire les rendements des actifs étrangers. Par exemple, en 2007, le S&P 500 a produit un rendement de 5,5 %, mais une dépréciation de 14,4 % du dollar américain contre le dollar canadien a entraîné une perte de 10,5 % pour l'investisseur canadien. Par contre, en 2015, le S&P 500 a produit un léger rendement de 1,4 %, mais une appréciation de 19 % du dollar américain a fait passer le rendement à 21,6 %. Une comparaison de la volatilité annuelle des devises du G5 contre le dollar canadien montre qu'elles se sont placées historiquement quelque part entre la volatilité des obligations et des actions au cours des 29 dernières années (Graphique 2). Heureusement, la gestion active des expositions aux devises peut aider à réduire cette source de volatilité dans les portefeuilles.

Graphique 2 : Écart-type des rendements annuels de 1989 à 2018



Source : Bloomberg, Morningstar

Note 1) Indices représentatifs en devises locales : obligations mondiales – indice d'obligations gouvernementales FTSE Monde; actions mondiales – indice MSCI Monde; actions américaines – S&P 500

Troisième raison : La gestion du risque. La gestion de l'exposition aux devises est utile et souvent essentielle à la gestion du risque et ne devrait pas être considérée comme un sous-produit non gérable de l'investissement en actifs étrangers. Prenons, par exemple, un investisseur prudent qui détient des obligations gouvernementales canadiennes (aucun risque de change), mais aimerait être diversifié mondialement. Supposons que cet investisseur a seulement deux choix d'investissement : un produit d'obligations mondiales qui couvre entièrement (c.-à-d. élimine) toute l'exposition aux devises et un qui ne gère pas du tout les devises (c.-à-d. non couvert). Quelle serait l'option de placement la plus appropriée pour le client? Le Tableau 3 illustre que du point de vue du risque, la différence entre les options peut être assez importante.

Tableau 3 : Écart-type des rendements annuels de 1989 à 2017

OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES MONDIALES COUVERTES ¹	OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES MONDIALES NON COUVERTES ²
4,8 %	11,1 %

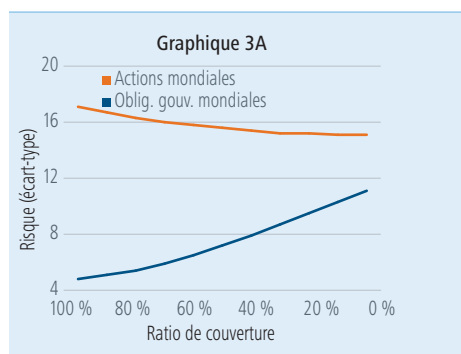
Les obligations gouvernementales mondiales non couvertes sont plus de deux fois plus risquées.

Source : Bloomberg, Morningstar

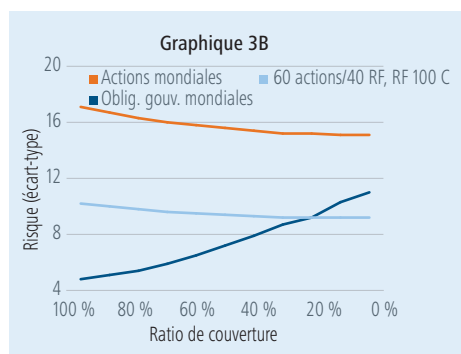
Note : L'indice représentatif est l'indice d'obligations gouvernementales mondiales FTSE 1) en monnaies locales, 2) en dollars canadiens.

Étant donné la nature prudente de l'investisseur et de l'investissement, le portefeuille d'obligations couvert contre le risque de change constitue l'option de placement la plus adaptée, car le portefeuille non couvert serait nettement plus risqué.

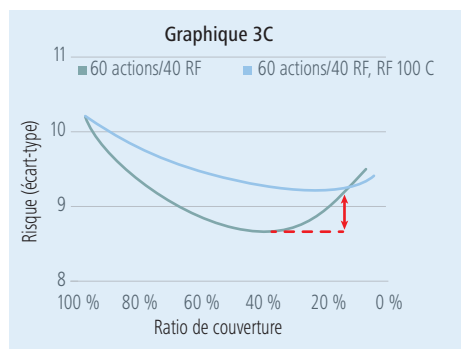
L'exemple des obligations est très simple. Que se passe-t-il si nous diversifions le portefeuille pour inclure les actions? Quelle serait la façon la plus efficace de gérer les devises au moment de combiner les actions et les obligations?



Fondé sur les rendements historiques, le graphique 3A montre que réduire le ratio de couverture pour les obligations gouvernementales mondiales, c.-à-d. augmenter l'exposition en devises (ligne bleue), a entraîné une augmentation du risque. Toutefois, pour les actions, nous observons l'effet opposé (ligne orange) : une baisse du risque avec l'augmentation de l'exposition en devises. Cela signifie que l'exposition aux devises a aidé à atténuer une partie de la volatilité associée aux marchés d'actions étrangères pour les investisseurs canadiens.



Supposons qu'un investisseur aimerait détenir un portefeuille équilibré composé à 60 % d'actions et à 40 % de revenu fixe. Selon le graphique 3A, un investisseur peut raisonnablement penser que la meilleure façon de minimiser le risque serait de détenir 100 % de la partie du revenu fixe couverte et 100 % des actions non couvertes. C'est ce que montre la ligne violette du graphique 3B. Garder la partie du revenu fixe couverte et ajuster le ratio de couverture pour seulement la composante d'actions, permet de créer un des portefeuilles à plus faible risque. Toutefois, s'agit-il de la meilleure façon de minimiser le risque? Peut-on réduire le risque davantage?



Il se trouve que c'est possible. Dans le graphique 3C, nous avons ajusté le ratio de couverture de façon simultanée pour les deux catégories d'actifs (ligne verte). Comme le montre le graphique, la gestion de l'exposition en devises pour l'ensemble du portefeuille entraîne de multiples combinaisons avec un risque encore plus faible que l'option la plus faible du graphique 3B. La leçon ici est qu'une stratégie de devises gérée peut constituer une bonne façon de réduire la volatilité du portefeuille totale pour les investisseurs qui cherchent à bénéficier de répartitions d'actifs à l'extérieur du Canada.

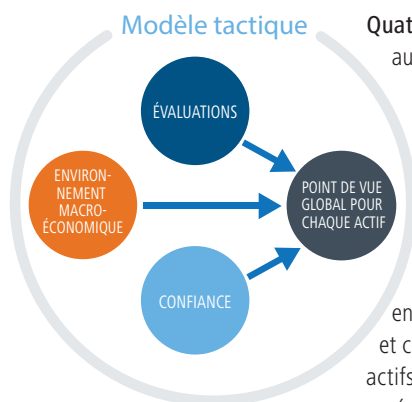
Source : Bloomberg, Morningstar, de janvier 1989 à décembre 2017

Note : Indices représentatifs : obligations mondiales – indice d'obligations gouvernementales mondiales FTSE; actions mondiales – indice MSCI Monde

Les graphiques 3 A à C offrent des illustrations très simples de la façon dont la gestion des devises peut aider à gérer le risque d'un portefeuille diversifié et comment *une approche de gestion des devises pour l'ensemble du portefeuille peut fournir de meilleurs résultats* que les méthodes d'élaboration de portefeuille plus simples. Pour améliorer davantage les résultats, il est possible de faire plus au niveau du portefeuille, entre autres en gérant les expositions aux devises indépendamment plutôt qu'également (par exemple, couverture du USD à 10 % et de l'EUR à 25 % par rapport à une couverture des deux à 15 %), ou en allant au-delà de la simple couverture des devises contre le dollar canadien.

L'élément essentiel sur lequel repose l'ensemble de l'approche de l'équipe est d'utiliser le risque de façon délibérée; ou, autrement dit, d'éviter le gaspillage du risque. Le risque devrait être considéré comme une ressource rare dans un portefeuille – les investisseurs n'en veulent pas trop, et les risques qu'ils décident d'assumer devraient être productifs. Contrairement aux actions, aux obligations et aux autres actifs qui paient une prime de risque en tant qu'indemnité pour les détenir avec le temps (sous forme de revenu, de dividendes ou d'appréciation du capital), la prime de risque à *long terme* associée à la détention d'une devise n'est pas évidente. Lorsque vous adoptez une position longue pour une devise, vous adoptez une position courte pour une autre devise – alors pourquoi devriez-vous vous attendre à ce qu'une devise s'apprécie de façon permanente par rapport à une autre? Si tel est le cas – que les devises n'apportent aucune prime de rendement à *long terme* – alors pourquoi allouer un risque à long terme au portefeuille? Pourquoi gaspiller le risque sur quelque chose qui ne comporte aucune attente de rendement à long terme?

Le principal avantage qui découle de la réduction du risque par le biais de la gestion des devises est la possibilité de conserver les économies de risque, sous forme d'un portefeuille à plus faible risque pour le même rendement prévu, ou de « dépenser » une partie de ces économies en accordant plus d'importance à d'autres activités de placement qui devraient générer des rendements additionnels.



Quatrième raison : L'amélioration des rendements. Même si les devises ne génèrent aucune prime de rendement à long terme, à court et à moyen terme, le marché des devises est inefficace, peut-être même plus que d'autres marchés, en raison de la participation de joueurs qui ne sont pas motivés par les bénéfices, comme les banques centrales, des sociétés et des consommateurs. Pour cette raison, l'équipe des stratégies multi-actifs de Mackenzie croit *qu'il est possible de tirer avantage de perturbations à court terme des prix des devises pour ajouter de la valeur (alpha)*. Pour déterminer si elle doit être surpondérée, sous-pondérée et neutre par rapport à une devise, l'équipe se sert d'une approche diversifiée pour évaluer l'attrait de chaque actif, en incorporant plusieurs modèles de l'une des trois catégories : évaluation, macroéconomie et confiance. Les modèles d'évaluation tentent d'évaluer un actif avec l'intuition que les actifs sous-évalués ont tendance à surperformer par rapport aux actifs surévalués. Les modèles macroéconomiques évaluent l'étape du cycle économique, les politiques macroéconomiques, et les différences de taux d'intérêt pour aider à prédire les fluctuations des devises. Les modèles de confiance visent à saisir les comportements des investisseurs et à détecter les signes avant-coureurs de changement de régime. Une approche diversifiée permet à l'équipe des stratégies multi-actifs de tirer avantage d'une gamme élargie de modèles et de scénarios.

En conclusion, nous croyons que la gestion active des expositions aux devises constitue un élément clé dans l'offre d'une performance robuste à long terme. Les régimes de pension et les institutions les plus averties partout dans le monde incorporent la gestion active des devises à leur processus d'investissement et l'équipe des stratégies multi-actifs de Mackenzie offre cette caractéristique à ses investisseurs.

Les placements dans les fonds communs peuvent donner lieu à des commissions, des commissions de suivi, des frais de gestion et d'autres frais. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les fonds communs ne sont pas garantis, leur valeur varie fréquemment et leur rendement antérieur peut ne pas se reproduire.

Le contenu de ce document (y compris les faits, les perspectives, les opinions, les recommandations, les descriptions de produits ou titres, ou les références à des produits ou titres) ne doit pas être pris ni être interprété comme un conseil en matière de placement, ni comme une offre de vendre ou une sollicitation d'offre d'achat, ou une promotion, recommandation ou commandite de toute entité ou de tout titre cité. Bien que nous nous efforcions d'assurer son exactitude et son intégralité, nous ne sommes aucunement responsables de son utilisation.