

# De bons conseils

Printemps 2019

## Gérer le risque de change pour les investisseurs canadiens

Depuis l'élimination de la règle sur la teneur en biens étrangers des REER et des FERR en 2005, la part des actifs investis à l'extérieur du pays dans les régimes de retraite canadiens a enregistré une hausse. Selon l'Association canadienne des gestionnaires de caisses de retraite, la proportion de l'actif étranger, en pourcentage de l'actif total, est passée d'un peu moins de 30 % en 2005 à plus de 53 % en 2017. En corrélation avec cette hausse, le risque de change a lui aussi augmenté, et les investisseurs institutionnels ont dû trouver des solutions pour le gérer.

Le risque de change peut être défini comme l'effet des variations des taux de change sur la valeur des actifs libellés dans la devise de base qu'utilise un investisseur. Si ce dernier détient un actif étranger dont la valeur augmente, la possibilité que la devise de dénomination de cet actif se déprécie l'expose à une diminution potentielle des gains découlant de l'actif sous-jacent.

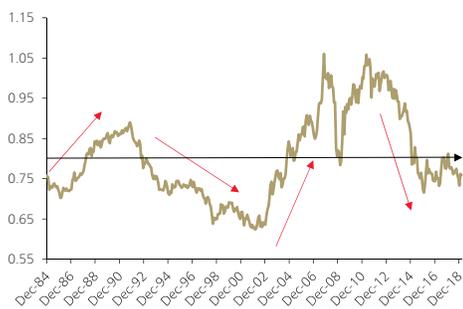
Avant d'examiner plus avant les risques associés aux placements en devise étrangère, penchons-nous d'abord sur le rendement des opérations de change. Il est admis qu'à long terme, la monnaie d'un pays développé ne devrait généralement pas être en report par rapport à celle d'un autre pays développé, car celles-ci gravitent autour de la moyenne. Comme l'illustrent les graphiques ci-après, les taux de change entre le dollar canadien et le dollar américain ou la livre sterling, bien que volatils depuis les trente dernières années, sont demeurés en règle générale autour de la moyenne. Il est en revanche prévu que les devises de marchés émergents s'apprécient à long terme davantage que les devises de marchés développés, en raison de leurs taux de croissance élevés, de leurs contextes démographiques favorables et de l'arrivée à maturité de leurs marchés des capitaux.



**Adam Bomers**  
Gestionnaire de portefeuille et premier directeur  
Scotia Gestion mondiale d'actifs

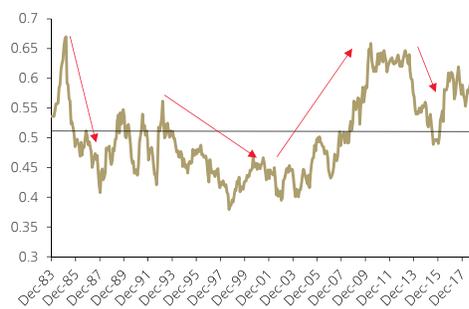
### Annexe A

Taux de change historique CAD / USD



Source: Bloomberg (données de janvier 1984 à février 2019).

Taux de change historique CAD / GBP



Source: Bloomberg (données de janvier 1984 à février 2019).

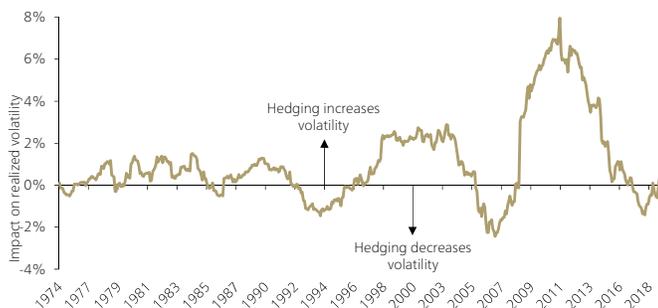
Même si l'on s'attend à ce qu'au fil du temps, les devises de marchés émergents finissent elles aussi par graviter autour de la moyenne, certaines fluctuations importantes à court terme pourraient se traduire par des retours sur investissement inattendus. Le risque de change

résultant majoritairement de placements en titres à l'extérieur du Canada, nous concentrerons notre analyse sur la relation entre actions et devises étrangères. En 2003, le rendement annuel des titres composant l'indice S&P 500, exprimé en dollars américains, représentait 26 % mais, parallèlement, la valeur du dollar canadien a augmenté de 21 %. Les investisseurs canadiens ont alors obtenu, s'ils n'étaient pas couverts pour le risque de change, un rendement de 4 %. Autre exemple de retour surprise : en 2015, l'indice S&P 500 n'a pratiquement pas varié (-0,7 %) ; pourtant, grâce à la dévaluation du huard cette année-là, les investisseurs canadiens ont profité d'un taux de rendement de 18 %.

Ces exemples sont instructifs, mais néanmoins anecdotiques. Nous allons donc nous appuyer sur la méthode conventionnelle d'évaluation des risques en calculant la volatilité, soit l'écart-type des rendements. La volatilité réalisée des rendements mensuels de l'indice S&P 500 est de 15 % depuis 1971 ; mais lorsqu'on l'évalue en dollars canadiens, elle ne s'élève qu'à 13,9 %. Comme le montre le graphique ci-après, la volatilité réalisée sur une période de trois ans est généralement accrue lorsqu'on a recours à des stratégies de couverture du risque de change ; en d'autres termes, l'exposition au risque de change fait généralement baisser la volatilité, et non l'inverse. Cela s'explique par la corrélation négative entre le dollar américain et le dollar canadien, ainsi que par l'orientation des marchés boursiers mondiaux. Par conséquent, un investisseur canadien qui ne se protège pas contre le risque de change a tendance à afficher un rendement légèrement moindre en période de rebond des marchés boursiers, lorsque le huard se porte bien. Dans la situation inverse, lorsque les titres se bradent sur les marchés boursiers, il est en revanche protégé, car plus le dollar canadien chute, plus la valeur de ses actifs en devise étrangère augmente.

## Annexe B

Impact de la couverture sur la volatilité glissante des actions américaines sur 3 ans



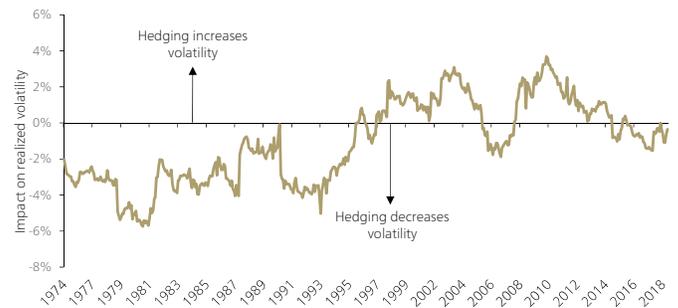
Sources: Bloomberg, Scotia Gestion modiale d'actifs (données de décembre 1971 à janvier 2019).

Jusqu'à présent, notre analyse a principalement porté sur l'incidence d'une exposition au dollar américain sur le rendement et le risque des portefeuilles, mais qu'en est-il des autres monnaies? Comme nous l'avons expliqué, on s'attend à ce que les devises de marchés émergents s'apprécient avec le temps ; par conséquent, une exposition stratégique à ces devises devrait favoriser la réalisation de gains futurs. En outre, le coût des opérations de couverture du risque de change associé à ces devises peut s'avérer élevé, en raison de l'important différentiel d'intérêt entre le Canada et les marchés émergents. En règle générale, une opération de couverture prend la forme d'un contrat de change à terme : pour se couvrir, l'investisseur doit vendre sa devise étrangère et acheter des dollars canadiens. La transaction se résume essentiellement à payer le taux du financement à un jour en devise étrangère et à bénéficier du taux canadien en retour. En menant ce type d'opération, les investisseurs s'exposent toutefois à d'autres obstacles, comme les mesures de contrôle des capitaux et l'augmentation de l'écart acheteur-vendeur.

En faisant une analyse historique sur les marchés développés autres que les États-Unis, on constate que les effets des opérations de couverture du risque de change sur la diminution de la volatilité sont plutôt contrastés. Comme l'illustre le graphique ci-après, les opérations de couverture du risque de change sur un panier de devises de l'EAEO se traduisaient bien par une réduction de la volatilité des cours avant le milieu des années 1990 mais, depuis, elles produisent généralement l'effet inverse.

## Annexe C

Impact de la couverture sur la volatilité glissante sur trois ans des actions EAEO



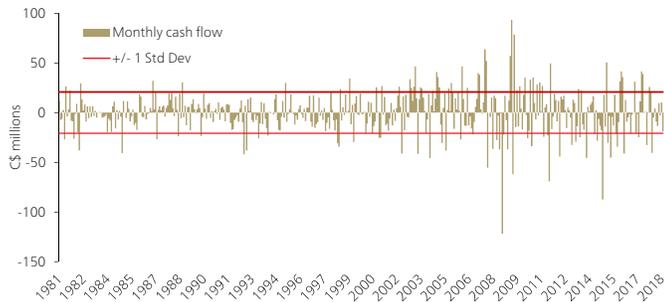
Sources: Bloomberg, Scotia Gestion modiale d'actifs (données de décembre 1971 à janvier 2019).

À la lumière de cette analyse, est-on en mesure de dire quelle est la politique de couverture la mieux adaptée aux investisseurs canadiens pour leurs placements à l'étranger? Si on se fie entièrement aux statistiques, il semble que les investisseurs canadiens profiteraient d'une plus grande stabilité en couvrant le risque de change uniquement pour les actifs détenus dans les devises de l'EAEO, et non en dollar américain. Notons toutefois qu'on ne peut certifier que les facteurs ayant contribué aux variations des taux de change par le passé entrèrent à nouveau en ligne de compte. Si on considère plutôt la situation de façon concrète, on constate que la majorité des investisseurs institutionnels fixent un ratio de couverture de 50 % pour les titres étrangers, optant ainsi pour une stratégie dite du « moindre regret », puisqu'on ne perd ou ne gagne jamais complètement au change.

Lorsqu'un investisseur opte pour la couverture du risque de change, cela présuppose qu'il doit évaluer à la valeur du marché les gains ou les pertes résultant des contrats de change à terme. Les flux de trésorerie peuvent représenter un important pourcentage des actifs sous-jacents, et il s'avère parfois difficile de générer les liquidités nécessaires aux opérations de couverture. Pendant la crise financière, par exemple, le dollar canadien a chuté de 12 % en un mois par rapport au dollar américain et, malgré le contexte de faibles liquidités, il a fallu réunir les fonds nécessaires pour compenser ces pertes. En outre, les coûts transactionnels pour trouver les liquidités exigées peuvent vite grimper. Il est possible de réduire la volatilité des flux de trésorerie associée aux opérations de couverture en échelonnant les dates de règlement pour éviter la concentration des mouvements de liquidités en fin de mois. Comme l'illustre le graphique ci-après, les flux de trésorerie gagnent largement en stabilité lorsque l'on passe d'un règlement mensuel à un cycle de règlement sur trois mois. Les données présentées se fondent sur le taux de change entre dollar américain et dollar canadien et un portefeuille fictif d'un milliard couvert à 100 % pour le risque de change.

## Annexe D

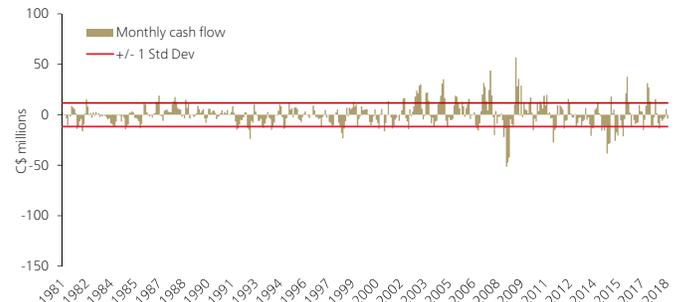
### Volatilité mensuelle des flux de trésorerie - règlement en 1 mois



Sources: Bloomberg, Scotia Gestion modiale d'actifs (décembre 1980 à octobre 2018).

Les investisseurs institutionnels doivent non seulement prendre une décision en ce qui concerne la couverture de l'exposition aux actions, mais aussi à certaines autres classes d'actifs, comme les placements à revenu fixe ou non traditionnels. Il est communément admis qu'une couverture complète du risque associé aux titres à revenu fixe des marchés développés est une bonne idée, puisque la volatilité des taux de change est généralement plus élevée que celle d'autres taux ou du crédit. En ce qui concerne la répartition des titres à revenu fixe libellés en devises de marchés émergents, comme pour les actions, le coût de la couverture est souvent excessif et viendrait annuler les gains supplémentaires générés par les titres de créance de ces pays. Les politiques de couverture du risque de change pour les placements non traditionnels exigent habituellement une couverture complète sur les marchés développés, puisqu'on y observe des fluctuations périodiques des flux de trésorerie dues aux placements en capital privé, en immobilier et en infrastructure, sur lesquels les investisseurs ont peu de contrôle. De surcroît, les associés commandités, qui perçoivent des honoraires de rendement, sont incités à maximiser les gains dans les devises du fonds dont ils assurent la gestion. Il serait donc judicieux pour les investisseurs de miser sur une couverture du risque de change pour s'assurer d'être au diapason.

### Volatilité mensuelle des flux de trésorerie - règlement à 3 mois



Sources: Bloomberg, Scotia Gestion modiale d'actifs (décembre 1980 à octobre 2018).

En bref, les investisseurs canadiens devraient prendre en considération les facteurs suivants lorsqu'ils souhaitent gérer leur exposition au risque de change de façon stratégique :

- < L'histoire montre que les investisseurs canadiens subissent une volatilité moindre en couvrant le risque de change uniquement pour les placements en actions détenus dans les devises de l'EAEO, et non en dollar américain.
- < La couverture du risque de change associé aux placements à revenu fixe devrait être de 100 %, puisque la volatilité des taux de change dépasse souvent la volatilité et le rendement attendu d'un portefeuille de titres à revenu fixe.
- < La couverture du risque de change associé aux devises de marchés émergents est coûteuse; il est par conséquent recommandé de ne pas recourir à des opérations de couverture pour toutes les classes d'actifs.
- < Pour toute opération de couverture du risque de change, les investisseurs devraient envisager d'échelonner les dates de règlement du notionnel en souffrance afin de réduire la volatilité des flux de trésorerie résultant des contrats de change à terme.

En conclusion, quelles que soient les décisions stratégiques des investisseurs en matière de couverture du risque de change, nous leur conseillons de ne pas modifier abruptement ou fréquemment leur orientation en la matière lorsque la volatilité du marché des changes s'envole. Il est dans la nature humaine de remettre en question les décisions prises à ce sujet quand elles ne donnent pas les résultats escomptés; néanmoins, il ne faut surtout pas négliger la tendance des marchés des changes des pays développés à graviter autour de la moyenne lorsqu'on analyse le succès à long terme d'une politique relative au risque de change.

1 Bloomberg.

2 Site web de l'Association canadienne des gestionnaires de caisses de retraite.

3 Scotia Gestion modiale d'actifs.