



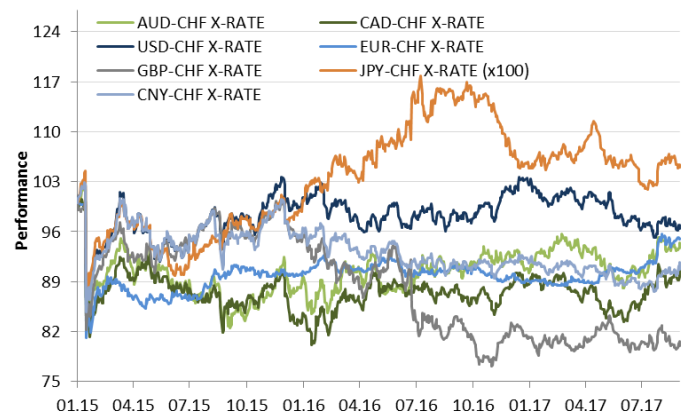
Nécessités et limites du « hedging » du risque devises

Avec une progression de +7%, l'euro atteint notre objectif de 1.15 à moyen terme et regagne 75% de la chute de 2015. Le coût du « hedging » des positions en dollars atteint désormais 2.2%/an.

Points clés

- L'euro progresse de +7% et touche notre objectif à moyen terme de 1.15
- Le franc a reperdu 75% de l'appréciation engendrée à l'abandon du taux plancher
- La hausse du franc est désormais limitée à +4.2% contre euro et +5% contre dollar
- La gestion du risque devises reste une problématique importante pour les investisseurs institutionnels
- Le coût du « hedging » dépend des taux d'intérêt
- Le coût théorique du « hedging » représente 60% de la dépréciation du change en moyenne
- Une couverture systématique coûterait en moyenne 1.8%/an pour le \$ et 1.2% pour l'euro
- Il est temps de réviser les stratégies de couverture systématique des obligations internationales

Principales devises contre CHF (2015-2017)



Sources: Bloomberg Finance L.P., BBGI Group SA

L'euro touche 1.15 et le franc corrige 75% de son appréciation soudaine du 15 janvier 2015

Avec une progression de 1.07 à 1.15, la devise européenne a progressé de près de +7% au cours des huit derniers mois et touche désormais notre objectif de cours à moyen terme. Il est dans ce contexte intéressant de rappeler que cette progression efface près de 75% de la chute de l'euro enregistrée en 2015 (-19%) suite à l'abandon du taux plancher par la BNS. En ce qui concerne le dollar, rappelons également en préambule qu'à 0.97 franc pour un dollar, la devise américaine s'échange aujourd'hui au même niveau qu'en octobre 2014, quelques mois seulement avant l'intervention de la BNS. Un peu plus de 30 mois après le changement de stratégie de la Banque Nationale, l'appréciation du franc suisse n'est plus que de +4.2% contre euro et respectivement +5% contre dollar.

Appréciation non linéaire du franc à long terme

Il ne faut évidemment pas en déduire que les fluctuations de change finissent par tendre vers un niveau d'équilibre à long terme et qu'il est inutile de vouloir s'en prémunir, que cela soit de manière systématique, ponctuelle ou opportuniste. Rappelons à ce titre que depuis l'instauration d'un régime de changes flottants au début des années 1970, le franc suisse s'est apprécié d'environ +3% par an contre le dollar, à mesure que la devise américaine glissait de 4.3 à 0.97 franc pour un dollar. L'euro aura également subi le même parcours depuis sa création en 1999, perdant environ -1.8% par an en moyenne, ce qui correspond à une dépréciation de 1.6 à 1.15 franc pour un euro aujourd'hui. Mais il est intéressant de souligner que malgré l'appréciation très nette du franc sur le long terme contre ces deux devises notamment, le processus n'est de loin pas linéaire, comme le suggèrent à la fois les niveaux de volatilité (entre 12% pour le taux de change dollar/franc sur 46 ans et 6.2% pour l'euro/franc sur une plus courte période de 17 ans) et la fréquence de distribution des performances

annuelles. Le taux de change dollar/franc présente en effet une distribution presque équitable entre les années de hausse (48%) et de baisse (52%), alors que pour le taux de change euro/franc les années de baisse l'emportent nettement (70%). Dans le cas du dollar, les opportunités de réaliser un gain sont donc plus fréquentes. Il est donc possible d'exploiter des périodes de faiblesse temporaire par une stratégie appropriée de gestion des risques et des opportunités de l'exposition en monnaies étrangères.

Gestion du risque devises dans l'OPP2 – cadre légal et stratégies possibles

A ce propos, la problématique de la gestion du risque devises pour les institutions de prévoyance s'est intensifiée depuis l'entrée en vigueur de la réforme structurelle. En effet, celle-ci a donné une plus grande marge de manœuvre aux Conseils de fondation dans la définition et la mise en application de la stratégie de placement de la fortune des IP. L'abolition de distinctions qui avaient existé entre les placements suisses et étrangers depuis l'introduction de la LPP en 1985 a largement libéré l'univers d'investissement aux actifs étrangers de toute nature. Une exigence a toutefois subsisté en matière de gestion du risque en actifs internationaux, à savoir celle fixant une limite maximale de 30% en devises étrangères. Ainsi, depuis quelques années les institutions de prévoyance peuvent détenir une proportion très importante d'actifs internationaux à condition que le risque devises soit limité à 30%. Se pose dès lors avec une plus grande acuité la question de la prise en considération de ces paramètres et de la mise en œuvre de manière appropriée d'une politique de gestion du risque devises leur permettant de respecter le cadre légal de manière optimale. Prenons, pour illustrer cette problématique, le cas d'une IP qui aurait construit une stratégie de placement à long terme laissant une large part aux actifs internationaux, diversifiée en 4 classes d'actifs distinctes, soit dans notre exemple, les obligations internationales (15%) et les actions internationales (25%), l'immobilier international (10%) et les matières premières (5%). L'exposition totale aux actifs internationaux de cette IP serait ainsi de 55% et impliquerait la nécessité de gérer systématiquement le risque devises pour la part de risque excédant 30%, soit 25% par des couvertures de risque de change. L'IP devrait ensuite aussi déterminer sur la partie correspondant aux 30% de risque maximal autorisé, quelle philosophie de placement ou stratégie de gestion du risque devises elle souhaiterait appliquer. D'un point de vue réglementaire, l'IP a donc l'obligation de mettre en œuvre une politique de gestion du risque des devises systématique au-delà du maximum autorisé de 30%. Mais elle peut décider de suivre plusieurs autres approches pour la gestion des risques et des

opportunités relatifs à l'exposition en devises de 30% maximum. Trois stratégies sont en effet possibles et développeront des effets différents. L'IP peut décider d'éliminer systématiquement tout risque de fluctuation de change en étendant aux 30% de devises restantes sa politique de « hedging » systématique, elle peut aussi choisir d'accepter les fluctuations monétaires induites par une absence de politique de « hedging » ou considérer une approche de type tactique autorisant une gestion active des opportunités et risques en espérant pouvoir capter une partie des périodes de hausse du dollar par exemple et se prémunir de certaines phases de correction. Le cadre de cet article ne nous permet pas d'exposer en détail les caractéristiques de ces approches et leurs avantages/inconvénients respectifs, nous nous limitons donc à évoquer succinctement l'existence de celles-ci en relevant qu'une analyse spécifique mérite d'être effectuée par le Conseil de fondation, afin de déterminer l'adéquation de la méthode à la philosophie de placement retenue et aux objectifs fixés.

Evaluer le coût du « hedging » des devises

Nous avons évoqué plus haut la problématique de l'obligation de mettre en œuvre une gestion systématique du risque devises au moins pour l'exposition en actifs internationaux dépassant la limite maximale de 30% autorisée par l'OPP2. Selon l'Office fédéral de la statistique, en 2015, les IP détenaient en moyenne 43% d'actifs étrangers, soit environ 13% d'actifs internationaux pour lesquels elles avaient donc l'obligation de mettre en œuvre une politique de gestion systématique du risque de change. Quelle que soit la philosophie de gestion mise en œuvre pour les 30% correspondant à l'exposition maximale autorisée, une politique de « hedging » systématique a donc dû être appliquée sur des investissements correspondant à environ 100 milliards de francs. En supposant un coût de « hedging » théorique de 2%/an, le coût directement associé à cette activité peut être estimé à 2 milliards de francs en 2015 pour l'ensemble des IP suisses. Concrètement, il faut toutefois admettre qu'il est difficile d'évaluer le coût global de « hedging » de l'exposition des IP dépassant la limite maximale de l'OPP 2 en raison notamment de la disparité des expositions devises individuelles et de conditions tarifaires hétérogènes. Cette estimation servira essentiellement à donner une indication générale sur le coût de telles opérations. Plus spécifiquement, lorsque l'on s'intéresse à une devise en particulier, il est toutefois relativement aisé d'estimer le coût théorique du « hedging ». Ainsi, pour les deux principales devises détenues par les IP, le dollar et l'euro par exemple, au cours des 20 dernières années, le coût théorique a été estimé à 1.8% (hors frais de transaction/gestion) pour la paire USD/CHF et respectivement depuis 1999, le coût

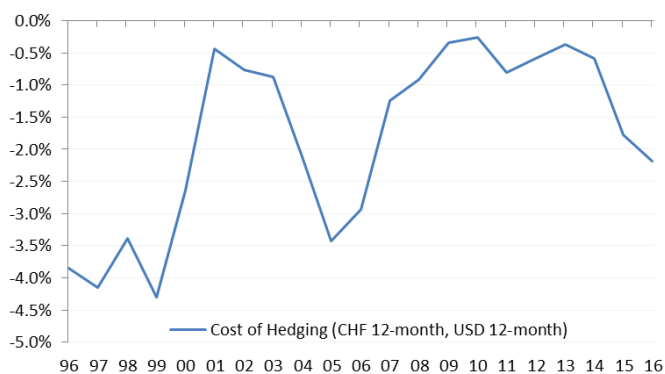
théorique pour la paire EUR/CHF est de 1.2% (hors frais de transaction/gestion).

Le « hedging » systématique a donc un coût non négligeable pour l'investisseur comme on vient de le constater. Aujourd'hui, on estime à 0.42% (hors frais de transaction et de gestion) le coût pour une couverture du risque euro à un an et à 2.2% pour celle du risque dollar (hors frais de transaction et de gestion).

Pas de mystère, le coût du « hedging » dépend du différentiel de taux d'intérêt

Le coût du « hedging » d'une position en devises est relativement simple à estimer, car il est pour l'essentiel fonction de paramètres connus tels que les taux d'intérêt des deux devises d'un taux de change auxquels vont s'ajouter les frais de transaction/gestion. Concrètement, un « hedging » systématique consiste en fait à vendre à terme, par exemple à une échéance de un an, une devise étrangère pour réduire l'exposition effective de cette devise du même montant dans le portefeuille à protéger. A titre d'exemple, une exposition globale de 40% en actifs libellés en dollars sera réduite à 30% par la vente de 10% de dollars à terme. Le cours de change à terme obtenu lors de la vente de la devise étrangère réalisée pour réduire l'exposition en dollars dans notre exemple est essentiellement fonction du différentiel de taux d'intérêt considéré. Ainsi, une vente à 12 mois de dollars contre francs suisses ne fera intervenir que trois paramètres clés, le cours du dollar/franc suisse « spot » et les taux à douze mois en dollars et en francs suisses. Les taux en dollars à douze mois (1.7%) étant aujourd'hui plus élevés que les taux en francs suisses (-0.5%), un différentiel d'environ 220 points sera appliqué lors du calcul de la valeur à terme du taux de change, réduisant d'autant la valeur du taux de change à terme obtenu lors de la mise en œuvre de la transaction de couverture du risque dollar.

Coût du « hedging » annuel du USD/CHF



Sources: Bloomberg Finance L.P., BBGI Group S.A

Le cours à terme (12 mois) du taux de change (0.938) sera ainsi naturellement inférieur au cours spot (0.961), sans qu'aucun facteur spéculatif ou prévisionnel n'intervienne dans la détermination de ce taux. Il faudra encore cependant tenir compte des frais de transaction/gestion pour obtenir une valeur effective nette du taux de change à terme obtenu.

Quelle couverture est réellement assurée par un « hedging » systématique ?

A long terme, le coût annuel du « hedging » systématique théorique (hors frais de transaction/gestion) correspond dans le cas du dollar (1.8%) par exemple à environ deux tiers de la dépréciation observée de la devise (-3%). Pour l'euro, le coût de la couverture de risque de change estimée à 1.2%/an en moyenne et hors frais est à mettre en regard d'une dépréciation annuelle moyenne de -1.8% de l'euro contre le franc, ce qui correspond au même ratio de coût/dépréciation d'environ 60%. On constate donc que les coûts engendrés par la couverture systématique du risque de change pour ces deux devises sont déjà très significatifs, avant même de tenir compte des frais de transaction/gestion. Mais lorsque l'on tient compte de cet élément additionnel, selon les frais appliqués, l'impact des coûts de « hedging » peut-être similaire à la dépréciation historique de la devise concernée et par conséquent ne pas avoir de réel bénéfice financier tangible en matière de performance. La protection attendue de la performance en monnaie locale n'est donc pas assurée. Cette constatation est importante à prendre en considération lorsque l'on estime les bénéfices attendus d'une politique de couverture du risque systématique de change afin de ne pas surestimer les mérites et caractéristiques d'une telle approche sur les résultats de la gestion. Il ne faudra par conséquent pas limiter l'analyse de l'opportunité de mettre en œuvre une telle approche en ne considérant que ce paramètre pour en déterminer l'efficacité. Car l'un des bénéfices important d'une gestion des risques devises est la diminution de la volatilité globale du portefeuille obtenue par l'élimination des fluctuations de changes obtenue grâce à cette politique. Pour les institutions de prévoyance en particulier, une meilleure gestion du risque devises permet de réduire la volatilité inhérente à ce paramètre et d'attribuer à d'autres actifs ce budget de risque épargné en quelque sorte. Dès lors l'IP devra prendre en considération ce paramètre notamment en déterminant si une gestion systématique du risque devises doit être appliquée globalement ou si elle doit être par exemple dédiée à une classe d'actifs en particulier. Cela peut notamment être le cas lorsqu'une IP décide que ses investissements en obligations étrangères soient systématiquement couverts contre le risque de fluctuation de change.

Une couverture systématique du risque de change n'a plus de sens pour les obligations internationales en 2017

Dans le cas particulier de la gestion du risque systématique du risque de change pour la classe d'actifs en obligations internationales, les effets du « hedging » sur les perspectives nettes de rendement dans le contexte actuel spécifique des marchés obligataires peuvent être tout à fait contraires aux résultats historiques et aux attentes des investisseurs. Si une telle approche a pu avoir un intérêt pendant la phase de baisse de taux des dernières années grâce à l'existence de plus-values en capital notamment, le cycle de remontée des taux longs et de normalisation des politiques monétaires constitueront désormais un nouvel environnement totalement différent du précédent, remettant en question très largement selon nous le bien-fondé d'une couverture systématique du risque devises pour cette classe d'actifs. A titre d'exemple, aujourd'hui pour couvrir le risque de change d'un investissement à douze mois en dollars (1.7% de rendement), l'investisseur devra procéder à une vente à terme de dollars pour ne plus être exposé à la fluctuation éventuelle du taux de change USD/CHF. En réalisant cette opération de couverture de risque, il conservera son obligation en dollars qui lui rapportera effectivement 1.7% de rendement, mais le coût du « hedging » de 220 points réduira d'autant son rendement net pour l'approcher de celui qu'il aurait obtenu immédiatement en vendant sa position et en l'investissant en francs suisses avec une rentabilité de -0.5%. On comprend de cet exemple qu'un « hedging » d'une position obligataire en devises transforme complètement le profil de rentabilité et de risque du placement. Après « hedging », l'investisseur se retrouve alors avec un placement dont le profil est presque identique à une position équivalente en francs suisses (hors frais de transaction/gestion). L'élément essentiel à retenir ici est que l'investisseur ne peut donc pas simplement espérer profiter du taux d'intérêt supérieur du placement en devises, puisque le différentiel de rendement appliqué au taux à terme de la devise, pour figer son risque de fluctuation, vient directement grever la rentabilité en devises finalement exprimée en francs suisses. Dans cet exemple, la période de calcul du taux de change à terme coïncide avec la durée du placement

pour mettre en évidence le rôle des taux d'intérêt dans l'équation globale. Evidemment, si le différentiel de rendement entre les taux d'intérêt correspondant à la durée du placement est inférieur à celui de la période de « hedging », il se peut que le coût du « hedging » soit inférieur à l'excès de rendement obtenu sur le placement à plus longue durée. D'autre part, dans un environnement de baisse de taux d'intérêt espérée sur le placement en devises, la plus-value en capital attendue constitue un paramètre important dans l'évaluation de la rentabilité globale du placement « hedgé » dépassant le coût net du « hedging ». C'est d'ailleurs dans ce type de contexte que la stratégie de « hedging » systématique a le plus d'intérêt. Cependant, le contexte actuel n'offre désormais que peu de perspectives de plus-value en capital pour une grande majorité de marchés obligataires internationaux et plutôt des risques de moins-values. Les prochaines années seront plutôt caractérisées par une normalisation généralisée des politiques monétaires et des taux d'intérêt à long terme. Les stratégies de placement obligataires internationales devront alors certainement s'orienter vers des placements à durée plus réduite pour limiter le plus possible les moins-values en capital induites par les hausses de taux. Les différentiels de rendement sur la partie courte et moyenne des courbes de taux auront certainement tendance à se rapprocher. Une stratégie de « hedging » systématique dans un tel contexte revient à prendre un risque débiteur international pour n'obtenir qu'un profil de rendement tout à fait similaire à celui d'une position d'un débiteur suisse en francs suisses. Il est donc tout à fait probable que les performances des obligations internationales systématiquement « hedgées » soient très similaires à celles des obligations en francs suisses. Une telle approche serait dans ce contexte très discutable selon nous sur le plan financier et certainement contraire aux objectifs même des IP. En prolongement de cette analyse, la définition même d'une classe d'actifs « obligations internationales hedgées », aussi bien dans la stratégie de placement que dans la composition d'un indice de référence, ne nous semble plus appropriée et cela, tant en termes de rendement espéré que sur le plan de la diversification attendue.

Nous concluons en recommandant aux IP de reconsidérer sérieusement cette approche à la lumière des éléments évoqués et dans le contexte actuel pour cette classe d'actifs en particulier.

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

BBGI Group
 Rue Sigismond Thalberg no 2
 1201 Genève - Suisse
 T: +41225959611 F: +41225959612
 info@bbgi.ch - www.bbgi.ch