

GESTION OBLIGATAIRE INTERNATIONALE ET PRÉVOYANCE PROFESSIONNELLE EN SUISSE

Pour ou contre une gestion active du risque de change

Les caisses de pension doivent-elles envisager une couverture systématique et totale du risque de change dans le cadre de leurs placements obligataires?

Dr RENÉ SIEBER*

Dans le cadre de la gestion obligataire internationale, la couverture du risque de change est l'objet depuis plusieurs années d'un important débat¹.

Ce dernier s'est notamment concentré sur la pertinence d'une approche consistant à couvrir systématiquement et totalement le risque de change. Dans les faits, cette approche a connu un essor considérable en Suisse, avec la commercialisation de plusieurs fonds de placement suisses et étrangers.

De tels produits présentent de l'intérêt car des obligations en monnaies étrangères, dont le risque monétaire est totalement couvert contre le franc suisse par des contrats de change à terme, sont fréquemment assimilées aux titres de débiteurs étrangers directement émis en Franc suisse. En effet, étant donné leur profil de risque et de rentabilité, des portefeuilles diversifiés d'obligations totalement couvertes constituent des substituts intéressants aux

«étrangères» en franc suisse, particulièrement sur le long terme.

L'objet du présent article est de mettre en évidence l'impact d'une gestion obligataire internationale hors risque de change sur la gestion de fonds soumis à la loi sur la prévoyance professionnelle pour la période couvrant les années 1986 à 1995². Ce faisant, il apporte quelques réponses à l'une des questions fréquemment abordée dans le cadre du débat évoqué ci-dessus: peut-on considérer des obligations en monnaies étrangères dont le risque de change est entièrement couvert comme une catégorie d'actifs à part entière?

LIMITES DE PLACEMENT DE L'OPP2 ET OBLIGATIONS EN MONNAIES ÉTRANGÈRES

Les nouvelles limites de placements de l'OPP2² entrées en vigueur le 1^{er} janvier 1993 (voir le tableau 1 de la page suivante) permettent aux institutions de pré-

voyance de procéder à une meilleure diversification internationale. Si cette évolution permet clairement d'espérer une rentabilité accrue de la fortune pour un niveau de risque comparable, le risque supérieur auquel les placements en monnaies étrangères exposent un investisseur suisse est largement dû au risque de change. Ceci est le cas particulièrement pour les obligations en monnaies étrangères dont la performance est fortement influencée par l'évolution des taux de change³.

Le tableau 2 présente, pour la période allant de 1986 à 1995, les caractéristiques de rentabilité et de risque des catégories de valeurs mobilières qui peuvent être envisagées dans le cadre de la prévoyance professionnelle en Suisse. Les résultats mettent clairement en évidence l'impact du risque de change évoqué ci-dessus. En effet, le risque plus élevé caractérisant les actifs en monnaies étrangères s'est matérialisé durant la période considérée au travers d'une rentabilité annuelle moyenne en Franc



TABLEAU 1

Les limites de placement de l'OPP2 en vigueur dès le 1^{er} janvier 1993

● Obligations domestiques en CHF	max. 100%	max. 100%
● Titres de gages immobiliers suisses	max. 75%	
● Obligations «étrangères» en CHF (Obligations de débiteurs étrangers en CHF)	max. 30%	max. 30%
● Obligations en monnaies étrangères	max. 20%	
● Actions étrangères	max. 25%	max. 50%
● Actions suisses	max. 30%	
● Immobilier suisse	max. 50%	max. 70%
● Immobilier étranger	max. 5%	

Source: Dynagest SA, Genève, 1996.

suisse significativement inférieure à celle des actifs en Franc suisse.

Or, comme le souligne le tableau 2 (voir ci-contre en page 3), cette sous-performance) est directement imputable au risque de change. Les indices représentatifs des actifs en monnaies étrangères étant calculés en dollar US, leur performance en Franc suisse intègre la forte dépréciation de 5,8% par an enregistrée par la devise américaine sur la période considérée. Un rapide calcul permet de relever que les actifs en monnaies étrangères auraient dégagé une rentabilité supérieure à leurs homologues en Franc suisse, si le taux de change du dollar US contre Franc suisse était resté inchangé.

L'impact de l'appréciation du Franc suisse se retrouve aussi dans la détermination des portefeuilles efficients qui pouvaient être constitués sur la base des seules valeurs mobilières, et ceci dans le cadre des limites de placement imposées (voir le tableau 1).

Le tableau 3A met en évidence cinq portefeuilles efficients, avec des caractéristiques de rentabilité et de risque croissants, dans le cas où aucune couverture du risque de change n'est considérée. Chacun de ces portefeuilles représente la combinaison d'actifs qui, pour un niveau de risque donné, offrait la meilleure rentabilité possible. Chacun de ces portefeuilles représente aussi la combinaison d'actifs qui, pour un niveau de rentabilité

donnée, permettait d'exposer l'investisseur au plus faible risque possible.

Avec l'évolution des taux de change caractérisant la période 1986-1995, il n'est pas surprenant que des actifs en monnaies étrangères, en l'occurrence des actions étrangères à hauteur de 9% du portefeuille, ne soient pris en compte que dans le plus risqué des cinq portefeuilles efficients considérés⁴.

Dans le cadre de cette analyse, qui se base sur la performance d'indices représentatifs des catégories de placement considérées, et pour la période sous revue, il est ainsi intéressant de relever que le risque de change, en particulier le risque du dollar US, s'est matérialisé d'une manière telle que les

portefeuilles efficaces n'intégraient pas d'obligations en monnaies étrangères⁵.

**OBLIGATIONS
EN MONNAIES
ÉTRANGÈRES «HEDGÉES»
EN FRANC SUISSE
COMME SUBSTITUTS
AUX «ÉTRANGÈRES»
EN FRANC SUISSE**

Au vu des résultats précédents, l'opportunité d'une couverture du risque de change, en particulier pour les obligations en monnaies étrangères, mérite un examen plus approfondi. Une première possibilité en la matière consiste à considérer les obligations en monnaies étrangères entièrement couvertes contre les risques de

change (ci-après obligations en monnaies étrangères «hedgées» en Franc suisse) comme des substituts aux obligations émises par des débiteurs étrangers en Franc suisse (ci-après obligations «étrangères» en Franc suisse).

Cette approche, adoptée par des caisses de pension et admise par certaines autorités de surveillance cantonales, part du principe qu'une couverture systématique et intégrale, par le biais de contrats de change à terme renouvelés à chaque échéance, conduit à la «création» d'un titre libellé synthétiquement en Franc suisse⁶. Ce faisant, elle considère implicitement de tels titres comme une catégorie d'actifs à part entière.

En ce qui concerne la performance, entre 1986 et 1995, les

obligations en monnaies étrangères «hedgées» en Franc suisse se sont avérées intéressantes durant la période considérée par la présente analyse.

Par rapport aux «étrangères» en Franc suisse, elles ont offert une rentabilité annuelle moyenne nettement supérieure, 7,9% contre 6,2%, pour un niveau de risque marginalement plus élevé, 4,0% contre 3,6%. En outre, dans l'optique de la diversification, l'indice considéré a affiché des corrélations avec les autres catégories d'actifs comparables, voire inférieures à celles des «étrangères» en Franc suisse.

Il n'est ainsi pas surprenant que les obligations en monnaies étrangères «hedgées» en Franc suisse aient remplacé systématiquement

TABLEAU 2

**Rentabilité et risque des catégories
de placements admises dans le cadre de l'OPP2**
(hors immobilier et placements à court terme)

Catégories d'actifs	1986-1995		1986-1990		1991-1995	
	Rentabilité*	Risque*	Rentabilité*	Risque*	Rentabilité*	Risque*
● Obligations domestiques en CHF	5,5%	3,4%	2,4%	2,8%	8,8%	3,7%
● Obligations «étrangères» en CHF	6,2%	3,6%	2,7%	3,3%	9,9%	3,6%
● Obligations en monnaies étrangères	5,2%	9,0%	1,7%	8,7%	8,8%	9,2%
● Actions suisses	10,4%	18,5%	-0,5%	22,2%	22,5%	13,2%
● Actions étrangères	7,2%	18,3%	4,3%	21,3%	10,1%	14,8%
● N.B. US Dollar	-5,8%	13,1%	-9,4%	12,9%	-2,0%	13,2%
● Obligations en monnaies étrangères «hedgées» en CHF	7,9%	4,0%	5,5%	4,5%	10,4%	3,2%

*Exprimés en CHF. Rentabilités annuelles moyennes.

Source: Indices Morgan Stanley Capital International pour les actions. Indices Salomon Brothers pour les obligations et BOPP ISB pour le taux de change CHF/USD.



TABLEAU 3

Possibilités de diversification dans le cadre des limites de placement de l'OPP2*. Cinq portefeuilles efficients: 1986-1995

A) sans obligations en monnaies étrangères «hedgées» en CHF					
	Portefeuille 1	Portefeuille 2	Portefeuille 3	Portefeuille 4	Portefeuille 5
Rentabilité annuelle moyenne	5,8%	6,4%	6,8%	7,2%	7,3%
Risque	3,4%	4,5%	5,6%	6,7%	7,8%
<i>Répartition en %</i>					
● Obligations domestiques en CHF	69	56	48	40	31
● Obligations «étrangères» en CHF	30	30	30	30	30
● Obligations en monnaies étrangères	0	0	0	0	0
● Actions suisses	1	14	22	30	30
● Actions étrangères	0	0	0	0	9
● Total	100	100	100	100	100

B) avec obligations en monnaies étrangères «hedgées» en CHF comme substituts aux «étrangères» en CHF					
	Portefeuille 1	Portefeuille 2	Portefeuille 3	Portefeuille 4	Portefeuille 5
Rentabilité annuelle moyenne	6,5%	7,0%	7,4%	7,7%	7,9%
Risque	3,4%	4,5%	5,6%	6,7%	7,8%
<i>Répartition en %</i>					
● Obligations domestiques en CHF	65	54	46	39	30
● Obligations «étrangères» en CHF	0	0	0	0	0
ou/et Obligations en monnaies étrangères «hedgées» en CHF	30	30	30	30	30
● Obligations en monnaies étrangères	0	0	0	0	0
● Actions suisses	5	16	24	30	30
● Actions étrangères	0	0	0	1	10
● Total	100	100	100	100	100

C) avec obligations en monnaies étrangères «hedgées» en CHF comme «substituts» aux monnaies étrangères					
	Portefeuille 1	Portefeuille 2	Portefeuille 3	Portefeuille 4	Portefeuille 5
Rentabilité annuelle moyenne	6,3%	6,8%	7,2%	7,5%	7,7%
Risque	3,4%	4,5%	5,6%	6,7%	7,8%
<i>Répartition en %</i>					
● Obligations domestiques en CHF	66	55	47	39	30
● Obligations «étrangères» en CHF	10	10	10	10	10
● Obligations en monnaies étrangères	10	0	0	0	0
ou/et Obligations en monnaies étrangères «hedgées» en CHF	20	20	20	20	20
● Actions suisses	4	15	23	30	30
● Actions étrangères	0	0	0	1	10
● Total	100	100	100	100	100

*Limites de placements en vigueur dès le 1^{er} janvier 1993. Hors immobilier et placements à court terme.

Source: Dynagest SA, Genève 1996.

et totalement les «étrangères» en Franc Suisse dans les portefeuilles efficients obtenus sur la base de l'approche de substitution considérée ci-dessus. Le tableau 3B (voir la page ci-contre) met en évidence cinq de ces portefeuilles efficients.

Ces derniers, comparés aux cinq portefeuilles efficients obtenus sans recours aux obligations en monnaies étrangères «hedgées» en Franc suisse (voir le tableau 3A), permettaient d'envisager des performances clairement supérieures sur la période 1986-1995.

Ainsi, pour un niveau de risque de 3,4%, une diversification efficiente dans le cadre de l'OPP2 procurait, sans possibilité de recourir aux obligations «hedgées», une rentabilité annuelle moyenne de 5,8%. Avec la possibilité de recourir à celles-ci, une rentabilité de 6,5% pouvait être atteinte.

Le graphique de la page suivante illustre ces résultats. Outre les cinq portefeuilles efficients considérés dans les tableaux 3A et 3B, il met en évidence, dans chacune des approches, l'ensemble des combinaisons d'actifs efficients. On constate que la courbe d'efficience B (avec obligations «hedgées») se situe clairement au-dessus de la courbe d'efficience A (sans obligations «hedgées»).

En d'autres termes, la prise en considération d'obligations en monnaies étrangères «hedgées», comme substituts aux «étrangères» en Franc suisse, a permis, sur la période considérée, un déplacement de la courbe d'efficience vers le haut. Avec un niveau de risque identique, elle contribuait à une amélioration notable des perspectives de rentabilité

d'une institution de prévoyance.

L'analyse parvient à des conclusions similaires sur les deux sous-périodes de cinq ans (1986-1990 et 1991-1995).

**OBLIGATIONS
EN MONNAIES
ÉTRANGÈRES
«HEDGÉES»
EN FRANC SUISSE
DANS UNE OPTIQUE
DE COUVERTURE
DU RISQUE
DE CHANGE**

L'approche qui assimile les obligations entièrement couvertes contre le risque de change à des titres directement émis en Franc suisse par des débiteurs étrangers considère implicitement ces obligations comme une catégorie d'actifs à part entière.

En revanche, si l'on adopte une pure optique de couverture du risque de change, les obligations «hedgées» ne peuvent être considérées que comme des obligations en monnaies étrangères, des titres pour lesquels une protection contre le risque de change a été mise en place.

En considérant dorénavant les obligations en monnaies étrangères «hedgées» en Franc suisse comme un «substitut» aux obligations en monnaies étrangères non couvertes, la démarche utilisée précédemment peut être reprise pour appréhender l'ampleur de la couverture à envisager et son impact sur la performance durant la période sous revue.

Le tableau 3C (voir ci-contre) présente cinq portefeuilles efficients obtenus sur cette base. Avec l'évolution des taux de change caractérisant la période 1986-1995, il n'est guère surprenant de

ne retrouver que des obligations en monnaies étrangères au bénéfice d'une couverture totale du risque de change.

Comparés aux cinq portefeuilles efficients obtenus sans recours aux obligations en monnaies étrangères «hedgées» en Franc suisse (voir tableau 3A), les portefeuilles efficients obtenus dans une pure approche de couverture permettaient également d'envisager des performances supérieures.

Ces dernières se sont toutefois révélées inférieures aux performances qui pouvaient être obtenues avec les obligations en monnaies étrangères «hedgées» en Franc suisse comme substituts aux «étrangères» en Franc suisse (voir le tableau 3B).

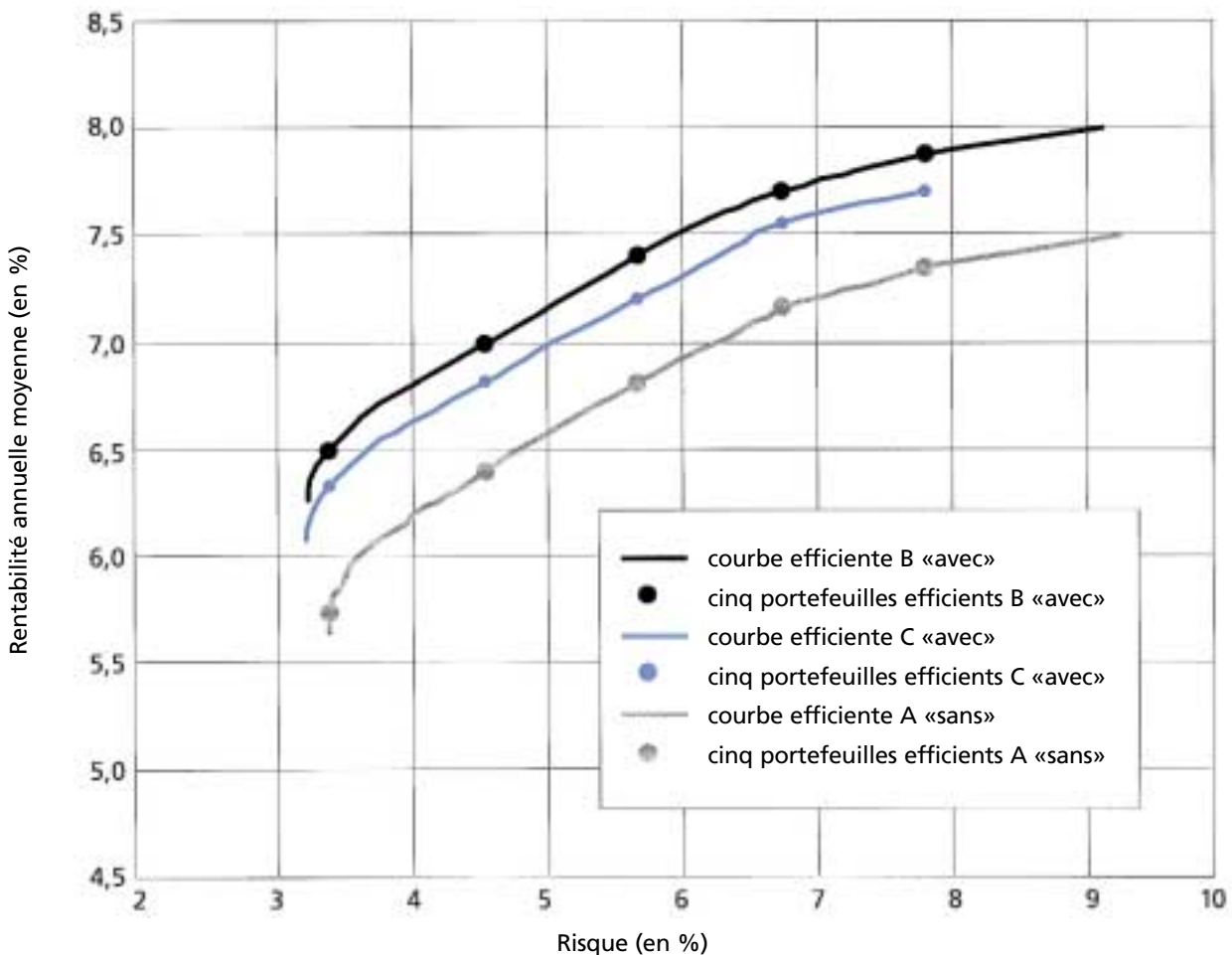
Le graphique de la page suivante illustre ces résultats (courbe d'efficience C). L'optique de pure couverture engendrait un déplacement de la courbe d'efficience vers le haut moins important que dans le cas de l'approche de substitution aux «étrangères» en Franc suisse. Cependant, elle contribuait aussi à une amélioration sensible des perspectives de rentabilité pour des niveaux de risque identiques.

Dans ce contexte également, l'analyse parvient à des conclusions similaires sur les deux sous-périodes de cinq ans (1986-1990 et 1991-1995). Toutefois, pour la sous-période de 1986 à 1990, la plupart des portefeuilles efficients retenaient simultanément des obligations en monnaies étrangères couvertes et non couvertes. En d'autres termes, ils intégraient une couverture partielle du risque de change.

Or, la détermination d'une couverture partielle implique une gestion active du risque de change.

Possibilités de diversification dans le cadre des limites de placement OPP2*

Courbes d'efficacité avec et sans obligations en monnaies étrangères «hedgées» en Franc suisse: 1986-1995



*Limites de placements en vigueur dès le 1^{er} janvier 1993. Hors immobilier et placement à court terme.

Source: Dynagest SA, Genève, 1996.

Enfin, il faut encore relever que les résultats obtenus dans l'optique de pure couverture ne sont pas nécessairement liés à la mauvaise performance enregistrée par les obligations en monnaies étrangères non couvertes au cours de la période sous revue. En effet, une analyse analogue réalisée sur une période caractérisée par une performance des obligations non couvertes supérieure à celle de

leurs homologues couvertes aboutit à des résultats similaires⁷.

Comme le révèle le tableau 2 (voir à ce sujet en pied de la page 3), la couverture systématique et totale du risque de change engendre aussi une réduction très marquée du risque auquel les obligations en monnaies étrangères exposent l'investisseur dont la monnaie de référence est le Franc suisse.

CONCLUSIONS

Au-delà du débat concernant le bien-fondé des deux approches analysées, les résultats obtenus suggèrent que la gestion obligatoire internationale hors risque de change a un sens dans le cadre de la prévoyance professionnelle en Suisse.

Comme démontré, entre 1986 et 1995, le recours à des obligations en monnaies étrangères «hed-

gées» en Franc suisse a clairement contribué à améliorer les perspectives de rentabilité sans risque supplémentaire.

Les deux approches étudiées impliquent cependant une attitude très différente à l'égard de la gestion du risque de change dans le cadre des investissements à taux fixe.

L'approche de substitution part du principe que des titres libellés synthétiquement en Franc suisse sont assimilables à des obligations émises directement en Franc suisse. En considérant de tels titres comme une catégorie d'actifs à part entière, elle admet en fait que les obligations en monnaies étrangères présentent exclusivement de l'intérêt pour le supplément de rendement qu'elles peuvent procurer ou/et les mouvements de taux d'intérêt dont elles permettent de bénéficier⁸. Un investisseur gère ainsi essentiellement des risques de taux d'intérêt étrangers.

En revanche dans une pure optique de couverture, la gestion du risque de change constitue une part intégrante de la gestion d'obligations en monnaies étrangères.

En d'autres termes, celles-ci présentent aussi de l'intérêt pour les mouvements de change dont elles peuvent permettre de bénéficier. Cette approche nécessite cependant une gestion active des risques monétaires, notamment au travers du degré de couverture à mettre en place. Elle implique également que les institutions de

prévoyance disposent des compétences pour gérer de tels risques.

Enfin, il faut souligner deux limites de l'analyse menée. D'une part, elle se base sur la performance d'indices représentatifs des catégories d'actifs admises dans le cadre de l'OPP2. Or, dans le cas des obligations en monnaies étrangères, l'étude mériterait d'être affinée: elle devrait considérer les marchés individuels et, par conséquent, les différents risques monétaires auxquels un investisseur s'expose.

D'autre part, la période retenue n'est pas sans effet: en l'occurrence les années 1986-1995 ont été marquées par une forte dépréciation du dollar US⁹. Cette dernière illustre toutefois le risque auquel une institution de prévoyance s'expose en acceptant le risque de change au niveau de ses placements obligataires.

**Dr René Sieber,
Associé de Dynagest SA Genève,
Chargé de cours HEC,
Université de Genève.*

NOTES

¹Voir notamment *The Currency-Hedging Debate*, édité par Lee R. Thomas, I.F.R., 1993.

²L'analyse proposée est basée sur des indices de performance représentatifs des catégories de placements admises dans le cadre de l'ordonnance sur la prévoyance professionnelle, vieillesse, survivants et invalidité (OPP2). Pour les obligations, elle prend en considération des titres de première qualité, excluant ainsi l'impact d'une gestion du risque de débiteur. D'autre part, pour les actifs en monnaies étrangères, les

indices retenus correspondent à des portefeuilles composés des différents marchés individuels pondérés sur la base de leurs capitalisations boursières respectives. L'incidence d'une gestion active de l'allocation entre les différents marchés étrangers n'est ainsi pas prise en considération.

³L'analyse des sources de risques, auxquels un investisseur s'expose dans sa monnaie de référence avec des obligations en monnaies étrangères, fait clairement ressortir la prépondérance du risque de change. Voir notamment *La gestion obligataire «hedgée»*, Dynagest SA, Genève, juin 1994.

⁴Il importe de relever que la part des actions étrangères atteint 20%, dans le portefeuille efficient le plus risqué qui se caractérise par une rentabilité annuelle moyenne de 7,5%, et une volatilité de 9,3%.

⁵Une analyse similaire sur les deux sous-périodes 1986-1990 et 1991-1995 ne remet pas en question cette constatation. En considérant à nouveau cinq portefeuilles efficients, avec des niveaux de risque et de rentabilité croissants, seul le portefeuille le moins risqué sur la sous-période 1986-1990 comprend des obligations en monnaies étrangères, pour moins de 6%, du portefeuille.

⁶Dans une telle optique, une obligation en monnaie étrangère émise par un débiteur domestique «hedgée» en Franc suisse pourrait être considérée comme un substitut aux obligations domestiques en Franc suisse.

⁷Voir René Sieber, *Les effets de la couverture du risque de change dans le cadre de la prévoyance professionnelle en Suisse*, support du séminaire *Technique de couverture du risque de change* du programme de formation continue en finance de l'Université de Genève, juin 1996.

⁸Après prise en compte, évidemment, du coût ou du produit de la couverture du risque monétaire.

⁹Deux études portant sur des périodes antérieures (1982-1992 et 1983-1994) parviennent cependant à des conclusions similaires. Voir *La gestion obligataire internationale hors risque de change et la prévoyance professionnelle en Suisse*, Dynagest SA, Genève, octobre 1993 et novembre 1995.

*Tiré à part du GUIDE DES FONDS DE PLACEMENT – 1996
supplément publié par L'AGEFI*

DYNAGEST SA
rue du Rhône 7, case postale 5262, 1211 Genève 11
tél. (022) 311 37 37 – fax (022) 307 33 71