

La couverture optimale du risque de change

Les caisses de pension, comme tous les investisseurs, ont brutalement redécouvert la volatilité monétaire. L'évaluation du risque de change – et de son degré optimal de couverture – doit s'insérer dans l'analyse globale de la stratégie de placement d'une institution de prévoyance.



Pascal Frei

Associé de PPCmetrics

Coup de tonnerre sur les marchés des changes et les corbeilles boursières le 15 janvier dernier: la décision de la Banque nationale suisse de renoncer à défendre le taux plancher de 1.20 franc pour un euro a surpris les investisseurs, provoquant une forte volatilité. L'euro est passé de 1.20 à 0.86 en quelques instants, avant de revenir à 1.02 dans la même journée. Il a ensuite continué à s'affaiblir face à l'euro les jours suivants.

Quant à la bourse suisse, elle a plongé de plus de 14% après l'annonce de la BNS, avant de regagner du terrain avant la clôture, puis au cours des séances ultérieures. Les variations monétaires et leurs dommages collatéraux se rappellent ainsi à la réflexion des investisseurs. Comment une institution de prévoyance doit-elle analyser le risque de change et le couvrir au mieux? Pascal Frei, associé de PPCmetrics en Suisse romande, replace cette problématique au cœur de la réflexion stratégique.

Une caisse de pension doit-elle systématiquement couvrir son risque de change?

Le risque de change est une des sources de risque auxquelles doivent faire face les institutions de prévoyance lors de la définition de leur stratégie de placement. Il

convient donc d'analyser le risque de change dans le cadre global de la définition de la stratégie de placement. Or, le premier élément à prendre en compte est le passif de l'institution de prévoyance, soit à la fois le rapport entre rentiers et assurés actifs, la structure d'âge des assurés, sans oublier l'évolution probable de ces éléments sur les cinq à dix prochaines années.

En quoi cette analyse est-elle essentielle avant de fixer la stratégie de placement?

Cette analyse ALM dynamique permet de déterminer le besoin de rendement de l'institution de prévoyance et, partant, la stratégie de placement apte à dégager ce rendement à long terme. Certaines

caisses constatent à ce stade qu'elles ont une tolérance au risque – structurelle ou financière – relativement faible, alors même qu'elles auraient besoin d'un rendement assez élevé. La solution passe alors souvent par un renforcement du financement. D'où la réflexion menée ces dernières années par nombre d'institutions de prévoyance qui – après avoir retrouvé un taux de couverture supérieur à 100% – ont abaissé leur taux technique et alimenté leurs réserves pour fluctuations de cours.

«Il convient de rappeler qu'il n'y a presque aucune preuve empirique que l'investisseur soit indemnisé par une prime de risque systématique lorsqu'il s'expose à un risque devise.»

Pascal Frei

Le risque de change apparaît ainsi comme supportable?

Du point de vue d'un investisseur suisse, le risque de change est une composante importante du risque total d'un portefeuille diversifié internationalement. Son appréciation doit être intégrée dans la définition de la stratégie de placement qui tient compte des perspectives globales de rendement des différentes classes d'actifs et des primes de risque qui y sont attachées, sans oublier les corrélations entre différents marchés. On a pu constater que les variations de la valeur du franc par rapport à l'euro et au dollar avaient un impact non négligeable sur la bourse suisse. Pour en revenir aux primes de risque censées apporter un «plus» de rendement, il est connu que les cours des actions sont plus volatils que ceux des obligations, mais les actions dégagent sur le long terme un rendement supérieur à celui des titres à rendement fixe, elles offrent une prime de risque positive. Or, il convient de rappeler qu'il n'y a presque aucune preuve empirique que l'investisseur soit indemnisé par une prime de risque systématique lorsqu'il s'expose à un risque devise.

S'exposer sans couverture à des devises étrangères revient donc à prendre un risque non rémunérateur?

Effectivement, si l'on compare le rendement en franc à long terme d'indices représentatifs des marchés obligataires ou des marchés boursiers mondiaux il n'y pas de différence significative de rendement

que le risque de change soit couvert ou pas. C'est pour cette raison que l'on parle de «Free Lunch in Currency Hedging» à propos de la couverture du risque de change. C'est surtout vrai pour les placements obligataires dont une grande part de la volatilité, en franc suisse, provient du risque de change.

Peut-on toutefois définir une couverture optimale du risque de change en fonction de l'allocation d'actifs choisie par l'institution de prévoyance?

La définition de cette couverture optimale ou «hedge ratio» doit, elle aussi, être effectuée dans le cadre d'une analyse de la stratégie de placement et tenir compte de la diversification partielle apportée par le risque de change. Au vu de la réaction récente de la bourse suisse, le marché suisse des actions présente manifestement un risque de change élevé qui peut s'expliquer en partie par la forte proportion des revenus des entreprises suisses réalisés à l'étranger. Reste que le risque de change ne doit pas être analysé au ni-

veau des classes d'actifs prises individuellement, mais toujours dans le contexte du portefeuille global. Les rendements de portefeuilles types de caisses de pension sont très similaires que le risque de change soit couvert ou pas et que le compartiment obligataire soit le poids lourd de la fortune ou, au contraire, que ce rôle soit dévolu aux actions.

Vous conseillerez donc de couvrir la totalité du risque de change pour les institutions de prévoyance?

La plupart des institutions de prévoyance avec lesquelles nous collaborons ont une couverture quasiment à 100% du risque de change pour leurs obligations en monnaies étrangères. Mais éliminer totalement le risque de change du portefeuille global d'une caisse de pension revient à se priver d'un élément de diversification. Selon la solidité financière de l'institution de prévoyance et sa tolérance au risque, on peut tout à fait justifier une exposition aux monnaies étrangères de 15 à 20% sur la totalité de la fortune.

On en revient à cette fameuse élaboration de la stratégie idéale de placement pour chaque caisse de pension: le retour de la volatilité du change sur le franc justifie-t-il une nouvelle analyse de fond?

A priori, si l'analyse ALM a été bien faite, en intégrant les évolutions probables de l'effectif de la caisse de pension et son besoin de rendement à long terme, la stratégie de placement a justement été définie pour rester valable plusieurs années. Avec, notamment, la contrainte de la perte maximale que pourrait subir cette institution sans mettre en péril son taux de couverture à 100%. Il n'y a donc pas lieu de s'affoler et de surréagir. Instruites par les chocs boursiers de 2000 et 2008, les institutions de prévoyance ont appris à respecter leur stratégie de placement à long terme.

Interview: Geneviève Brunet

Journaliste indépendante