

Placements mondiaux et rendements en monnaie locale

Un coup d'œil sur la couverture de change à l'échelle des catégories d'actif

Adnann Syed

directeur général et chef, Gestion de portefeuille de produits dérivés, Gestion de Placements TD Inc.

Xin Chen

vice-présidente et directrice, Stratégie de répartition des actifs, Gestion de Placements TD Inc.



Pour obtenir un rendement sur les marchés mondiaux, il ne suffit pas de simplement sélectionner les bons actifs, il faut aussi gérer le risque de change sous-jacent aux actifs. Des portefeuilles d'actions aux projets d'infrastructures, une couverture de change efficace protège la valeur, améliore la prévisibilité et permet aux investisseurs de se concentrer sur ce qui compte le plus : la stratégie à long terme, et non les fluctuations à court terme.

Le facteur de retournement insidieux qui influe sur les rendements mondiaux

Les placements mondiaux ouvrent la voie à la croissance et à la diversification, et donnent accès à des secteurs inaccessibles sur le marché intérieur. Toutefois, ils s'accompagnent également du risque de change. Pour les personnes qui investissent dans des actions, des titres à revenu fixe et des actifs alternatifs, comme l'immobilier et les infrastructures, le risque de change est le facteur de retournement insidieux qui peut amplifier ou éroder les rendements.

Par exemple, un investisseur canadien qui détient des actions européennes pourrait voir les gains du portefeuille être annulés par la dépréciation de l'euro. Dans le cas des obligations étrangères à taux plus faible, où le taux et la volatilité sont généralement inférieurs, de petites fluctuations des devises peuvent anéantir les rendements obtenus. Dans le cas des infrastructures, les tendances défavorables sur le marché des changes peuvent miner des décennies de planification et de travail continu consacrés à ces actifs à long terme axés sur le revenu.

La solution? Le recours à une couverture de change. Il ne s'agit pas d'une approche uniformisée, mais d'une solution qui varie selon la catégorie d'actif et qui intègre la gestion des risques au sein d'un portefeuille de placement.

Actions : tirer parti de la croissance, contenir la volatilité

Lorsque vous investissez dans des actions internationales, vous gérez deux sources de rendement distinctes : le rendement de l'action et celui de la devise. Bien que la croissance des actions surpasse souvent les fluctuations des devises au fil des décennies, les fluctuations à court terme du taux de change peuvent avoir une incidence importante sur les rendements.

Pour aider à gérer les fluctuations de la valeur des devises, les investisseurs peuvent choisir différents niveaux de couverture en fonction de leur tolérance au risque et des perspectives du marché :

Couverture des actions étrangères Incidence des fluctuations des devises sur les rendements



À des fins d'illustration seulement.

- Aucune couverture (0 %) :**

Décision consciente et active de laisser le cours des devises fluctuer librement. Cette situation permet à l'investisseur de réaliser de potentiels gains si la valeur de la monnaie étrangère augmente, mais l'expose à des risques en cas de baisse.

- Couverture totale (100 %) :**

Recours à des contrats financiers, comme des contrats de change à terme de gré à gré ou des contrats à terme standardisés sur devises¹ pour « immobiliser » le rendement de l'action dans la devise nationale de l'investisseur. Cela élimine le risque de change, mais entraîne un coût de portage, qui est un coût à débiter ou un crédit établi en fonction du différentiel de taux d'intérêt entre la devise nationale et la monnaie étrangère. Malgré ce que son nom indique, le coût de portage peut être un coût net (que l'opérateur en couverture paie pour la couverture) ou un crédit net (que l'opérateur en couverture reçoit en paiement de la couverture).

- Couverture partielle :**

Recours à des contrats de change à terme de gré à gré ou à des contrats à terme standardisés sur devises pour couvrir en continu le risque de change selon un pourcentage fixe. De nombreux investisseurs choisissent un ratio de couverture de 50 %, souvent appelé le ratio de couverture causant le moins de regret, qui permet une certaine participation aux gains de change en cas de hausse de la devise et une certaine couverture en cas de baisse de la devise.

- Couverture dynamique :**

Approche rigoureuse dans le cadre de laquelle les couvertures sont rajustées en fonction d'un processus de placement qui tient compte de la volatilité et de la corrélation des actifs et des devises, ou d'autres facteurs comme le différentiel de taux d'intérêt, l'évaluation et les tendances à revenir à la moyenne des paires de devises.

Pour les investisseurs canadiens, la décision de mettre en œuvre une stratégie de couverture dépend souvent de la région en question et de la corrélation avec le dollar canadien (CAD). Les coûts de couverture fluctuent en fonction du différentiel de taux d'intérêt. Le fait de couvrir une devise à taux plus faible peut générer un portage positif, tandis que le fait de couvrir une devise à taux plus élevé peut éroder les rendements. Par exemple, dans des régions comme l'Europe et le Japon, les taux d'intérêt ont historiquement été inférieurs à ceux au Canada. Cette situation donne lieu à un coût de portage positif, ce qui signifie que les investisseurs peuvent obtenir une petite « prime » en ayant recours à une couverture.

Les recherches de Gestion de Placements TD Inc. (GPTD) montrent que le fait de couvrir totalement ou partiellement les actions de l'Europe, de l'Australasie et de l'Extrême-Orient (EAEO) a historiquement permis aux investisseurs canadiens d'obtenir, dans une certaine mesure, de meilleurs rendements par rapport au choix de ne pas les couvrir². En revanche, les marchés émergents affichent généralement des taux d'intérêt plus élevés, ce qui se traduit par des coûts de couverture de change plus élevés. Par conséquent, le fait de ne pas couvrir contre le risque de change l'exposition aux actions des marchés émergents est courant et a historiquement produit des rendements semblables, voire légèrement meilleurs, accompagnés d'une volatilité semblable.

Dans le cas des actions américaines, le fait de ne pas avoir recours à une couverture a historiquement permis aux investisseurs canadiens d'obtenir de meilleurs rendements en raison du comportement contracyclique du dollar américain (USD). À long

terme, les actions américaines et la paire USD-CAD ont affiché une corrélation négative. Cela signifie que lorsque les actions ont subi des baisses, la vigueur du dollar américain a pu compenser en partie ce résultat négatif. La corrélation négative entre les actions américaines et la paire USD-CAD découle du statut du dollar américain en tant que monnaie refuge de fait en période de faiblesse des marchés boursiers. Dans le cas de l'exposition non couverte aux actions américaines, cette corrélation a historiquement constitué une source naturelle de diversification. De plus, le coût de la couverture du dollar américain a parfois considérablement réduit le rendement. L'exposition non couverte aux actions américaines a donc par le passé produit de meilleurs résultats que dans le cas d'un portefeuille d'actions totalement couvertes².

À l'avenir, les actions politiques menées aux États-Unis visant à affaiblir le dollar pourraient limiter la capacité de prédire la vigueur du billet vert, qui était auparavant alimentée par la notion de l'exceptionnalisme américain. Il devient donc d'autant plus nécessaire pour les investisseurs canadiens d'envisager des stratégies de couverture de change dynamiques pour leurs placements en actions américaines.

Dans l'ensemble, le ratio de couverture de change optimal devrait dépendre de la stratégie et des objectifs du portefeuille d'actions. En fin de compte, le niveau de couverture devrait atténuer la volatilité du portefeuille au fil du temps et permettre d'éviter les rendements imprévus causés par les fluctuations des devises. Pour les investisseurs, le fait de savoir que le rendement prévu permettra d'atteindre leur objectif leur donne une certaine tranquillité d'esprit.



Titres à revenu fixe : là où la couverture devient plus importante

Les obligations offrent habituellement une « protection » dans un portefeuille; elles procurent un revenu régulier et une stabilité en période de turbulence des marchés. Toutefois, lorsqu'un investisseur investit dans des obligations internationales, la volatilité des devises peut être nettement supérieure à celle de l'obligation proprement dite. Par exemple, une obligation mondiale de grande qualité peut procurer un taux de 4 %, mais si la devise dans laquelle elle est libellée diminue de 5 %, le rendement global devient négatif. Dans le cas d'une catégorie d'actif qui vise à offrir de la sécurité, cet effet négatif découlant des fluctuations des devises est souvent intolérable.

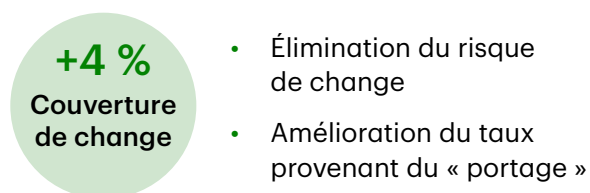
Couverture de change des titres à revenu fixe Pourquoi la couverture est importante dans le cas des obligations étrangères

Obligations étrangères non couvertes



Les fluctuations des devises peuvent souvent anéantir les rendements obligataires. La couverture permet de neutraliser ce risque.

Obligations étrangères avec couverture de change



La couverture transforme des obligations « volatiles » en actifs stables productifs de revenus.

À des fins d'illustration seulement.

Comme pour les actions, les approches en matière de couverture varient de stratégies totalement sans couverture à des stratégies de couverture partielle ou dynamique, en passant par des stratégies de couverture totale.

Dans le cas des obligations de grande qualité, il est de pratique courante pour les investisseurs d'adopter une stratégie de couverture totale, car les fluctuations des devises peuvent facilement anéantir le taux obligataire. Dans certains cas, la couverture de change peut même venir rehausser le taux effectif en raison du différentiel de taux d'intérêt. Lorsque les taux à court terme de la monnaie étrangère sont inférieurs à ceux de la devise nationale, les mécanismes de couverture peuvent donner lieu au versement d'une prime à l'investisseur. Dans ce scénario, les investisseurs profitent de la stabilité de l'obligation d'État étrangère ainsi que d'un « portage » positif provenant de la couverture.

Il y a toutefois des exceptions. Si les taux d'intérêt à court terme de la monnaie étrangère sont nettement plus élevés que ceux de la devise nationale, la

couverture donnera lieu à un taux peu intéressant après déduction du coût en lien avec l'obligation étrangère. Dans ce cas, certains gestionnaires peuvent décider de ne pas couvrir une position ou de la couvrir partiellement, selon les perspectives de change. Par exemple, si l'on s'attend à un maintien ou à une appréciation de la valeur du dollar américain, un investisseur canadien pourrait accepter le risque de change plutôt que de payer pour la couverture.

En ce qui concerne les placements en obligations des marchés émergents, la couverture de change peut varier considérablement d'une stratégie de placement à l'autre. Dans le cas des stratégies axées sur le rendement global, les gestionnaires peuvent ne pas couvrir les placements pour profiter à la fois du taux de l'obligation et réaliser de potentiels gains de change, surtout s'ils sont optimistes à l'égard des perspectives concernant la région. Il est aussi possible que certains gestionnaires choisissent de couvrir tactiquement contre le risque de change leur exposition lorsqu'ils prévoient un risque accru de dépréciation importante des devises ou une

augmentation de la volatilité. Si le gestionnaire n'a pas de fermes convictions quant à l'orientation de la devise, il est possible qu'il préfère opter pour une position en devises entièrement couverte, dans la mesure où le placement offre toujours un taux plus intéressant par rapport à l'ensemble des autres occasions après le recours à la couverture.

Dans l'ensemble, pour les titres à revenu fixe à faible volatilité axés sur le revenu, comme les obligations d'État ou de qualité investissement des marchés

développés, une couverture de change totale est généralement recommandée pour maintenir le rôle protecteur qu'offre cette catégorie d'actif. Dans le cas des titres à revenu fixe à rendement plus élevé et mettant l'accent sur le rendement, comme les titres de créance des marchés émergents, les approches sans couverture ou avec couverture active sont plus courantes.

Actifs alternatifs : la couverture de l'immobilier et des infrastructures est nuancée et stratégique

Lorsque l'on envisage des actifs alternatifs comme l'immobilier et les infrastructures, la décision d'avoir recours à la couverture de change devient souvent un choix stratégique à long terme plutôt qu'un choix tactique. Ces actifs ont habituellement une liquidité plus faible et un horizon de placement à très long terme, ce qui signifie que les fluctuations monétaires à court terme suscitent moins de préoccupations, car les investisseurs se concentrent sur le potentiel à long terme.

Les décisions d'avoir recours à la couverture dépendent habituellement de la philosophie de placement à l'échelle de la société, des objectifs stratégiques globaux, de l'exposition géographique et des coûts de couverture sur le plan financier et

opérationnel. En raison de la nature à long terme, des contraintes de liquidité et des caractéristiques de complexité opérationnelle des investissements immobiliers et en infrastructures, la couverture de change pourrait être plus personnalisée parmi les sociétés de placement que pour les actions et les obligations.

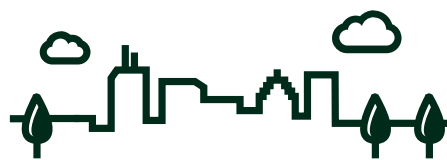
Souvent, les fonds immobiliers et d'infrastructures canadiens investis dans des régions développées comme les États-Unis, l'Europe et le Royaume-Uni ont tendance à ne pas couvrir leur exposition contre le risque de change. Cela découle de l'hypothèse de retour à la moyenne des devises, selon laquelle à long terme, ces régions ont tendance à être comparables d'un point de vue politique et économique au pays

Couverture de change des actifs alternatifs **Couverture de change stratégique de l'immobilier et des infrastructures**



Économies développées

- Flux de revenu à long terme indexés sur l'inflation
- Opérations prévisibles
- Couverture qui s'avère souvent coûteuse et qui offre des avantages limités



Marchés émergents

- Taux plus élevé, devise instable
- Priorité de stabilisation du revenu
- Fluctuations des devises bien supérieures à celles des taux

À des fins d'illustration seulement.

d'origine sur des horizons de dix ans. Par conséquent, les rendements en devises qui reviennent à la moyenne au fil du temps devraient correspondre à l'objectif de rendement global à long terme. De plus, la couverture pourrait ajouter des coûts opérationnels sans procurer un avantage important à long terme.

D'un autre côté, les fonds investis dans des régions moins stables sur le plan économique et où les fluctuations monétaires sont élevées pourraient plus vivement souhaiter protéger le revenu obtenu pour générer un flux de distribution plus stable, en particulier à court terme (p. ex. sur 12 à 24 mois). Des outils de placement comme les contrats de change à terme de gré à gré, les options sur devises et les swaps de devises¹ sont couramment utilisés pour ce type de couverture. La couverture naturelle est une autre stratégie de couverture souvent mise en œuvre dans le cas de l'immobilier et des infrastructures, les projets étant financés en monnaie locale pour appairer les

revenus locaux afin de réduire le risque de change résiduel et, par conséquent, le besoin de couverture.

Dans l'ensemble, la décision d'avoir recours à la couverture de change dans le cas des actifs alternatifs, comme les investissements immobiliers et en infrastructures, est un choix nuancé et stratégique, moins standard que dans le cas des catégories d'actif liquides en raison des caractéristiques uniques de ces placements. Cette décision stratégique dépend de la philosophie, des perspectives géopolitiques à long terme et des priorités opérationnelles de l'équipe de gestion d'actifs alternatifs. Idéalement, la stratégie devrait s'inscrire dans un cadre de couverture axé sur le long terme, en adoptant une position équilibrée à l'égard de la tendance liée aux taux de change par rapport à l'horizon de placement de l'actif et la stabilité du revenu à court terme requise, ainsi que des coûts opérationnels et financiers requis pour mettre en œuvre la stratégie de couverture.

Intégration multiactifs : conception d'une approche de couverture globale

Dans le cas des solutions multiactifs, la couverture tient compte des objectifs de rendement et de risque du portefeuille global, plutôt que de ceux de chaque élément d'actif. L'approche globale examine le portefeuille global dans son ensemble, en tenant compte de l'interaction entre diverses catégories d'actif et de leur exposition aux devises, ce qui permet aux gestionnaires de fonds multiactifs d'optimiser la couverture en évaluant les synergies et les risques globaux du portefeuille.

En règle générale, les gestionnaires multiactifs déterminent l'exposition stratégique et tactique aux devises du portefeuille global et utilisent la superposition des devises pour atteindre les cibles

de change souhaitables au moyen de contrats de change à terme de gré à gré ou de superposition d'options sur devises¹. L'analyse de scénarios est souvent utilisée pour évaluer si l'exposition aux devises est jugée adéquate compte tenu des perspectives des marchés des gestionnaires et si la neutralisation ou la réorientation de l'exposition étrangère est jugée nécessaire compte tenu du rendement et du risque du portefeuille global. Une telle approche globale en matière de couverture assure une gestion efficace des risques et le respect des objectifs de rendement et de risque globaux adaptés aux mandats de solutions multiactifs.

mondiaux

Transformation d'un risque en un avantage stratégique

En résumé, la couverture de change n'est pas toujours un rajustement tactique au niveau des marges, mais plutôt un outil dynamique et stratégique qui permet aux investisseurs de composer avec l'incertitude des marchés mondiaux. En évaluant activement l'exposition aux devises dans l'ensemble des catégories d'actif et en adaptant les stratégies de couverture aux caractéristiques uniques des actions, des titres à revenu fixe et des placements alternatifs, les investisseurs transforment le risque de change d'un facteur de retournement insidieux en une source de résilience et d'occasions.

À mesure que les conditions du marché évoluent et que les corrélations changent, l'intégration d'une gestion du risque de change souple et axée sur le contexte permet de s'assurer que les portefeuilles demeurent alignés sur l'objectif de placement et l'horizon de placement, ce qui aide les investisseurs à obtenir des rendements mondiaux tout en gérant le risque local en toute confiance. Grâce à une mise en œuvre réfléchie, la stratégie de couverture de change devient un levier essentiel, qui protège le taux, atténue la volatilité et favorise un revenu stable, transformant en fin de compte le risque de change en un avantage stratégique pour les placements mondiaux. ■

Suivez Gestion de Placements TD



¹ Une opération de change à terme, aussi appelé contrat de change à terme de gré à gré, est un contrat entre deux parties visant à échanger un montant précis d'une devise contre une autre à un taux de change fixe à une date ultérieure. Un swap de devises est un contrat financier dans le cadre duquel deux entités échangent un montant de capital équivalent libellé dans des devises différentes. Chaque entité verse ensuite des intérêts sur la devise qu'elle a reçue, les taux pouvant être fixes ou variables. ² Bloomberg Finance L.P. Données du 1^{er} janvier 2005 au 31 décembre 2025.

Les renseignements aux présentes n'ont été fournis par Gestion de Placements TD Inc. qu'à des fins d'information. Ils proviennent de sources jugées fiables. Ces renseignements n'ont pas pour but de fournir des conseils financiers, juridiques, fiscaux ou de placement. Les stratégies fiscales, de placement ou de négociation devraient être étudiées en fonction des objectifs et de la tolérance au risque de chacun.

Le présent document peut contenir des déclarations prospectives qui sont de nature prévisionnelle et qui peuvent comprendre des termes comme « prévoir », « s'attendre à », « compter », « croire », « estimer » ainsi que les formes négatives de ces termes. Les déclarations prospectives sont fondées sur des prévisions et des projections à propos de facteurs généraux futurs concernant l'économie, la politique et les marchés, comme les taux d'intérêt, les taux de change, les marchés boursiers et financiers, et le contexte économique général; on suppose que les lois et règlements applicables en matière de fiscalité ou autres ne feront l'objet d'aucune modification et qu'aucune catastrophe ne surviendra. Les prévisions et les projections à l'égard d'événements futurs sont, de par leur nature, assujetties à des risques et à des incertitudes que nul ne peut prévoir. Les prévisions et les projections pourraient s'avérer inexactes dans l'avenir. Les déclarations prospectives ne garantissent pas les résultats futurs. Les événements réels peuvent différer grandement de ceux qui sont exprimés ou sous-entendus dans les déclarations prospectives. De nombreux facteurs importants, y compris ceux énumérés plus haut, peuvent contribuer à ces écarts. Vous ne devriez pas vous fier aux déclarations prospectives. Gestion de Placements TD Inc. est une filiale en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion.

^{MD} Le logo TD et les autres marques de commerce TD sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion ou de ses filiales.