

Investissement international: risques de change des portefeuilles d'actions

Étant donné que les investisseurs diversifient de plus en plus leurs placements à l'international afin d'améliorer les rendements de leurs portefeuilles d'actions, il n'a jamais été aussi important pour eux de comprendre et de bien gérer leur exposition aux risques de change. Même si les gestionnaires d'actifs boursiers sont généralement capables de bien analyser leurs portefeuilles et d'identifier les risques liés à chaque action (penchants sectoriels, stylistiques ou factoriels), pour plusieurs d'entre eux, les risques de change demeurent un domaine assez obscur.

Dans ce rapport, vous verrez comment les contrats à terme sur indices boursiers constituent, pour tout investisseur, une excellente alternative au marché boursier liquide, étant donné qu'ils permettent de gérer avec flexibilité les risques de change inhérents aux investissements internationaux sur indices boursiers. On peut citer, en guise d'illustration, le cas spécifique d'un investisseur non américain disposant d'un capital suffisant qui décide de s'exposer au S&P 500 via le contrat à terme sur indices boursiers CME E-mini S&P 500 et via les Fonds négociés en bourse (ETF).

Financer un achat à l'étranger: acheter ou emprunter?

Contrairement aux investisseurs domestiques, ceux qui effectuent des placements sur les marchés boursiers étrangers prennent d'énormes risques, liés notamment aux fluctuations du taux de change entre la devise de l'actif et leur monnaie locale. L'ampleur de ce risque dépend de la situation de chaque investisseur: a-t-il acheté ou emprunté le montant de devise étrangère nécessaire pour acquérir l'actif concerné ?

Avec un produit boursier liquide, tel qu'un ETF, l'investisseur doit acheter une devise étrangère pour acquérir les actions qui l'intéressent. Il en résulte une exposition au taux de change égale en grandeur à la valeur notionnelle de la position. Pour les contrats à terme, la devise étrangère étant (implicitement) empruntée, l'ampleur de l'exposition aux risques de change se limite exclusivement au profit ou à la perte enregistrée sur la position. Le Tableau 1 résume les résultats de l'exemple hypothétique utilisé en guise d'illustration.

Tableau 1: un investisseur basé en Europe qui achète 100 millions d'euros d'exposition au S&P 500, au moyen des ETF et des Contrats à terme.

CASE 1: EQUITY RALLY				CASE 2: EURO STRENGTH				CASE 3: COMBINED			
S&P500		+10%		S&P500		-		S&P500		+10%	
EUR		-		EUR		+10%		EUR		+10%	
Future	P&L (€)	P&L %		P&L (€)	P&L %			P&L (€)	P&L %		
Equity	1,000,000	10.0%		-	0.0%			1,000,000	10.0%		
Euro	-	0.0%		-	0.0%			-100,000	-1.0%		
Total	1,000,000	10.0%		-	0.0%			900,000	9.0%		
ETF	P&L (€)	P&L %		P&L (€)	P&L %			P&L (€)	P&L %		
Equity	1,000,000	10.0%		-	0.0%			1,000,000	10.0%		
Euro	-	0.0%		-1,000,000	-10.0%			-1,100,000	-11.0%		
Total	1,000,000	10.0%		-1,000,000	-10.0%			-100,000	-1.0%		

ETF: acheter la devise étrangère

Avec un produit boursier liquide, tel qu'un ETF ou une action participative, le prix d'achat total du titre doit être versé au vendeur au moment de la transaction. L'investisseur qui dispose d'un compte de dépôt standard, et qui n'est pas considéré comme un courtier principal, doit d'abord acheter le montant de devise nécessaire, puis utiliser ces devises pour acheter l'action qui l'intéresse.

Considérons, par exemple, le cas d'un investisseur disposant d'un montant suffisant en EUR et souhaitant investir €10M dans l'indice S&P 500 en acquérant des parts d'un ETF libellé en USD.¹ Puisqu'il possède déjà la totalité des €10M, il va exécuter l'opération en deux étapes:

- 1. Acheter USD:** Vendre 10 millions d'euros et acheter \$10.80 millions de dollars à un taux de change EUR initial de \$1,080 USD / €1
- 2. Utiliser ces USD pour acquérir des parts d'un ETF:** Utiliser les \$10.80 millions de dollars pour acheter 46,000 parts d'un ETF, à raison de \$234.80 / action.

Ces transactions sont résumées dans le Tableau 2.

Tableau 2: décomposition des transactions à effectuer pour acquérir des parts d'un ETF

	Asset	Position	Local Price	FX rate to EUR	EUR Value
Starting Position	EUR	10,000,000	1.00	1.000	10,000,000
Step 1: Convert euros to USD	EUR	-10,000,000	1.00	1.000	-10,000,000
	USD	10,800,000	1.00	1.080	10,000,000
Step 2: Buy ETF with USD	USD	-10,800,000	1.00	1.080	-10,000,000
	ETF	46,000	234.80	1.080	10,000,000
Final Position	ETF	46,000	234.80	1.080	10,000,000

Note: A unit of currency is always worth 1.00.

¹ Dans les exemples qui suivent, certains des aspects des contrats à terme et des ETF (frais de gestion d'ETF, multiplicateurs de contrats à terme) ont été délibérément simplifiés afin de focaliser l'attention du lecteur sur les spécificités des devises. Ces simplifications ne modifient aucunement les résultats de l'analyse.

Grâce aux €10M dont il disposait au départ, l'investisseur détient désormais 46000 actions d'un ETF libellé en USD et constitué de titres S&P 500. La décomposition de la transaction en deux étapes illustre très bien le double risque auquel l'investisseur s'est exposé. La première étape est un simple échange de devises: l'investisseur achète \$10.8 millions de dollars US avec les euros dont il dispose. L'investisseur a donc ouvert une position longue sur le dollar: la valeur de cette position monte si le dollar grimpe face à l'euro et diminue si c'est sa devise locale (l'euro) qui se renforce. Dans la deuxième étape, l'investisseur échange cette position longue en USD contre un autre actif libellé en USD - un ETF lié à l'indice boursier S&P 500.

Du point de vue d'un investisseur basé en zone EUR, cette position longue ouverte sur un ETF est un actif constitué d'une partie devises et d'une partie actions. Et cette dualité devient particulièrement visible lorsqu'on examine les gains et les pertes subis par l'investisseur lorsque la valeur de l'ETF ou celle de la devise connaît des fluctuations. Ceci est illustré ci-dessous dans le Tableau 3².

- **Cas 1 – Rallye haussier de l'indice boursier / cours de l'euro inchangé:** si l'indice S&P 500 augmente de 10%, le cours de l'ETF passe de \$234.80 \$ à \$258.30. Cette hausse de 10% se traduit par un gain positif de 10% sur la position, soit un total de 1 million d'euros, le même montant qui aurait été engrangé par un investisseur domestique.
- **Cas 2 – Indice boursier inchangé / l'euro se renchérit:** Si la valeur de l'indice boursier reste constante (l'ETF se situe toujours à \$234,80) et que l'euro passe de 1,080 à 1,200 (soit 0,120 \$ de plus pour acheter €1), l'investisseur enregistrera une perte de 10% sur sa position en raison de son exposition longue sur le dollar et courte sur l'euro³. Si l'investisseur devait liquider sa position, après avoir converti les \$10.80M en EUR, à un taux de \$1,200 / EUR, il ne recevrait que €9M, et subirait ainsi une perte de €1M alors que la valeur de l'indice boursier est restée la même.
- **Cas 3 – L'indice boursier et l'euro se renchérissent:** Si le S&P 500 et l'euro se renchérissent, l'investisseur enregistrera un profit sur le marché boursier et une perte sur le marché des changes. Remarquez que quand cette double éventualité se concrétise, l'investisseur subit une perte nette de €100,000, cela bien que les fluctuations du marché boursier aient généré un profit (+1 million de dollars, Cas 1) égal à la perte due aux variations du taux de change (-1 million de dollars, Cas 2). Cela parce que la taille de la position longue ouverte sur le dollar aura augmenté de 10% du fait la hausse de l'indice S&P 500. Ce qui créera une augmentation de €1M de l'exposition de l'investisseur à sa position longue en dollars et entraînera une perte de 10%, soit un total de €100,000.

Tableau 3: Analyse de sensibilité de la position de l'ETF

	Asset	Position	Local Price	FX rate to EUR	EUR Value	P&L
Starting Position	ETF	46,000	234.80	1.080	10,000,000	
1) Equity market rally	ETF	46,000	▲ 258.30	1.080	11,000,000	1,000,000
2) Euro strengthens	ETF	46,000	234.80	▲ 1.200	9,000,000	-1,000,000
3) Equities rally + Euro strengthens	ETF	46,000	▲ 258.30	▲ 1.200	9,900,000	-100,000

Du fait de la nature totalement liquide des ETF, l'investisseur doit assumer cette double exposition au risque aussi bien sur le marché boursier sous-jacent que sur celui des devises. Pour l'investisseur qui souhaite faire un pari purement boursier, cette exposition peut être problématique. Dans le cas 3, par exemple, l'investisseur a bien prédit la direction que devait suivre le marché boursier, mais ses bénéfices ont été entièrement balayés par la perte qu'il a subie sur le marché des changes.

Contrats à terme: Emprunter de la monnaie étrangère

Avec les contrats à terme, l'argent ne circule pas entre l'acheteur et le vendeur au début de la transaction. Les deux parties doivent plutôt s'acquitter d'un cautionnement d'exécution, également connu sous le nom de marge et calculé selon la valeur de la transaction, auprès de la chambre de compensation. C'est CME Clearing qui fixe la marge des contrats à terme standards S&P 500 libellés en USD et calcule le montant du cautionnement d'exécution nécessaire en analysant les conséquences de quasiment tous les scénarios de marché envisageables. Le système d'analyse de risques liés aux portefeuilles standards de CME (SPAN) est largement accepté comme référence en termes d'outil de calcul de marges. CME Clearing accepte les garanties de marge dans plusieurs devises. L'investisseur peut ainsi acquérir des valeurs boursières de son choix sans avoir à acheter des devises étrangères, ce qui réduit considérablement l'exposition au taux de change de la position.

Pour faciliter la comparaison avec un produit boursier liquide, il est utile d'établir un parallèle entre une position ouverte sur un contrat à terme et une transaction boursière en espèces équivalente. Il est possible, pour un investisseur, de dupliquer les rendements d'un contrat à terme sur indice boursier avec précision en empruntant de l'argent pour acheter un portefeuille d'actions équivalent au sein de l'indice. C'est la base de calcul de la valeur juste des contrats à terme et de l'arbitrage, et c'est grâce à ça que la valeur du marché des contrats à terme est alignée sur celle de l'indice.

2 Dans cet exemple, les frais de gestion des ETF, les dividendes et tous les risques de non-reproduction sont ignorés et on suppose que le fonds se déplace exactement sur une base d'un pour un par rapport à l'indice sous-jacent.

3 Le lecteur peut remarquer que la variation de la valeur de l'euro de 0,120 USD correspond en fait à 11,1% du taux de change initial de 1,080 USD / EUR. Pourquoi la perte enregistrée sur la transaction est-elle donc de 10%? C'est tout simplement parce que même si la plupart des devises mondiales sont cotées par rapport au dollar, l'euro est l'une des rares dont la valeur est donnée en terme de quantité de dollars requise pour acheter un euro. En raison de cette convention, la colonne de valeur EUR du Tableau 3 est calculée en effectuant une division par le taux de change. Si les taux de change initial et final sont re-exprimés en euro par dollar, la baisse - de 0,926 à 0,833 - est en fait égale à 10%.

Dans l'analyse qui suit, les positions ouvertes sur contrats à terme sont une combinaison de:

- 1. Une position longue entièrement financée au sein du rendement d'indice pur - comme si on pouvait « acheter l'indice »
- 2. Le montant est exprimé en USD, suivant la même présentation qu'un contrat de type swap
- 3. Une position courte dont la valeur est égale au montant de devise étrangère (ou du prêt) nécessaire pour acheter l'actif de la position longue

Dans ce cas, la devise sera le dollar américain, étant donné que nous faisons notre analyse selon la perspective d'un investisseur dont la monnaie de base est l'euro.

Tableau 4: Décomposition des transactions à effectuer pour acheter un contrat à terme

	Asset	Position	Local Price	FX rate to EUR	EUR Value
Starting Position	EUR	10,000,000	1.00	1.000	10,000,000
Step 1: Buy Index with borrowed USD	SPX	4,600	2,348.00	1.080	10,000,000
	USD	-10,800,000	1.00	1.080	-10,000,000
Final Position	SPX	4,600	2,348.00	1.080	10,000,000
	EUR	10,000,000	1.00	1.000	10,000,000
	USD	-10,800,000	1.00	1.080	-10,000,000

Parce que les contrats à terme sont autofinancés, la réplique de l'indice S&P 500 ne comptera qu'une seule étape. L'investisseur garde ses 10 millions d'euros et les utilise pour acheter un contrat à terme sur indice, défini comme l'achat simultané d'une position indiciaire longue et d'une position courte d'une valeur notionnelle équivalente en USD. Ceci est illustré au Tableau 4.

Par rapport au cas entièrement financé, l'investisseur dispose désormais de trois positions: deux positions longues (EUR et SPX) et une position courte (USD). Cependant, du point de vue d'un investisseur qui utilise l'euro comme monnaie de base, la valeur de 10 millions d'euros est une constante et cette position peut être ignorée dans l'analyse de sensibilité.

L'investisseur dispose donc d'une position longue entièrement capitalisée sur l'indice S&P 500 et courte sur l'USD. Cette position indiciaire longue présente le même double risque que l'ETF de l'exemple précédent, puisqu'il s'agit d'une position qui combine actions et devises. Cependant, l'exposition de cette position aux fluctuations du taux de change est désormais compensée par une position courte sur un actif pur en dollars. Les variations du taux de change USD / EUR influencent les positions longues et courtes de façon similaire, et ces variations s'annulent mutuellement. La position initiale de l'investisseur ne présente aucune exposition aux fluctuations du taux de change.

Ce n'est que lorsque le niveau d'exposition de la position longue change (en raison des mouvements de l'indice boursier sous-jacent) que la couverture devise de l'investisseur devient insuffisante, le niveau d'exposition aux devises des positions ouvertes sur les actions et les devises étant désormais différent de la valeur de la position courte sur devises. L'investisseur est certes exposé aux fluctuations du taux de change, mais cette exposition se limite aux gains ou aux pertes attribuables aux fluctuations boursières et non au montant notionnel de base.

L'application des mouvements d'indice et de devises de l'exemple précédent l'illustre à merveille.

- **Cas 1 – Rallye boursier haussier / euro inchangé:** Comme avec l'ETF, la position gagne 10% de valeur en plus (€1M au total) si l'indice sous-jacent progresse de 10%. Il n'y a pas de changement enregistré sur la valeur de la position courte en USD.
- **Cas 2 – Marché boursier inchangé / l'euro se redresse:** Si l'euro monte de 10% et passe de \$1,080 à \$1,200, la perte de 1 M€ enregistrée sur la valeur de la position indiciaire longue est compensée par un bénéfice de €1M sur la position courte en USD. Du point de vue d'un investisseur dont la monnaie de base est l'euro, du fait du renchérissement de la devise, les \$10.80M empruntés pour financer l'achat d'une exposition à l'indice (et qui doivent être remboursés) valent désormais €1M de moins. Ce gain compense la perte équivalente enregistrée sur la position longue de l'indice S&P 500. Pendant que l'investisseur ETF subissait de plein fouet l'impact des fluctuations du taux de change, perdant €1M au passage, l'investisseur sur contrat à terme n'a, pour sa part, enregistré aucune perte et aucun gain sur la position.
- **Cas 3 – Renchérissement du marché des actions et de l'euro:** Si l'indice S&P 500 et l'euro se renchérissement, l'investisseur gagne sur le marché boursier, mais perd sur celui de la monnaie. La perte de change enregistrée sur le montant notionnel initial de €10M est compensée par la position courte ouverte sur le marché des devises. Cependant, étant donné que la valeur de la position courte en dollars ne suit pas la même courbe haussière que l'indice boursier, le gain de €1M enregistré sur la position longue est donc à la merci des fluctuations du taux de change. Ainsi, la hausse de 10% enregistrée sur le cours de l'euro a réduit les gains de l'investisseur (€1M) de €100,000, ce qui correspond à un rendement net positif de 9%, au lieu des 10% souhaités.

Ces trois cas sont illustrés par le Tableau 5.

Tableau 5: analyse de sensibilité de la position ouverte sur le marché des contrats à terme

	Asset	Position	Local Price	FX rate to EUR	EUR Value	P&L
Starting Position	SPX	4,600	2,348.00	1.080	10,000,000	
	USD	-10,800,000	1.00	1.080	-10,000,000	
1) Equity market rally	SPX	4,600	▲ 2,582.00	1.080	11,000,000	1,000,000
	USD	-10,800,000	1.00	1.080	-10,000,000	0
	Total					1,000,000
2) Euro strengthens	SPX	4,600	2,348.00	▲ 1.200	9,000,000	-1,000,000
	USD	-10,800,000	1.00	▲ 1.200	-9,000,000	1,000,000
	Total					0
3) Equities rally + Euro strengthens	SPX	4,600	▲ 2,582.00	▲ 1.200	9,900,000	-100,000
	USD	-10,800,000	1.00	▲ 1.200	-9,000,000	1,000,000
	Total					900,000

Contrairement aux ETF entièrement financés, les contrats à terme sur indices boursiers réduisent de façon considérable l'exposition aux fluctuations du taux de change des investisseurs qui opèrent dans une monnaie autre que le dollar. De plus, les investisseurs internationaux intéressés par les marchés américains peuvent toujours convertir en dollars une partie ou la totalité des liquidités non investies et bénéficier ainsi des deux types d'exposition. L'exposition aux devises est liée aux ETF, tandis que les contrats à terme permettent à l'investisseur de gérer indépendamment l'ampleur des deux types de risques.

Contrats à terme: exposition aux taux d'intérêt et marge

L'acheteur d'un contrat à terme sur indice boursier bénéficie d'une exposition aux mouvements de l'indice alors même qu'il n'a pas versé le montant total nécessaire pour acquérir le contrat. Le prix du contrat inclura donc les intérêts payés par le détenteur de la position longue sur ces fonds qu'il a empruntés de façon implicite. Dans le cas de l'indice E-mini S&P 500, ce taux d'intérêt implicite est généralement calculé en fonction du Libor USD à 3 mois.

Si un investisseur opérant en dollar décide, dans le cadre d'un investissement entièrement financé, de placer la somme non investie en dépôt, le taux d'intérêt implicite du contrat à terme sera compensé par les intérêts générés par la somme placée en dépôt. Il peut y avoir un écart de financement entre les taux d'emprunt et de prêt, mais l'exposition au taux d'intérêt de base reste couverte.

En revanche, l'investisseur opérant dans une monnaie autre que le dollar percevra, dans le cadre d'un investissement entièrement financé, un taux d'intérêt local sur les devises locales non investies qu'il aura placées en dépôt. Cela crée deux sources d'exposition potentielles. Tout d'abord, il y a la différence entre le taux d'intérêt généré par la monnaie locale et le taux LIBOR de 3 mois Dollar implicite du contrat à terme, puis il existe un risque de change découlant du fait que la monnaie dans laquelle les intérêts sont générés est différente de la monnaie dans laquelle ceux-ci seront payés (dollars américains).

L'importance de ces expositions est fonction de la différence calculée entre les taux d'intérêt des deux devises. Dans l'exemple qui vient d'être présenté, leur impact est minime:

- Le différentiel de taux d'intérêt entre le Libor 3 mois Dollar et l'Euribor 3 mois est d'environ 1.50%, ce qui représente un coût annuel de 150 000 € pour l'investisseur en EUR, du fait notamment du taux plus bas offert par l'EUR.
- Le risque de change sur ce montant, avec une hausse de 10%, de \$1,080 à \$1,200 USD par EUR, est de 15 000 ou 0,150%, ce qui compense partiellement la perte due au différentiel de taux d'intérêt. (Le renforcement de l'euro réduit le passif de paiement d'intérêts en dollars).

Toutefois, dans les cas où le différentiel de taux d'intérêt est plus important, les bénéfices potentiels des contrats à terme sur indices sont multipliés. Si, au lieu d'un investisseur dont la monnaie de base est l'euro, le même scénario est analysé du point de vue d'un investisseur dont la monnaie de base est le pesos mexicain, les résultats obtenus seront très différents.

Les taux d'intérêt à court terme au Mexique sont d'environ 6.00%, contre 1.15% sur le dollar américain. Le montant des intérêts générés par le dépôt en monnaie locale est donc beaucoup plus élevé que les frais qui sont implicitement inclus dans la valeur des contrats à terme. En l'absence de mouvements de change, un investisseur dont la monnaie de base est le MXN obtiendrait un rendement sur contrat à terme E-mini S&P 500 de 4.50% supérieur à celui d'un investisseur dont la monnaie de base est le dollar.

Marge

Au moment de la rédaction de ce rapport (mars 2017), la marge requise sur un contrat à terme E-mini S&P 500 se situe à environ 5% de la valeur notionnelle de la position. Ce montant peut être déposé auprès de la chambre de compensation en dollars américains ou dans l'une des 19 autres devises principales⁴. Pour les investisseurs étrangers au dollar dont la monnaie n'est pas acceptée comme garantie, 5% de la valeur nominale de la transaction doit être convertie de la devise locale vers le dollar afin de constituer la garantie. L'exposition de l'investisseur aux fluctuations du taux de change se limitera alors au montant de cette marge, tandis que les 95% restants seront gardés en sécurité dans la monnaie locale. L'exposition de cet investisseur aux devises est donc un mélange 5/95% des deux scénarios idéaux initialement présentés.

Autres possibilités

Alors que les produits boursiers liquides, tels que les ETF, ainsi que les contrats à terme sur indices boursiers constituent les deux instruments cotés les plus utilisés par des investisseurs non américains pour s'offrir une large exposition aux indices boursiers, il existe des financements et des produits alternatifs qui permettent aux investisseurs de gérer leur risque de change de différentes façons.

- **Financement courtier principal:** Parmi les services que les courtiers principaux offrent le plus souvent à leurs clients, on retrouve l'effet de levier. Lors de l'achat en dollars d'un produit nécessitant un financement complet (à l'instar des parts d'un ETF ou de tout autre type d'actions), l'investisseur peut emprunter le montant de devises requis auprès d'un courtier principal et déposer en garantie ses propres liquidités et les autres titres dont il dispose. Cela a pour effet de limiter l'exposition au risque de change au gain ou à la perte subie sur la transaction concernée, comme est déjà le cas avec les contrats à terme. En retour, le courtier principal fait payer un taux d'intérêt à l'emprunteur des fonds. Aux États-Unis, les règlements T et U de la Réserve fédérale plafonnent le montant maximal de levier pouvant être proposé aux investisseurs à des niveaux bien inférieurs à ceux offerts par les contrats à terme standards.
- **ETF cotés à l'étranger:** Il existe des ETF S&P 500 cotés à l'extérieur des États-Unis dans des devises autres que le dollar. En Europe, il existe, par exemple, des ETF S&P 500 cotés en EUR, GBP et CHF. Toutefois, ces fonds présentent exactement la même exposition aux risques de change que les ETF cotés en dollars aux États-Unis. La seule différence c'est que votre gestionnaire de fonds acceptera la devise étrangère comme paiement de l'ETF et procédera lui-même à la conversion requise, ce qui vous évitera d'avoir à avancer des dollars. Ces fonds présentent généralement aussi un ratio de dépenses bien plus élevé. Par exemple, l'ETF S&P 500 du groupe iShares, baptisé IVV et coté aux États-Unis, fait payer des frais de gestion de 4 points de base tandis que le fonds IUSA, offert en Europe par le même groupe, présente, bien qu'il appartienne au même indice que le précédent, des frais de gestion de 40 points de base.

⁴ Au moment de la rédaction de ce document, l'exigence de marge sur les contrats à terme E-mini S&P 500 était de 4,6%. Les liquidités libellées dans des monnaies autres que le dollar et les garanties non liquides (obligations et actions par exemple) sont soumises à des décotes. Les montants de marge peuvent évoluer. Les détails sont disponibles à l'adresse <http://www.cmegroup.com/clearing/files/acceptable-collateral-futures-options-select-forwards.pdf>

- **ETF couverts en devises:** Certains ETF utilisent une combinaison de produits dérivés sur devises (tels que des contrats à terme standards, les contrats à terme de gré à gré, les swaps et des options) et les opérations en devises pour réduire l'exposition au risque de change du fonds. Le rendement de ces fonds dépend de la fréquence avec laquelle la couverture de change est rééquilibrée et se différencie de ce qui serait généré par une position avec effet de levier découlant d'un contrat à terme ou d'un prêt en espèces accordé par un courtier principal. Ces fonds ont généralement des ratios de dépenses qui sont plus élevés que ceux des fonds étrangers non couverts.
- **Contrats à terme sur devises:** Pour les investisseurs qui préfèrent gérer eux-mêmes leur risque de change, CME Group propose des contrats à terme sur paires de devises qui peuvent être utilisés pour couvrir les expositions au risque de change inhérent à un portefeuille de produits du marché liquide tels que les ETF ou les actions individuelles.⁵
- **Quanto:** Avec les contrats à terme, il est également possible d'éliminer complètement le risque de change. Le contrat Nikkei 225 libellé en dollars américains de CME Group est configuré pour être égal à 5,00 fois le niveau de l'indice Nikkei 225. Ce contrat fixe implicitement le taux de change JPY / USD à 1,00 en s'arrangeant pour que le prix de règlement final en USD soit égal à la valeur SOQ du Yen Nikkei 225 calculée à expiration du contrat. La transposition de la valeur SOQ du yen en un prix de règlement final en USD sur une base individuelle établit la relation quanto qui offre à l'investisseur utilisant le dollar comme monnaie de base la même exposition au marché boursier dont bénéficie un investisseur utilisant le JPY local, sans lui faire subir les risques de change y afférents. Bien qu'il soit plus complexe pour la communauté d'arbitrage de mettre en place les opérations de couverture nécessaires, ce type de contrat bénéficie de plus de 6 milliards de dollars d'intérêts en cours et d'un volume de transactions quotidien de \$1.7 milliard de dollars.

Conclusion

L'exposition aux risques de change est une partie incontournable de l'investissement mondial. Étant donné que les investisseurs ne considèrent plus la diversification internationale comme un « article de décoration », mais comme une composante fondamentale de leur portefeuille d'actions, les gestionnaires d'actifs de toutes tailles doivent comprendre comment mesurer et gérer les risques de change.

Les contrats à terme sur indices boursiers permettent aux investisseurs étrangers de gérer séparément les risques qui découlent de leur exposition aux actions et aux devises. En guise de comparaison, les ETF offrent un pari mixte actions et devises qui ne peut être annulé que par effet de levier du courtier, par superposition de devises réalisée par le gestionnaire de fonds ou au moyen de certaines opérations de couverture de change effectuées par l'investisseur.

Comme l'a montré le rapport « The Big Picture: A Cost Comparison of Futures and ETFs », publié récemment, les contrats à terme offrent, dans la plupart des scénarios, un outil de mise en œuvre plus rentable pour effectuer des placements. Du fait l'incidence financière de l'imposition des dividendes, les contrats à terme permettent désormais aux investisseurs étrangers de répliquer les performances de l'indice S&P 500 de façon nettement moins coûteuse qu'avec les ETF.

La seule exception à cette règle concernait un investisseur exonéré des États-Unis. Toutefois, l'analyse de ce rapport montre que même pour cette communauté d'investisseurs, la gestion efficace du risque de change pousse davantage les investisseurs non américains à regarder de près les contrats à terme sur indice boursier lorsqu'ils prennent leurs décisions de placement.

5 Pour plus d'informations sur les produits offerts par CME Group sur le marché des changes, visitez le site www.cmegroup.com/trading/fx

« CME Group » est une marque de CME Group Inc. et de ses filiales, dont les membres comprennent Chicago Mercantile Exchange Inc. et CME Marketing Europe Limited.

Les dérivés négociés et les dérivés de gré à gré (OTC) ne conviennent pas à tous les investisseurs et présentent un risque de perte. Les dérivés négociés et les OTC sont des investissements avec effet de levier. Étant donné que seul un pourcentage de la valeur du contrat est nécessaire pour négocier, il est possible de perdre davantage que la somme d'argent initialement versée pour un dérivé négocié ou un OTC. Par conséquent, les traders doivent utiliser uniquement des fonds qu'ils peuvent se permettre de perdre sans que cela n'affecte leur mode de vie. Seule une partie de ces fonds doit être liée à une négociation donnée, car ils ne peuvent pas s'attendre à tirer profit de chaque négociation.

CME Group, le logo Globe, CME, Globex et CME sont des marques déposées de Chicago Mercantile Exchange Inc. CBOT est une marque déposée du Board of Trade of the City of Chicago, Inc. NYMEX, New York Mercantile Exchange et ClearPort sont des marques déposées de New York Mercantile Exchange, Inc. COMEX est une marque déposée de Commodity Exchange, Inc. Toutes les autres marques sont la propriété de leurs propriétaires respectifs.

Les informations contenues dans cette présentation ont été collectées par CME Group à des fins générales. Bien que tous les efforts aient été entrepris pour assurer l'exactitude des informations qui y figurent, CME Group décline toute responsabilité pour toute erreur ou omission. En outre, tous les exemples de cette présentation correspondent à des situations hypothétiques utilisées à des fins d'explication et ne sauraient donc être considérés comme un conseil en investissement ni comme le résultat d'une véritable expérience du marché. Toutes les données proviennent de CME Group, sauf indication contraire.

Toutes les questions relatives aux règles et aux spécifications du présent document sont soumises aux règlements officiels de CME, CBOT, NYMEX et CME Group, qui prévalent. Les règles en vigueur concernant les spécifications du contrat doivent être consultées dans tous les cas.

Cette communication ne constitue pas un Prospectus, ni une recommandation d'acheter, de vendre ou de conserver un investissement particulier ni d'utiliser ou de ne pas utiliser un service particulier. Elle est à l'usage exclusif des Contreparties Éligibles et Clients Professionnels, et les Clients Privés ne doivent pas s'y fier et doivent tenir compte de conseils financiers indépendants. Sa diffusion doit être limitée en conséquence.

CME European Trade Repository est une dénomination commerciale de CME Trade Repository Limited, un référentiel central enregistré en application de la réglementation EMIR, supervisé par l'Autorité européenne des marchés financiers.

Chicago Mercantile Exchange Inc. est une contrepartie centrale reconnue (CCP) selon EMIR. Chicago Mercantile Exchange Inc., Board of Trade of the City of Chicago et New York Mercantile Exchange ont le statut de Recognised Overseas Investment Exchanges (ROIE) reconnu par la Financial Conduct Authority.

Publié par CME Marketing Europe Limited. CME Marketing Europe Limited (FRN : 220523) est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni.

Copyright © 2018 CME Group. Tous droits réservés.

PM2522FR/0918