



**Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research.**



www.ppcmetrics.ch

Mise en œuvre d'une stratégie de couverture I

Aiguillages importants et facteurs de réussite

Plusieurs facteurs doivent être pris en compte lors de la mise en œuvre d'une stratégie de couverture. Le cadre légal et réglementaire est à considérer, ainsi que l'approche de la couverture à choisir, mais il faut aussi réfléchir à la liquidité des instruments de couverture, aux coûts et à l'horizon temporel.

EN BREF

Un des principaux choix à faire est celui entre une approche symétrique et asymétrique. Dans les deux cas, la liquidité et les coûts des instruments de couverture jouent un rôle crucial.

L'exposition d'un portefeuille peut être pilotée par le biais de l'allocation des actifs. Pour la gestion des risques, la plupart des caisses de pensions s'appuient avant tout sur une stratégie de placement adaptée à la capacité d'exposition (dans l'optique de l'ALM) et sur la réservée de fluctuations de valeurs y liée.

Mais il vaut aussi la peine de réfléchir à une éventuelle protection des placements et de voir quelles stratégies de couverture pourraient entrer en ligne de compte et ce qu'il faudrait faire concrètement pour être prêt à les mettre en œuvre le jour où on en aura besoin. Dans ce contexte, il faudrait se demander quelles conditions sont nécessaires pour qu'une couverture puisse être mise en œuvre et s'interroger sur la liquidité, l'horizon temporel, l'approche à choisir et les coûts.

Aspects légaux et cadre réglementaire

Toute stratégie de couverture d'une caisse de pensions doit s'en tenir au cadre légal et réglementaire qui est notamment défini par l'art. 56a, «Instruments financiers dérivés», de l'OPP 2. Il y est notamment stipulé qu'une institution de prévoyance ne peut investir que dans des instruments financiers dérivés découlant des placements prévus à l'art. 53 OPP 2 (voir art. 56a al. 1 OPP 2), ou que l'utilisation d'instruments financiers dérivés ne doit pas exercer de levier sur la fortune globale (voir art. 56a al. 4 OPP 2).

Cela signifie que les instruments engagés dans le cadre d'une éventuelle stratégie de couverture devront toujours être choisis en conformité avec l'art. 56a

OPP 2 et que les obligations de garantie de produits dérivés devront être respectées à tout moment.

Enfin, il importe que les prescriptions internes de la caisse, par exemple dans le règlement de placement, soient en harmonie avec les dispositions légales et réglementaires.

Liquidité des instruments de couverture

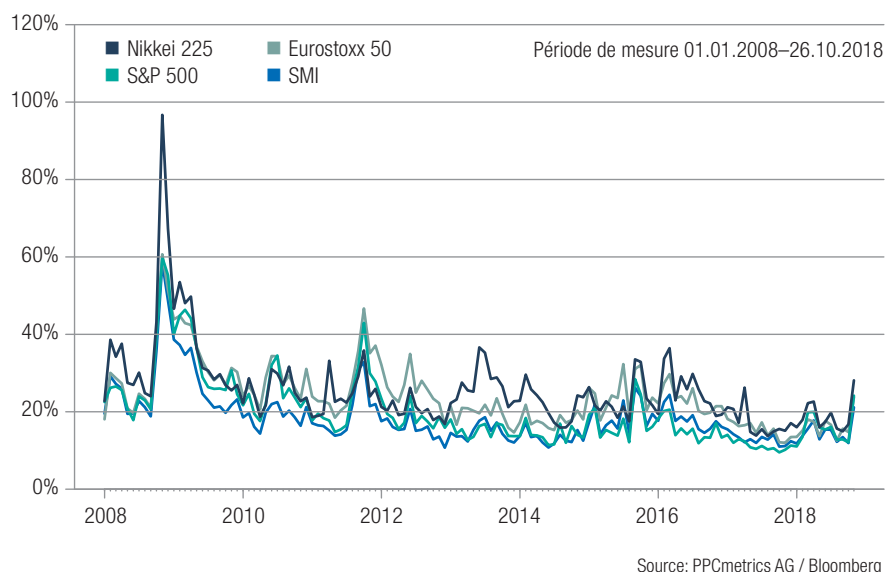
Un critère dont dépendra la réussite d'une stratégie de couverture est la liquidité suffisante des instruments engagés. En effet, l'art. 56a al. 2 OPP 2 demande ceci: «La solvabilité de la contrepartie et la négociabilité doivent être prises en considération en tenant compte des particularités de chaque instrument dérivé.»

C'est d'autant plus important qu'en période de crise, la liquidité des marchés financiers peut diminuer fortement et ainsi contrecarrer les projets de couverture quand on en aurait le plus grand besoin. A l'art. 2 du règlement européen concernant les marchés financiers,¹ un marché liquide est défini entre autres en tant que «marché d'un instrument financier ou d'une catégorie d'instruments financiers sur lequel il existe de façon continue des vendeurs et des acheteurs prêts et disposés».

L'écart entre le prix de l'offre et le prix de la demande (bid ask spread) est un indicateur apte à mesurer la liquidité d'un marché. Cet écart est par exemple très faible dans une paire de monnaies très liquides telles que l'euro et le dollar,

¹ Règlement (UE) no 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014.

Volatilités annuelles implicites des marchés d'actions



tandis que l'écart s'agrandit dans les paires de monnaies avec un volume de transactions moins important.

L'horizon temporel d'une couverture

Le choix de l'horizon temporel de la couverture à conclure fera intervenir toutes sortes d'aspects différents.

Ainsi, l'horizon devrait être adapté aux contraintes du métier clé, c'est-à-dire, les engagements du côté passif. L'horizon de temps dépendra aussi du risque dont on veut se prémunir et de l'instrument financier qu'on a choisi pour le faire. Car selon la nature du risque et l'instrument de couverture, il faudra choisir un horizon de temps différent pour que les coûts de la couverture gardent des proportions raisonnables. De manière générale, on peut dire que les coûts de couverture augmentent à mesure que l'horizon de temps est long.

Dans la pratique, la liquidité du marché est le facteur limitant qui pèse le plus. Le marché est généralement beaucoup plus liquide pour les instruments de couverture à court terme (durée d'un à trois mois) que pour les instruments qui courent plus longtemps.

Approches de couverture symétriques ou asymétriques

Au niveau des approches, il faut faire la distinction entre une couverture symétrique ou asymétrique.

Lorsque la couverture est symétrique, les pertes du côté placement sont compensées par les plus-values de l'instrument de couverture et vice versa. Les contrats à terme ou futures sont par exemple des instruments symétriques de couverture.

A la différence des approches symétriques de couverture, les profits et les pertes ne sont pas mutuellement compensés entre sous-jacent et instrument de couverture dans une approche asymétrique. L'instrument de couverture le plus connu dans cette catégorie des stratégies asymétriques est sans doute celui des options. Ainsi, l'achat d'options put sur un portefeuille d'actions permet de vendre ce dernier à un prix minimum défini et de se protéger de la sorte contre les pertes. En même temps, on peut participer à une évolution positive de la valeur du portefeuille. Mais ce profil de paiement asymétrique n'est pas gratuit. A l'achat d'options, on doit payer une prime.

Le choix d'une approche symétrique ou asymétrique de la couverture dépend entre autres de la question de savoir si on est prêt à payer cette prime ou non.

Coûts

Les coûts jouent de toute façon un rôle très important quand on doit décider si on va travailler avec des instruments de couverture ou non. Selon l'instrument choisi, les coûts se composeront

de plusieurs éléments: coûts directs, coûts indirects et coûts de transaction (bid ask spread).

Dans un instrument asymétrique tel qu'une option, la volatilité implicite va fortement influencer sur le prix. Le graphique montre l'évolution chronologique de la volatilité implicite de marchés de l'investissement. Il en ressort très clairement qu'en période de turbulences (par exemple lors d'une crise financière), les volatilités implicites peuvent flamber et le coût des instruments de couverture avec elles.

Garder ses repères

Si on projette d'utiliser des instruments de couverture, il faudrait mettre au point un concept clair et l'appliquer de manière globalement structurée. Il est également utile de planifier la stratégie de couverture et d'y intégrer divers aspects de la mise en œuvre tels que le cadre légal, la liquidité des instruments de couverture, les horizons de couverture, l'approche choisie, et surtout, les coûts.

Enfin, on doit toujours garder en vue la finalité de la stratégie de couverture: son objectif est de gérer les risques des placements. **I**

Andreas Reichlin
Stephan Skaanes

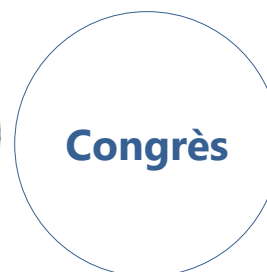
Nous publions chaque année plus de 40 articles spécialisés sur des sujets variés.



Nos experts partagent leur savoir et leurs avis avec le public.



Nous organisons plusieurs conférences chaque année. Découvrez-nous en live.



PPCmetrics AG
Investment & Actuarial
Consulting, Controlling
and Research.
En savoir plus

