

Couverture des risques de change

Les pour et les contre

Les caisses de pensions devraient-elles couvrir leurs risques de change ou non? La théorie et l'empirie ne fournissent pas de réponse claire, la pratique semble avoir choisi un sage compromis entre une couverture totale ou néante.

EN BREF

Les risques de change ne sont pas systématiquement récompensés par une prime de risque. Les avis divergent sur la question de savoir si les cours de change évoluent selon leur propre logique.

L'introduction de la politique des taux négatifs en janvier 2015 a eu l'effet de creuser un grand écart d'intérêt entre le franc suisse (CHF) et les principales devises. Ces différences d'intérêt déterminent aussi les décotes que l'on doit accepter dans l'optique d'une monnaie à faible taux comme le CHF lors de la couverture à terme de positions en monnaies étrangères. La couverture du risque de change grignote en fait une part substantielle du rendement dégagé dans la monnaie locale.

D'où cette question cruciale: faut-il couvrir les risques de change au prix d'une perte de rendement à hauteur des différences de taux ou plutôt s'accommoder du risque de change?

Un risque sans prime

Disons-le d'emblée: le risque de change n'est pas un risque systématiquement récompensé d'une prime. Il suffit d'additionner les profits et les pertes de toutes les positions de devises ouvertes à l'échelle planétaire sur une période quelconque pour voir que sous cet angle agrégé, on arrive pour solde de tout compte à une opération neutre. Or un risque sans rendement est un risque dont on ne veut pas et logiquement, on devrait donc le couvrir totalement.¹ Sauf que dans l'optique d'une monnaie à faible taux d'intérêt comme le franc suisse, la couverture du risque de change peut tailler douloureusement dans le rendement: une couverture totale des risques de change liés à un engagement global en actions va par exemple faire fondre le rendement généré dans la monnaie domestique de quelque 2.5% par an.² Pour

de nombreux investisseurs, cela signifie que les positions couvertes en monnaies étrangères ne dégageraient plus le rendement cible nécessaire. Dans ces conditions, faut-il quand même couvrir?

La théorie

Impossible de répondre à cette question si on n'a aucune idée de l'évolution future des cours de change. Pour en avoir une, il vaut la peine de connaître les deux hypothèses standard les plus répandues.

Théorie de la parité des taux d'intérêt non couverte (UIP)

L'UIP part du principe que sur une période de temps déterminée, l'évolution du cours de change couvre tout juste la différence de taux entre les deux monnaies impliquée et que pour cette raison, la rentabilité globale après évolution du taux d'intérêt et du cours de change est la même dans les deux zones monétaires. Pour une monnaie à taux d'intérêt élevé, l'UIP anticipe donc implicitement une dépréciation, et pour la monnaie à taux bas une appréciation correspondante. Si l'UIP se confirme, le rendement anticipé avec couverture des risques de change équivaut au rendement anticipé sans couverture des risques de change. Auquel cas, les investisseurs qui ont une aversion au risque ne vont pas ajouter le risque de change à leur portefeuille de risque existant et opteront pour une couverture totale.

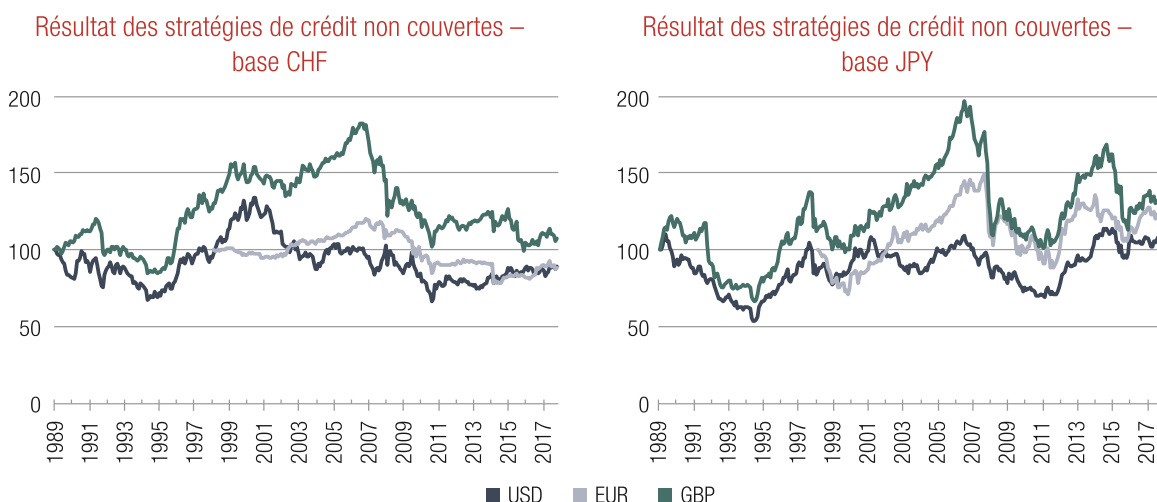
Random Walk Hypothesis (RWH)

Face à l'UIP, il y a le modèle de marche au hasard (RWH) à considérer. Cette théorie soutient que le cours de change actuel fournit la meilleure prévision du cours de change futur.

Si, en tant qu'investisseur avec une monnaie à faible taux on adhère au «camp RWH», ou même à une vue plus

¹ A ce sujet, lire aussi l'article Bagutti, page 62.

² Valeur de référence MSCI World Developed Countries, couverture pour des contrats à terme à trois mois.



Source: calculs c-alm AG sur la base des cours de change au comptant (Thomson Reuters) ainsi que des différences de taux (ICE Libor, 1 mois); Année de base USD et GBP = 30.11.1989 (disponibilité Libor CHF 1m), année de base EUR = 31.01.1999 (introduction de l'euro).

modérée en supposant que les différences de taux d'intérêt observées ne seront pas entièrement compensées par l'évolution des cours de change, on pourra augmenter son rendement potentiel en s'exposant aux risques de change.

Si l'hypothèse RWH dit vrai, ou même si la vérité se trouve quelque part entre l'UIP et la RWH, il faudra soupeser le risque et le rendement avant de prendre la décision stratégique de couvrir ou non.

L'empirie

Sous l'angle du franc suisse, la vérité se situe nettement plus près de la parité des taux d'intérêt non couverte (UIP) que du modèle de marche au hasard (RWH) pour la dernière trentaine d'années.

La première illustration reproduit dans l'optique du CHF le résultat de stratégies de crédit non couvertes dans les monnaies principales USD, EUR, GBP. Sur toute la période depuis 1989, il résulte une perte en USD et en EUR et un modeste profit en GBP. On peut interpréter ce résultat empirique en disant que durant toute la période concernée, les positions en USD et en EUR totalement couvertes auraient été plus rentables que des positions non couvertes. Si ce résultat empirique devait se confirmer à l'avenir, on ne pourrait que chaudement recommander une couverture intégrale à l'investisseur en CHF.

Mais cette validité empirique commence déjà à vaciller quand on passe de l'optique de faible taux du franc suisse à une autre perspective de faible taux clas-

sique: le yen japonais. De la deuxième illustration, il ressort en effet que les monnaies à taux plus élevé se sont moins dépréciées, dans l'optique du JPY, que ce que coûte la couverture du risque de change. En s'abstenant de couvrir les positions en USD, EUR et GBP, on gagnait donc de l'argent sur le long terme dans l'optique du JPY. Si ça continue, il faudra recommander à l'investisseur en JPY de renoncer (au moins partiellement) à couvrir le risque de change.

Sur la base des faits empiriques, l'investisseur en CHF n'est pas plus avancé. A quel saint doit-il se vouer à l'avenir? Quelques considérations pour clore cette discussion sur les conclusions empiriques:

- On risque de payer cher le fait de ne pas couvrir ses risques de change, surtout dans les périodes de crise où les investisseurs se réfugient dans les monnaies classiques à faible taux. L'investisseur en CHF aussi bien que celui en JPY l'ont douloureusement senti à travers les pertes accumulées lors de la crise financière.
- On a même tendance à sous-estimer l'effet d'empiètement sur le rendement de la couverture des risques mesurée sur la base de la différence de taux. Deux raisons à cela: premièrement, cette évaluation ne tient pas encore compte des coûts du trader en devises qui est rémunéré par la différence entre le prix d'achat et le prix de vente (spread). Coûts qui viennent aussi grever l'addition de la couverture du

risque de change. En admettant une couverture à une cadence mensuelle ou trimestrielle, cela représentera facilement entre 5 et 10 points de base de l'engagement en devises à couvrir. Et deuxièmement, la différence entre le taux change à terme et le taux de change au comptant ne correspond plus exactement à la différence de taux des deux monnaies intéressées que postule la théorie de la parité de taux non couverte (UIP). En relation avec la déviation constatée, on parle de la base. La base renchérit encore la couverture des risques de change en comparaison avec l'analyse empirique.

La pratique

Comme si souvent dans le monde de l'économie, la théorie et l'empirie ne nous éclairent guère sur la conduite à adopter. Il relève donc de chaque caisse de pensions individuelle de trouver sa propre voie entre les extrêmes théoriques que sont la couverture totale et l'abstention totale.

On peut penser que les investisseurs suisses ont trouvé un compromis intelligent: ils sont en effet très nombreux à couvrir les valeurs mobilières en monnaies étrangères (en particulier les obligations) et à renoncer à la couverture pour les actifs non monétaires. ■

Ueli Mettler
Philipp Weber