

**SCHWEIZER
PERSONAL
VORSORGE**

**PREVOYANCE
PROFESSIONNELLE
SUISSE**

Gestion du risque de change

**Piloter dynamiquement et
systématiquement l'exposition**

**Marco Lanci et René Sieber
Dynagest SA**

Piloter dynamiquement et systématiquement l'exposition

Comment les investisseurs institutionnels, dont les portefeuilles affichent une orientation internationale croissante, s'y prennent-ils pour relever le challenge que représente la gestion du risque de change, sachant qu'il n'existe guère de solutions simples «clés en mains»?

EN BREF

La gestion en assurance de portefeuille des devises permet de générer un profil de rendement asymétrique visant à limiter le risque de baisse tout en maintenant ouverte une participation significative à la hausse de chaque devise.

D'une manière générale, depuis l'abandon du système de change fixe, le franc suisse n'a cessé de s'apprécier contre les principales monnaies, à l'exception toutefois du yen.

Si l'absence de couverture s'est vraiment avérée pénalisante sur ces monnaies, leur couverture intégrale a impliqué, sans surprise, des coûts substantiels. Selon les devises et selon les périodes considérées, la couverture s'est même révélée significativement plus coûteuse que la perte de change.

Les différentes approches

L'approche qui consiste à couvrir intégralement des actifs moins risqués, comme les obligations en monnaies étrangères, et ne pas couvrir des actifs plus risqués, comme les actions étrangères, peut clairement se justifier pour des considérations de gestion du risque.

En revanche, en termes d'impact sur le rendement, la couverture intégrale d'une devise ne peut se justifier que si le différentiel de taux d'intérêt qui lui est lié n'implique pas systématiquement un coût plus important que le potentiel de dépréciation de cette devise (ou un produit moins important que son potentiel d'appréciation).

De plus, lorsque la devise s'apprécie, la compensation de l'opération de change à terme peut drainer d'importants cash-flows et créer une pénurie de liquidité. Ceci étant, notamment à l'heure où les différentiels de taux d'intérêt évoluent à nouveau dans un sens moins favorable pour un investisseur raisonnant en francs

suisse, celui-ci peut, à juste titre, examiner d'autres approches de la gestion du risque de change.

Parmi ces dernières, les approches systématiques asymétriques sont des solutions qui ont fait leurs preuves. Au bénéfice d'un track record réel depuis 1996, elles ont été appliquées dans des environnements de marchés internationaux extrêmement diversifiés. Quels sont les contours de ces démarches? A quels instruments font-elles appel? Quels résultats ont été obtenus?

Flexibilité avec TIPP

Appliquée en currency overlay, la gestion en assurance de portefeuille de type Time Invariant Portfolio Protection (TIPP) permet de gérer l'exposition au risque de change de manière systématique et flexible.

Cette approche quantitative basée sur un modèle d'allocation du risque est mise en œuvre selon des paramètres prédéfinis en fonction du profil de risque du client et de la monnaie étrangère sous-jacente considérée. Ainsi, en prenant en compte les actifs en monnaies étrangères détenus par l'investisseur, le niveau de couverture du risque peut-il varier: il sera au minimum compris entre 20 et 0%, au maximum entre 100 et 60%.

La gestion de l'exposition dans la monnaie étrangère se fera au moyen d'instruments dérivés qui peuvent aussi bien être des contrats de change à terme, des options de gré à gré ou des futures et options sur des marchés organisés.

Marco Lanci

Directeur adjoint,
Dynagest S.A.



René Sieber

Dr. oec., Directeur,
Dynagest S.A.



Réduire les risques

Enoncée ici dans ses très grandes lignes, la gestion de type TIPP appliquée au currency overlay permet d'ajuster en tout temps l'attitude à retenir pour gérer une exposition donnée et mieux répondre à un contexte de marché par définition évolutif.

Cette flexibilité et cette réactivité sont mises en perspective dans le tableau «Variantes de la gestion». En ce qui concerne les résultats de la gestion de type TIPP, le tableau «Currency overlay» joint à ces lignes présente un currency overlay appliqué au dollar US couvrant la période 1996 à 2016. Cette illustration permet de prendre concrètement la mesure des atouts liés à l'approche:

Performance

Les résultats générés se situent entre une couverture intégrale et une solution non couverte sur l'ensemble de la période; ils mettent en évidence une asymétrie significative.

Volatilité

Elle est moins élevée que celle de la devise non-couverte.

Risque

L'analyse des pertes maximales sur les dernières périodes de baisses significatives, en 2011 et 2015, met en évidence un risque notablement réduit.

Flexible dans l'implémentation et la gestion des différents paramètres, pratiquée depuis plus de vingt ans, cette solution est bien adaptée à la gestion du risque de change d'actifs libellés en monnaies étrangères.

Permettant de réduire le risque d'une allocation stratégique sans couverture de l'exposition monétaire, elle préserve une capacité à tirer le meilleur parti d'une appréciation des devises pour lesquelles une couverture asymétrique a été mise en place tout en offrant une protection significative en cas de dépréciation. ■

Variantes de la gestion de type TIPP appliquées au currency overlay

Flexibilité et réactivité

Stricte	chercher à protéger un plancher d'investissement exclusivement ajustable à la hausse avec la possibilité de devoir réduire l'exposition à 0%
Exposition minimale	maintenir un minimum d'exposition dans la devise étrangère afin de préserver – après une baisse – une certaine capacité de participation à la hausse mais, avec la possibilité de passer en-dessous du plancher de référence
Reprises de risque	abaisser le plancher de référence – dans une phase de baisse – afin de reprendre de l'exposition, sur une base discrétionnaire ou conditionnelle
Combinaison	associer la variante qui vise à maintenir un niveau minimum d'exposition à une variante de reprises de risque

Currency overlay effectif sur le dollar US (1996–2016)

Approche FX	Rentabilité p.a. (dont 2016)	Volatilité	Perte maximale		Rentabilités annuelles					
			2011	2015	# d'années positives	Moyenne simple	# d'années négatives	Moyenne simple	Meilleure année	«Pire» année
USD non couvert	-0.6% (1.5%)	11.2%	-25.0%	-15.7%	10	7.5%	11	-7.2%	16.5%	-16.7%
USD couvert en TIPP	-1.2% (0.2%)	6.4%	-6.9%	-10.7%	7	5.2%	14	-4.2%	10.6%	-8.9%
USD 100% couvert	-2.0% (-1.7%)				0	n.a.	21	-2.0%	-0.4%	-4.3%

N.B.: USD couvert en TIPP, net de frais de gestion