

Depuis les efforts d'assouplissement quantitatif des banques centrales des États-Unis, de l'Europe, du Royaume-Uni et du Japon, certains évoquent une guerre des devises visant à relancer les économies des pays le plus atteints par la crise financière de 2008-2009. Ces mesures ont toutefois accru la volatilité des taux de devises.

Après avoir passé près de deux ans autour de la parité avec le dollar américain, le dollar canadien a fléchi depuis la fin de l'année dernière pour perdre plus de 10 % par rapport à ce niveau. En même temps, le huard a perdu près de 16 % contre l'euro. Pour certains promoteurs de caisses de retraite, c'est donc l'occasion de réfléchir à nouveau à la gestion de devises.

Quelles sont vos croyances ?

Presque religieux, le débat sur la possibilité de prédire à court, moyen ou même long terme l'évolution de maintes devises par rapport au dollar canadien n'est toujours pas résolu. Reste que l'exposition aux devises étrangères pour les caisses de retraite ne fait que s'accroître.

Selon l'Association canadienne des gestionnaires de caisses de retraite, qui représente des actifs de caisses de retraite de plus d'un billion de dollars, la répartition d'actifs de ses membres a considérablement évolué entre 2002 et 2012. Nul doute, ces changements furent accélérés par l'abolition de la limite sur le contenu étranger des caisses de retraite en 2005. Sans surprise, comme le témoigne le graphique à la page suivante, les caisses de retraite ont surtout réduit leurs expositions aux actions et obligations canadiennes (-16 %) en faveur des actions mondiales et de pays émergents (+11,5 %), des obligations étrangères et des catégories d'actifs dites « alternatives ». Dans le cas de cette dernière, il s'agit surtout de l'immobilier et des infrastructures – partiellement libellés en dollars canadiens – mais aussi de fonds de couverture et d'actions privées, surtout libellés en dollars américains.

Plus d'exposition = plus de risque ?

LES ACTIONS - PAYS DÉVELOPPÉS

Plusieurs études ont déjà démontré que la diversification obtenue grâce aux marchés boursiers étrangers provient en partie de l'exposition à leurs devises, c'est-à-dire que la devise de ces pays est négativement

GESTION DES DEVICES :



Une question de risque

Par **Stéphane Amara**

corrélé à leurs marchés d'actions. Les États-Unis, représentés par l'indice S&P 500, en sont bon exemple. Le dollar américain a tendance à se renforcer quand l'économie et les marchés boursiers fléchissent. Un portefeuille de titres de l'indice S&P 500 avec une exposition de devise non-couverte représenterait donc moins de risque pour un investisseur canadien qu'un portefeuille où l'on aurait couvert le risque de taux de change.

LES ACTIONS - PAYS ÉMERGENTS

La conclusion est identique pour les pays développés dont la devise est monnaie de réserve, comme le dollar américain, l'euro ou le yen japonais. Pour les devises de pays dont l'économie est liée aux matières premières, tels le Canada, l'Australie et certains pays émergents, l'inverse semble être vrai. Serait-il donc sage de couvrir l'exposition aux devises de pays émergents ? Plusieurs de ces pays ont mis en place des mesures visant à contrôler leurs devises. Par conséquent, la couverture de devises dans ces marchés est parfois compliquée et potentiellement très coûteuse. De plus, si la thèse d'investissement dans ces pays

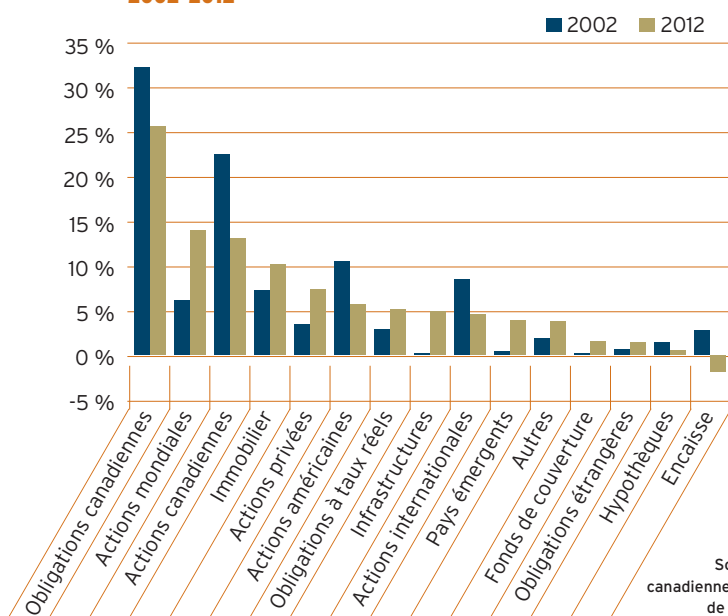
découlait du concept que leurs économies et taux de productivité vont croître, leurs monnaies auraient aussi tendance à s'apprécier comparativement au dollar canadien. Une couverture de taux de change, déjà coûteuse, pourrait donc venir d'autant plus neutraliser le gain visé par cette thèse. Néanmoins, les fluctuations des devises des pays en expansion ont déjà vécu des périodes de volatilité extrême, ce qui pourraient justifier l'utilisation d'une politique de couverture exceptionnelle.

LES OBLIGATIONS ÉTRANGÈRES

Selon le rapport annuel de 2013 de l'Office d'investissement du régime de pensions du Canada (OIRPC) « un seul des éléments de la caisse du RPC est couvert par rapport au dollar canadien, soit les obligations étrangères[...] et a pour effet de réduire considérablement la volatilité de la composante titres à revenu fixe du portefeuille. » Effectivement, le ratio de volatilité des devises par rapport à celui des marchés obligataires est supérieur à celui des marchés boursiers. Autrement dit, la composante de risque provenant de la devise est beaucoup élevée dans les marchés obligataires et se

Gestion des devises : une question de risque

ÉVOLUTION DE LA RÉPARTITION DES ACTIFS 2002-2012



Source : Association canadienne des gestionnaires de caisses de retraite

doit d'être mitigée, voire neutralisée et donc couverte.

LES PLACEMENTS ALTERNATIFS

Plusieurs caisses de retraites ont investi dans les placements alternatifs en raison de leurs qualités de diversification, mais aussi des revenus stables qu'ils procurent à long terme. Toutefois, à court terme, le rendement de ces placements peut être imputé de façon significative par les fluctuations de devises. D'ailleurs, la Caisse de dépôt et placement du Québec affirme dans son rapport annuel 2013 : « À l'exception de certains placements dans les pays émergents, la majorité des placements à l'étranger des portefeuilles spécialisés moins liquides, tels les portefeuilles Infrastructures, Immeubles

et Placements privés, sont protégés contre les fluctuations des devises. En revanche, l'ensemble des placements liquides sont exposés aux fluctuations de change. »

Politique de couverture de risque de change

Une fois la décision prise de couvrir, en totalité ou en partie, l'exposition à certaines devises étrangères, plusieurs autres questions se posent. Est-ce que la couverture de devise devrait être gérée par la caisse de retraite elle-même ou à l'externe ? De façon passive ou active ? Si c'est à l'externe, par les gestionnaires de catégories d'actifs sous-jacentes ou par un gestionnaire de devises spécialisé ?

La réponse à la première question va différer d'une caisse à l'autre, selon les

ressources et la gouvernance interne propre à celle-ci. Quant à la gestion active, celle-ci ne devrait être entreprise que si la source d'alpha potentielle est identifiée. Dans ce cas, le mandat serait plus propice au sein d'une répartition de budget de risque actif, tels vers un fonds de couverture. Finalement, si une gestion passive est préconisée, celle-ci peut être mise en place par les gestionnaires de catégories d'actifs sous-jacentes, si offertes, et ce de façon plus efficace – et à meilleur prix – que par un gestionnaire de devises spécialisé.

Et le passif lui ?

Les risques liés à l'exposition aux devises étrangères ne fait que s'accroître pour les caisses de retraites canadiennes. Les promoteurs de régimes à prestations déterminées doivent donc considérer quelles proportions de leurs actifs devraient faire l'objet d'une stratégie de couverture de risques et quelles sont les méthodes appropriées pour ce faire. Finalement, la plupart des analyses sur le sujet n'ont considéré que les rendements et corrélations avec les actifs de régimes. Très peu d'études se sont encore penchées sur l'effet des mouvements de taux d'intérêt et d'autres facteurs touchant le passif des caisses sur notre devise par rapport à celles de nos portefeuilles. Une telle analyse s'impose dans l'optique d'une gestion de risque intégrale, mais restera le sujet d'un article ultérieur! ▀



Stéphane Amara
est directeur principal,
relations avec les clients à
Allianz Global Investors.

Une alternative au RVER

Fondation offre une solution d'épargne-retraite en entreprise clé en main.

Pour en savoir plus : 1 800 253-6665 option 6
info.gf@fondaction.com

FONDATION
CSN POUR LA COOPÉRATION
ET L'EMPLOI

Ces titres sont placés au moyen d'un prospectus contenant de l'information détaillée importante à leur sujet. Avant d'investir, lisez le prospectus disponible sur le site de Fondation : www.fondaction.com