«VPS-Impulse»

16 novembre 2012

Comment les caisses de pensions gèrent-elles le risque de change?

Pascal Frei, CFA, Associé
PPCmetrics

Contenu

- Introduction au risque de change
- Effets de la couverture du risque de change
- Détermination du ratio de couverture optimal
- Mise en place
- Conclusion

Introduction au risque de change (1)

Depuis le 6 septembre 2011, le taux de change franc – euro est fixé à CHF 1.20 pour un euro par la BNS.

Questions:

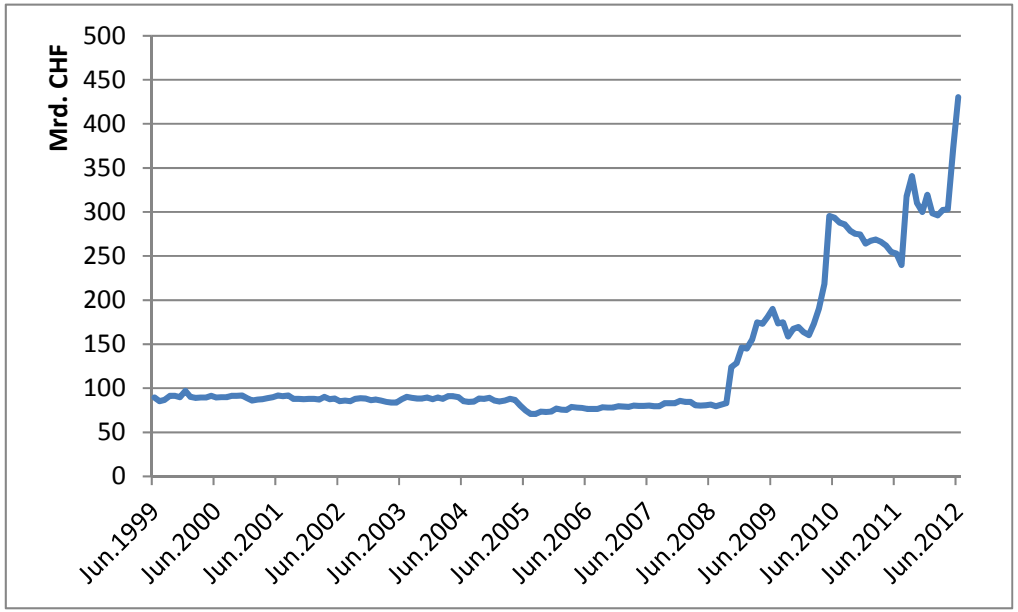
- Doit-on couvrir le risque de change?
- Dans quelle proportion une couverture doit-elle être appliquée?
- Comment doit-on mettre en œuvre la couverture?

Introduction au risque de change (2)

- Bien que les représentants de la BNS prétendent toujours qu'ils défendront le taux plancher du cours de change de l'euro „avec tous les moyens", une couverture des placements en euro ne devient à priori pas caduque.
  - La BNS ne pourra pas accroître ses réserves de change (430 mia au 30.06.2012) à l'infini, car la pression inflationniste qui en résultera ira à l'encontre des objectif explicites de stabilité des prix de la BNS.
  - Si le niveau des prix de la zone euro augmentait fortement tout en restant constant en Suisse, un maintien du taux plancher ne serait même plus nécessaire, puisque le handicap du taux de change deviendrait caduc pour l'industrie d'exportation suisse.

Introduction au risque de change (3)

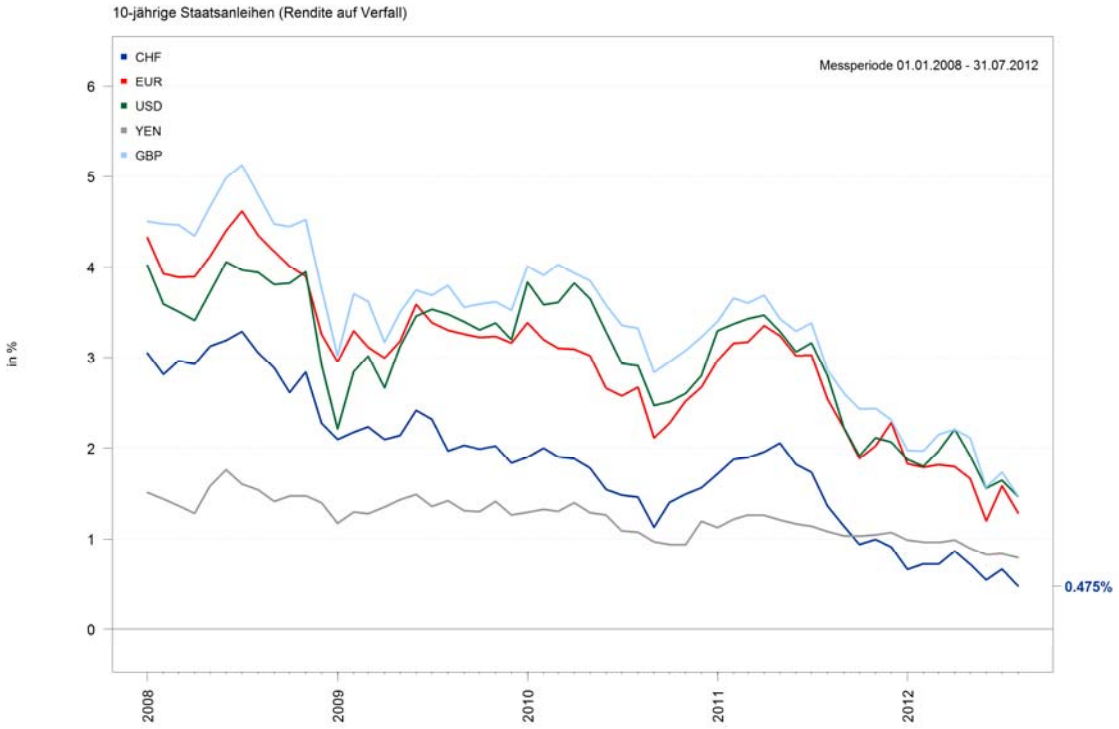
Evolution des réserves de devises de la BNS:



Les réserves de change ont évidemment fortement augmenté à partir du 6 septembre 2011, mais la hausse avait déjà commencé en 2009.

Introduction au risque de change (4)

- Les taux d'intérêt suisses se sont rapprochés de ceux prévalant dans la zone euro.

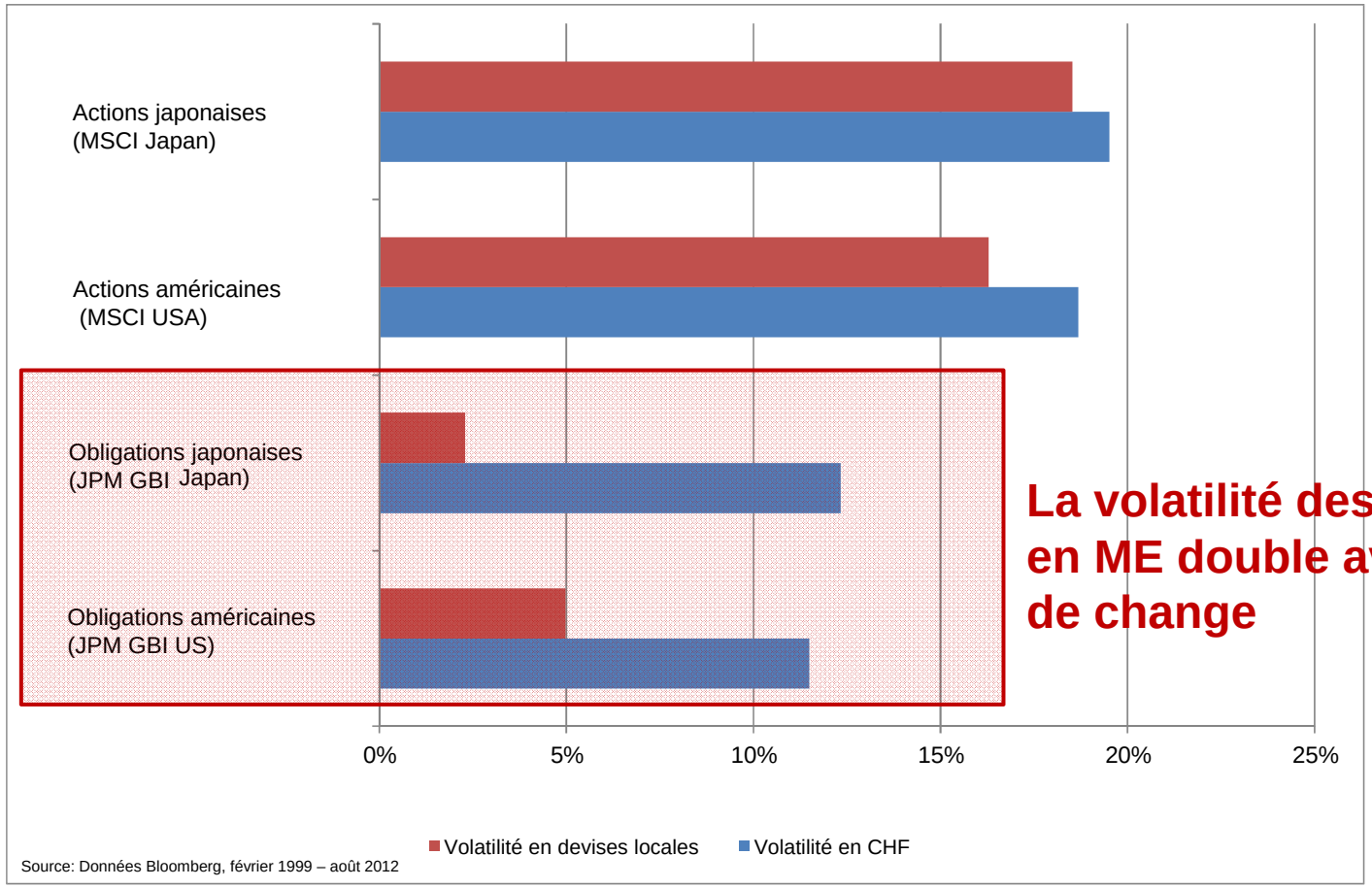


Introduction au risque de change (5)

- Les **obligations en monnaies étrangères (ME)** présentent les sources de risques suivantes:
  - Risque de taux
  - Risque de crédit
  - Risque de change

- Pour les **actions étrangères**, les sources de risque ne sont pas aussi clairement séparables. Le risque principal est le **risque du marché**.

Introduction au risque de change (6)



La volatilité des obligations en ME double avec le risque de change

Introduction au risque de change (7)

- Les devises ont des effets différents sur les risques des actions et des obligations.
- **De manière générale, les obligations en monnaies étrangères réagissent plus fortement aux fluctuations des taux de change que les actions étrangères.**
- Pourquoi ?
  - Rendement d'une obligation est le coupon (payé en ME).
  - Pour les actions, une partie du risque de change est couvert par les entreprises. L'effet d'une couverture n'est donc pas clairement identifiable. De plus, les paiements de dividendes sont variables.

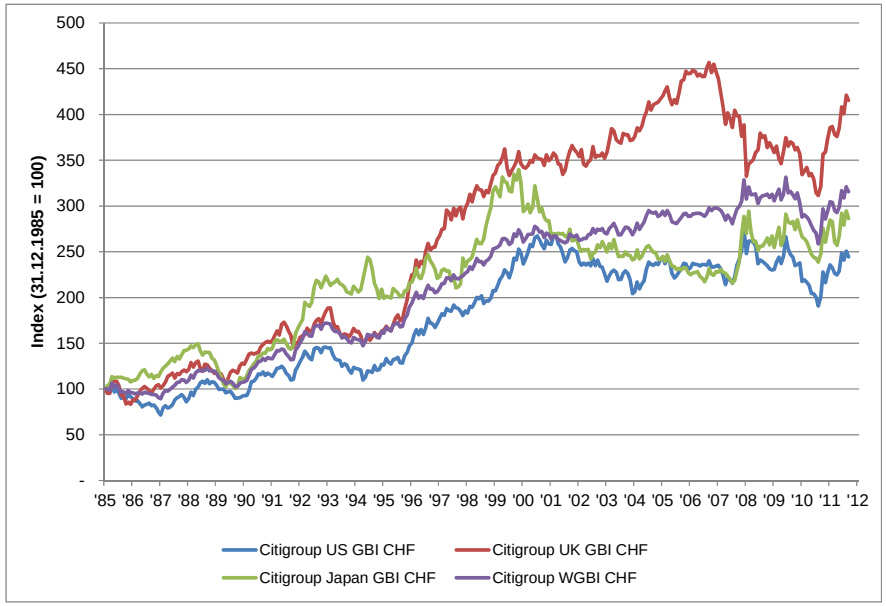
Contenu

- Introduction au risque de change
- Effets de la couverture du risque de change
- Détermination du ratio de couverture optimal
- Mise en place
- Conclusion

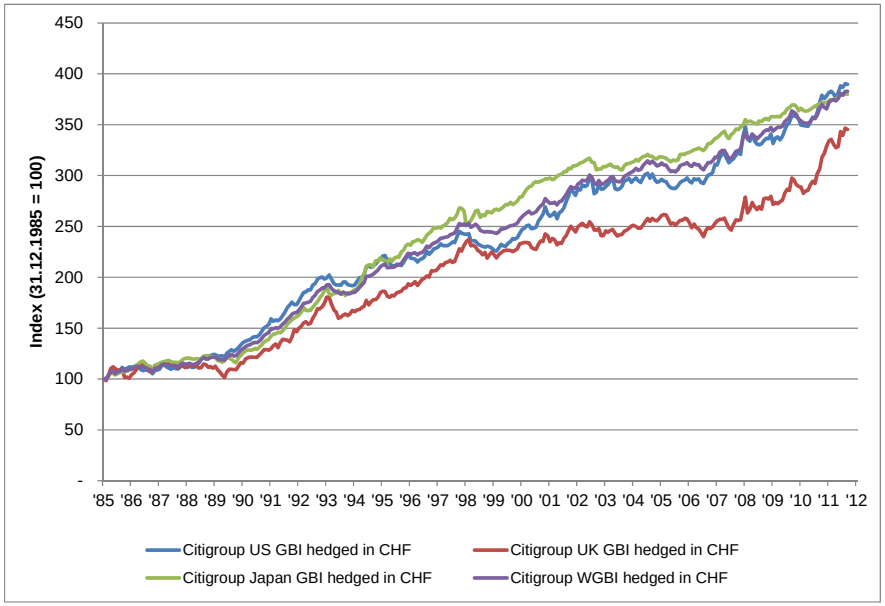
Effets de la couverture du risque de change

Indices obligataires (31.12.1985 – 31.08.2012) (1)

Sans couverture du risque de change



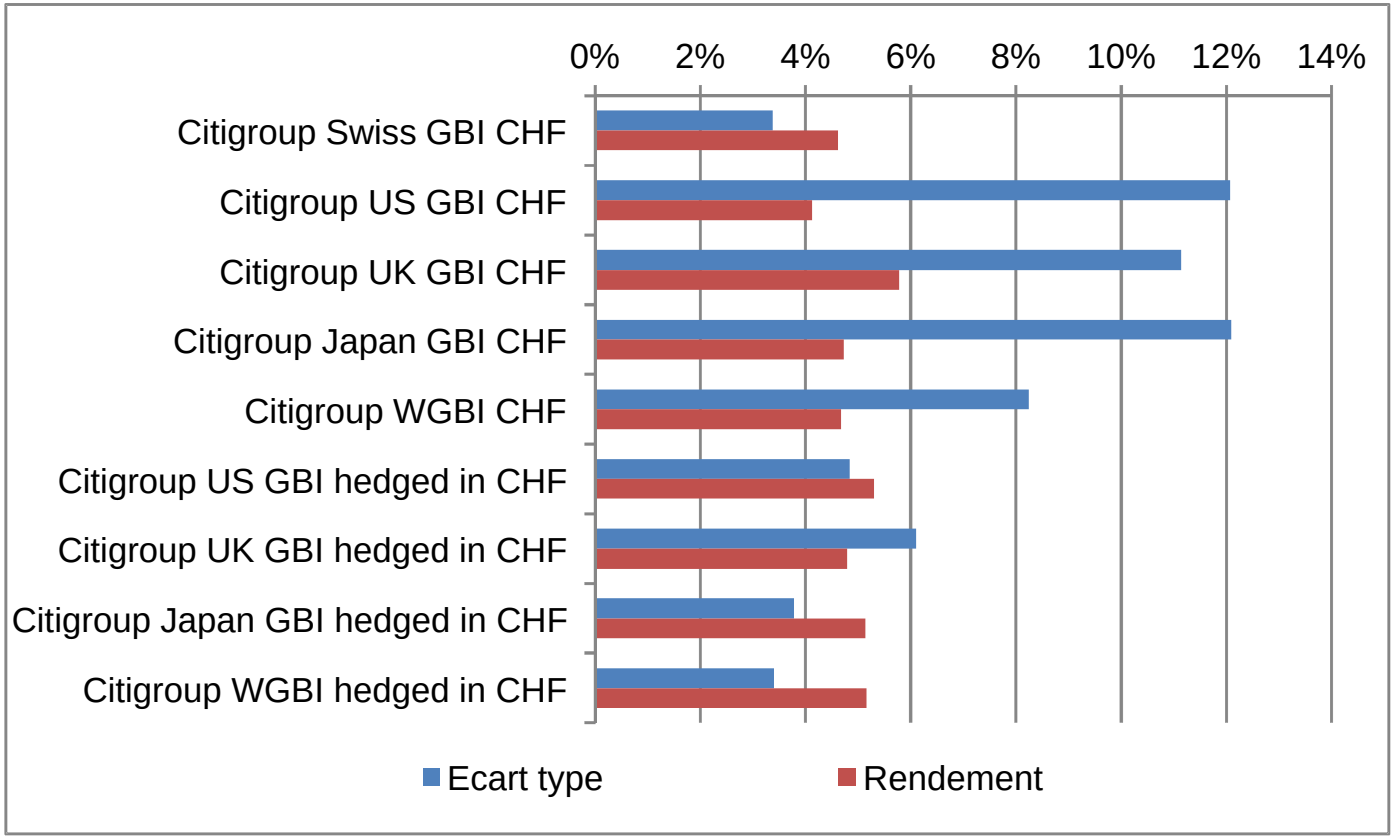
Avec couverture du risque de change



La couverture du risque de change réduit la volatilité.

Effets de la couverture du risque de change

Indices obligataires (31.12.1985 – 31.08.2012) (2)



Source: Bloomberg, propres calculs

Effets de la couverture du risque de change

Indices obligataires (31.12.1985 – 31.08.2012) (3)

	Rendement	Risque	Rendement / Risque
Citigroup Swiss GBI CHF	4.62%	3.38%	1.37
Citigroup US GBI CHF	4.12%	12.07%	0.34
Citigroup UK GBI CHF	5.78%	11.14%	0.52
Citigroup Japan GBI CHF	4.73%	12.09%	0.39
Citigroup WGBI CHF	4.68%	8.24%	0.57
Citigroup US GBI hedged in CHF	5.31%	4.84%	1.10
Citigroup UK GBI hedged in CHF	4.79%	6.10%	0.79
Citigroup Japan GBI hedged in CHF	5.14%	3.78%	1.36
Citigroup WGBI hedged in CHF	5.15%	3.40%	1.52

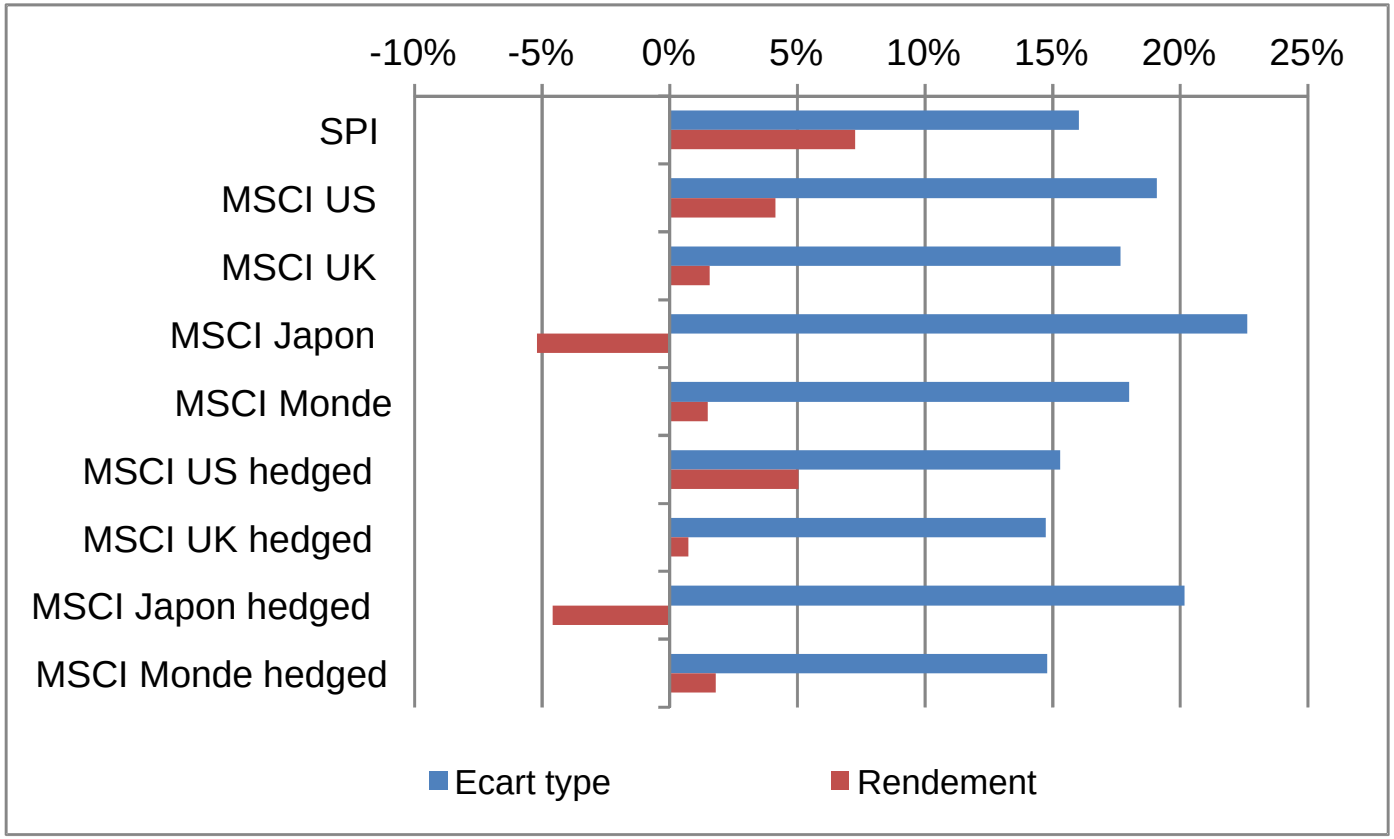
- Le tableau montre la différence de risque pour des obligations en monnaies étrangères avec et sans couverture du risque de change.

Effets de la couverture du risque de change
Obligations

- Le **risque** des obligations en ME est considérablement plus élevé que celui des obligations en ME avec couverture.
- Contrairement au risque, les performances ne diffèrent que peu, ce qui suggère que le risque de change n'est **pas** compensé par une **prime de risque**.
- Cette observation est également confortée par des études académiques. La plupart ne trouvent pas de preuve empirique de l'existence d'une prime de risque.

Effets de la couverture du risque de change

Indices actions (31.12.1989 – 31.08.2012)



Source: Bloomberg, propres calculs

Effets de la couverture du risque de change
Actions

- L'effet d'une couverture du risque de change est clairement observable pour les obligations, mais nettement moins pour les actions.
- Cette observation est en ligne avec le constat que le risque de change effectif à long terme est difficilement quantifiable pour les actions.

Contenu

- Introduction au risque de change
- Effets de la couverture du risque de change
- Détermination du ratio de couverture optimal
- Mise en place
- Conclusion

Détermination du ratio de couverture optimal (1)

- Différentes méthodes existent pour déterminer le „ratio de couverture optimal“ (hedge ratio):
  - Couverture intégrale
  - Couverture du risque de change pour les obligations en ME seulement
  - Détermination arbitraire du ratio de couverture (par ex. 50%)
  - Analyse historique: Quel était le ratio de couverture optimal, dans le passé?
  - Optimisation du portefeuille en intégrant la couverture du risque de change
  - …

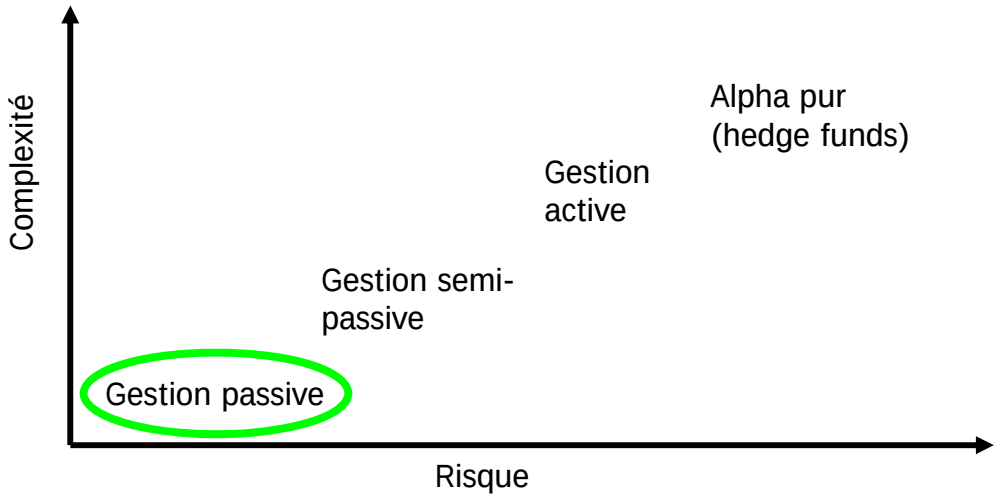
Détermination du ratio de couverture optimal (2)

- La détermination du ratio de couverture „optimal“ dépend de plusieurs facteurs:
  - Modèle utilisé
  - Hypothèses (volatilité et corrélations)
  - Influences règlementaires (OPP 2, recommandations techniques)
  - Tolérance au risque de l’IP
  - Monnaies de référence (le CHF est une monnaie refuge)
  - ….
- Une **approche pragmatique** consiste à couvrir intégralement les obligations en monnaies étrangères. Cette approche permet aussi une mise en place efficiente (fonds).

Contenu

- Introduction au risque de change
- Effets de la couverture du risque de change
- Détermination du ratio de couverture optimal
- Mise en place
- Conclusion

Mise en place
Variantes



- Pour la plupart des caisses de pensions, une stratégie passive est une solution idéale.
- Les stratégies actives comportent des risques supplémentaires et limitent l'efficience stratégique de la couverture.

Mise en place
Procédure

- Lors de la mise en place d'une couverture du risque de change, la procédure suivante est recommandée:

  - Calcul de l'exposition aux monnaies étrangères
    - Détermination de l'exposition à chaque monnaie étrangère au niveau des mandats individuels et consolidé.
    - Détermination du ratio de couverture désiré pour chaque devise

  - Choix d'une variante de mise en place
    - Niveau d'application de la couverture (**mandats individuels** ou **consolidé)**
    - Responsable de la mise en place : **gérants** ou **global custody** ou **mandat externe de gestion de la couverture** („currency overlay").

Mise en place

Mandats vs. Overlay vs. Global Custody

	Gérant (Niveau du mandat)	Spécialiste externe (Gérant « Overlay »)	Global Custody
+	- Mise en place simple et rapide - Produits standards disponibles - Souvent avantageux - Usage facilité de benchmarks	- Le gérant externe est responsable pour l'ensemble de la couverture. - Accès à des outils et à des connaissances approfondies du marché. - Variante censée pour la couverture de plusieurs gros mandats (économie d'échelle).	- Le Global Custody dispose d'une vue d'ensemble actualisée du portefeuille, donc d'une connaissance « en temps réel » de l'exposition aux devises. - L'IP bénéficie d'une économie d'échelle.
-	- Avec plusieurs mandats, la couverture du risque de devise est implémentée sur de faibles montants, et l'IP ne bénéficie pas d'économies d'échelle.	- Implémentation plus laborieuse (entre autres pour les placements collectifs). - Mauvais rapport coût / utilité pour les petits mandats.	- Nécessité de s'assurer de la « best execution »).

Mise en place
Aspects importants

- Questions importantes:
  - Contrôle des risques (risque de change, risque de crédit)
  - Contrat
  - Instruments à disposition pour une couverture du risque de change
  - Comment traiter les placements collectifs (problématique du „look-through“ et délais)
- Les restrictions suivantes devraient être définies:
  - Risque de contrepartie et solvabilité
  - Définition des partenaires
  - Pas de ventes „à découvert“ ou positions short
  - Durée des contrats de type forward
  - Définition de l’exposition maximale à une seule contrepartie (pour les forwards ou les options OTC)

Contenu

- Introduction au risque de change
- Effets de la couverture du risque de change
- Détermination du ratio de couverture optimal
- Mise en place
- Conclusion

Conclusion (1)

- Le risque de change a une influence sur les rendements en CHF des placements étrangers (monnaie refuge).
- En général, **les obligations en monnaies étrangères réagissent plus fortement aux fluctuations des monnaies** que les actions étrangères.
- **Le risque des placements en obligations en ME non couvertes est** considérablement **plus élevé que celui des obligations couvertes contre le risque de change**.
- Les rendements ne diffèrent par contre que très peu.

→ **le risque de change n'est pas, à long terme, compensé par une prime de risque.**

Conclusion (2)

- La **couverture intégrale du risque de change des obligations en monnaies étrangères** est donc une stratégie de couverture censée.
- L'efficience de l'implémentation dépend de la taille et de la structure du mandat attribué par la caisse de pension.