

# LA GESTION OBLIGATAIRE HORS RISQUE DE CHANGE: UN PRAGMATISME DE BON ALOI



**L**es obligations sont traditionnellement perçues comme des véhicules de placement peu risqués. Par contraste, les taux de change affichent des comportements erratiques, susceptibles d'affecter fortement la performance d'un placement financier en monnaie étrangère. La constitution d'un portefeuille d'obligations en monnaies étrangères tient ainsi du paradoxe, car le caractère défensif des obligations est occulté par la volatilité des devises. Une réponse pragmatique à ce problème consiste à couvrir l'exposition au risque de change du portefeuille par le biais de ventes à terme de devises.

Objet de cet article, la gestion obligataire hors risque de change est une approche impliquant une couverture totale et systématique du risque de change inhérent aux obligations en monnaies étrangères. Ne subsiste alors qu'une exposition aux taux d'intérêt étrangers, avec les avantages que cela comporte: réduction du risque par le biais d'une diversification internationale et accès à des rendements potentiellement supérieurs.

Les récentes turbulences sur le marché des changes, et plus particulièrement les déboires de l'euro et l'envol du dollar et du yen, rappellent avec acuité l'importance de gérer l'exposition monétaire. Pour Dynagest, spécialiste de la gestion obligataire, il était donc opportun de faire le point sur l'approche consistant à couvrir systématiquement

le risque de change, approche qu'elle privilégie depuis sa création en 1993<sup>(1)</sup>.

## Il n'y a pas de règle absolue

La couverture du risque de change a fait l'objet d'un vaste débat théorique et empirique<sup>(2)</sup>, dont il ressort que la décision de détenir une monnaie étrangère est de même nature que celle d'investir dans une action ou une obligation. Les décisions d'allocation touchant aux actifs financiers et aux devises doivent donc être prises conjointement, en fonction des mêmes paramètres: rendements espérés, variances/covariances des rendements et préférences des investisseurs.

Si la théorie n'apporte pas de réponse définitive à la question de la couverture du risque de change, elle propose néanmoins une gestion active de l'exposition monétaire. Ainsi, selon les circonstances, il est optimal de ne pas couvrir l'exposition à telle devise tout en couvrant totalement ou partiellement telle autre. En résumé, il n'y a pas de règle absolue.

Sans bénéficier d'un soutien inconditionnel de la théorie économique, la gestion obligataire hors risque de change peut faire valoir quelques solides arguments, à commencer

par la difficulté de mettre en œuvre une approche optimale.

La gestion active de l'exposition monétaire préconisée par la théorie pose en effet de nombreux problèmes. En particulier, au-delà des compétences requises pour gérer activement le risque de change<sup>(3)</sup>, l'estimation du rendement attendu sur une devise tient de la gageure. Une multitude d'outils de prévision ont été développés, mais aucun n'a véritablement fait ses preuves. Les devises ont un comportement largement imprévisible, de sorte qu'il est difficile de les intégrer dans un processus traditionnel d'allocation d'actifs.

Certes, l'évolution des actions ou des obligations n'est guère plus aisée à prévoir que celle des devises. Une erreur de prévision sur la variation des taux d'intérêt est cependant moins lourde de conséquences qu'un pronostic erroné sur l'évolution des taux de change. La couverture systématique du risque monétaire apparaît ainsi comme une solution pragmatique, permettant d'éliminer la principale source de volatilité d'un portefeuille d'obligations en monnaies étrangères.

\* Abdu Benheddi est conseiller en techniques d'optimisation chez Dynagest, Genève.

\*\* François Christen est responsable de l'analyse macroéconomique et de la stratégie de placement obligataire chez Dynagest, Genève

**Impact de la couverture du risque de change sur la volatilité (janvier 1985-août 2000)**

	Volatilité du marché, locale en monnaie	Volatilité de la monnaie locale face au franc suisse	Volatilité totale, en franc suisse, sans couverture	Volatilité totale, en franc avec couverture	Réduction de la volatilité résultant de la couverture
USA	4,8%	12,6%	12,7%	4,9%	-61,6%
Canada	6,1%	13,4%	15,0%	6,1%	-59,5%
Japon	4,7%	10,9%	11,6%	4,7%	-60,0%
Allemagne	3,4%	4,1%	5,4%	3,4%	-37,7%
France	4,4%	4,5%	6,4%	4,2%	-34,2%
Italie	3,9%	8,1%	10,0%	3,8%	-61,7%
UK	6,5%	9,1%	12,0%	6,5%	-46,2%
"Monde"	3,7%	8,3%	8,6%	3,7%	-57,2%
Suisse	3,3%	-	3,3%	-	-

**Tableau 1** Source: Dynagest, sur la base des indices WGBI de Salomon Smith Barney. NB: volatilité annualisée sur la base des rendements mensuels

**Moins de risque...**

La réduction du risque résultant de la couverture de l'exposition aux monnaies étrangères est illustrée dans le tableau 1 pour divers marchés à l'aide des indices publiés par Salomon Smith Barney depuis 1985. Ces indices, constitués d'obligations gouvernementales d'une vie résiduelle supérieure à un an, peuvent être interprétés comme des portefeuilles représentatifs de la politique d'émission des différents gouvernements.

Calculés dans plusieurs monnaies, avec et sans couverture du risque de change, ces

indices sont fréquemment utilisés comme références dans la gestion de portefeuilles obligataires. Ils peuvent en outre être répliqués en recourant aux techniques de gestion indicelle.

Le tableau 1 met clairement en évidence la réduction de volatilité d'un placement obligataire rendue possible par la couverture intégrale et systématique du risque de change. Les bénéfices de la couverture sont particulièrement significatifs sur les marchés non européens où la réduction de la volatilité avoisine 60%. L'impact favorable de la couverture est également substantiel dans le

cas de l'indice «Monde»<sup>(4)</sup>, où la réduction de la volatilité atteint 57%! Bien que moins spectaculaire, la diminution du risque demeure intéressante dans le cas des pays européens, y compris l'Allemagne.

Si la réduction de la volatilité résultant de la couverture du risque de change est appréciable, il importe encore de déterminer son impact sur le rendement. La vente à terme de devises, qui vient compléter le placement en monnaie étrangère, n'est a priori pas sans répercussion sur la performance puisqu'elle implique de «bloquer» une appréciation ou une dépréciation de la devise concernée au

## Se couvrir contre le risque de change d'un placement obligataire

Le principe de base de la gestion obligataire hors risque de change consiste à couvrir l'exposition au risque de change par le biais d'une vente à terme de la monnaie étrangère. A titre d'illustration, un placement obligataire en euro est considéré du point de vue de l'investisseur suisse. L'opération est mise en place le 30 décembre 1999. L'horizon de placement est de six mois, soit au 30 juin 2000. Les prix et taux de change utilisés dans cet exemple sont conformes à la réalité.

■ **30 décembre 1999:** achat d'une obligation gouvernementale allemande «4,5% Bund 4 juillet 2009» au prix de 93,75% et au taux de change de 1,6050 CHF/EUR. Pour un nominal de EUR 1 000 000, l'investisseur doit déboursier EUR 959 568, soit CHF 1 540 010. Le rendement à l'échéance du placement obligataire est, exprimé en euro, de 5,35%.

■ **Vente à terme** de EUR 985 000 contre CHF, à l'horizon du 30 juin 1999, au taux de change de 1,5914 CHF/EUR. Le montant couvert prend en compte six mois d'intérêt courus et suppose un rendement à l'échéance inchangé à l'horizon. Dans ce cas précis, l'euro à six mois de terme se traite avec un déport de 136 points de swap face au franc suisse. La couverture revient

ainsi à «bloquer» une dépréciation de l'euro d'environ 0,85% face au franc suisse. En termes annualisés, cela représente un recul de 1,69%, parfois interprété comme le «coût» de la couverture. Combinée au rendement à l'échéance de 5,35%, la couverture implique un «rendement couvert» de 3,57%.

■ **30 juin 2000:** l'obligation vaut alors 94,75% et l'euro s'est déprécié à 1,5570 CHF/EUR. A l'horizon de la vente à terme, deux solutions se présentent: conserver l'obligation en euro et renouveler la couverture, ou réaliser le placement et rapatrier le produit de la vente. En optant pour la seconde, l'investisseur encaisse EUR 992 008, dont EUR 985 000 sont changés en francs suisses aux conditions fixées six mois auparavant. L'investisseur touche ainsi CHF 1 567 502, auxquels s'ajoute un gain en capital changé en francs suisses aux conditions du jour, soit CHF 10 912.

L'opération avec couverture du risque de change a donc dégagé un taux de rendement de 2,49% (5,04% en termes annualisés) en franc suisse. Pour comparaison, le placement affiche un taux de rendement de 3,38% (6,88% p.a.) en euro, alors que l'opération sans couverture du risque de change se serait soldée par un gain en franc suisse de 0,29% (0,58% p.a.) seulement.

gré des conditions de marché. Ce point est illustré par l'encadré «Se couvrir contre le risque de change d'un placement obligataire».

Dans l'exemple présenté dans cet encadré, la vente à terme d'euros revient à accepter une légère dépréciation de la devise européenne face au franc suisse. Ce cas ne peut toutefois pas être généralisé: il suffit pour s'en convaincre de considérer la situation inverse d'un investisseur européen qui couvrirait son exposition monétaire en franc suisse. La vente à terme de francs suisses contre euros aurait alors permis de bénéficier d'une appréciation du franc suisse, de sorte que le "coût" de la couverture se serait mué en «produit» de la couverture.

Ces notions de «coût» et de «produit» méritent d'être précisées. «Coût» et «produit»

peuvent respectivement être mesurés sur la base du déport ou report, soit de la différence entre taux de change à terme et taux de change au comptant. Toutefois, afin de déterminer la pertinence d'une couverture du risque de change, coût et produit doivent être estimés par rapport au taux de change attendu à l'horizon de la vente à terme. On en revient ainsi aux préceptes de la théorie et aux difficultés qu'elle soulève.

A défaut d'opinion sur l'évolution attendue du taux de change, l'investisseur s'intéressera à l'impact a posteriori de la couverture du risque de change sur le rendement. Toujours dans l'exemple proposé, la vente à terme d'euros a permis d'accroître le rendement en évitant une perte de change. L'opération s'est donc révélée profitable en dépit du coût que semblait impliquer la couverture: outre la réduction de la volatilité, le rendement

s'est trouvé amélioré.

Mais là encore, la généralisation n'est pas possible (un Européen détenant un titre en franc suisse aurait grevé le rendement en se couvrant). L'impact de la couverture sur le rendement doit donc être évalué en moyenne, sur le long terme. Le tableau 2 présente les résultats obtenus sur les différents marchés considérés plus haut.

Si elle réduit toujours la volatilité, la couverture du risque de change a affecté de façons diverses le rendement des placements en obligations. Dans le cas présent, la couverture a amélioré le rendement des investissements aux Etats-Unis et au Canada, alors qu'elle a grevé le rendement des placements en Europe et au Japon. En ce qui concerne l'indice «Monde», l'impact de la couverture sur le rendement est quasiment

## Faut-il couvrir le risque euro?

La substitution de onze monnaies nationales par une monnaie unique, l'euro, a sensiblement modifié la donne pour le gérant d'un portefeuille d'obligations internationales. L'univers de placement est appauvri puisque toutes les obligations émises par les pays membres de l'Union se comportent désormais de façon quasiment similaire. L'avènement de l'euro a donc réduit le potentiel de diversification associé à la gestion obligataire internationale. En contrepartie, la monnaie unique a permis le développement du marché de la dette non gouvernementale. De plus en plus d'émetteurs privés, de qualités diverses, se financent sur le marché des capitaux en euro, plus «profond» que ne l'étaient les marchés nationaux.

Il va sans dire que l'union monétaire rend superflue toute couverture du risque de change entre les onze dénominations de l'euro. La problématique de la couverture subsiste en revanche pour les étrangers détenant des actifs financiers en euro, quelle qu'en soit la dénomination. A posteriori, la pertinence d'une couverture du risque de change est mise en lumière par la volatilité de l'euro vis-à-vis des autres devises et, plus encore, par sa tendance à la dépréciation depuis son lancement. Dans le cas précis, la couverture permettait non seulement de réduire significativement le risque, mais aussi d'améliorer le rendement dans la plupart des monnaies de référence, y compris le franc suisse

qui s'est désolidarisé de l'euro à la suite du changement de cap de la BNS.

Sans vouloir présager de l'évolution future de la monnaie unique européenne, il est clair que les arguments en faveur de la couverture du risque de change présentés dans cet article restent valables: la couverture du risque de change permet aux investisseurs étrangers de réduire significativement le risque de leurs investissements obligataires en euro sans que cela n'implique un sacrifice en termes de rendement espéré.

En fonction de leurs attentes, certains investisseurs trouveront tentant de ne pas se couvrir contre le risque de change associé aux obligations en euro. Un tel choix peut naturellement se justifier, en particulier à un moment où l'euro paraît sous-évalué. Il faut néanmoins avoir conscience que l'absence de couverture modifie fondamentalement la nature d'un placement obligataire en monnaies étrangères. De substitué à une obligation en monnaie locale, ce dernier se mue en pari sur l'évolution du taux de change. Cela est également vrai pour les investisseurs dont la monnaie de référence est le franc suisse, bien que la réduction du risque résultant de la couverture soit alors moins importante que pour d'autres monnaies de référence, telles le dollar ou le yen.

Obligations gouvernementales en euro, 31 décembre 1998 - 31 août 2000				
	Volatilité sans couverture	Volatilité avec couverture	Rendement sans couverture	Rendement avec couverture
Référence USD	8.1%	2.9%	-15.2%	2.7%
Référence JPY	9.8%	2.8%	-18.2%	-3.1%
Référence CHF	3.8%	3.0%	-2.4%	-1.4%

Source: Dynagest, sur la base de l'indice EGBI de Salomon Smith Barney. NB: rendement et volatilité annualisés.

**Impact de la couverture du risque de change sur le rendement (janvier 1985-août 2000)**

	Rendement du marché, en monnaie locale	Variation de la monnaie locale face au franc suisse	Rendement total, en franc suisse, sans couverture	Rendement total en franc suisse, avec couverture	Surplus/déficit de rendement
USA	9.0%	-2.5%	6.3%	6.9%	9.3%
Canada	10.6%	-3.2%	7.0%	7.2%	3.3%
Japon	6.1%	3.0%	9.2%	7.2%	-22.6%
Allemagne	7.0%	-0.3%	6.8%	5.8%	-14.0%
France	9.6%	-0.8%	8.7%	6.3%	-27.9%
Italie	12.5%	-3.3%	8.8%	6.3%	-28.8%
Royaume-Uni	10.9%	-1.1%	9.7%	5.8%	-40.0%
"Monde"	8.7%	-1.6%	6.9%	6.9%	-0.4%
Suisse	4.9%	-	4.9%	-	-

Tableau 2

Source: Dynagest, sur la base des indices WGBI de Salomon Smith Barney. NB: rendement annuels moyens

nul: le rendement annuel n'est que très légèrement réduit.

**Un bilan convaincant**

Si l'on fait la synthèse des résultats présentés ci-dessus, il s'avère que la couverture du risque de change réduit significativement la volatilité d'un portefeuille d'obligations en monnaie étrangère, sans que cela n'implique, en moyenne, un sacrifice de rendement. Combinant les notions de rendement et de volatilité, le ratio de Sharpe passe de 0,31 pour l'indice «Monde» en franc suisse sans couverture à 0,73 avec une couverture systématique du risque de change<sup>(5)</sup>. Une analyse par sous-période confirme l'impact toujours favorable de la couverture du risque de change sur la volatilité et l'impact différencié sur le rendement.

Idealement, l'investisseur souhaiterait connaître a priori non seulement le sens mais aussi l'ampleur de cet effet sur la rentabilité. Hélas, ni la théorie, ni l'observation historique n'apportent de réponse satisfaisante à ce problème<sup>(6)</sup>. Même le constat empirique suggérant que le taux de change à terme sur-estime aussi bien les taux d'appréciation (dans les cas de report) que les taux de dépréciation (dans les cas de départ) paraît difficile à exploiter<sup>(7)</sup>.

La gestion obligataire hors risque de change se compare favorablement à une approche sans couverture de l'exposition monétaire. Ce n'est toutefois pas son seul mérite. Les portefeuilles d'obligations en monnaies étrangères couverts contre le risque de change constituent en outre d'intéressants substituts aux obligations en monnaie locale. Ce point est illustré dans les tableaux 1 et 2 du point de vue d'un investisseur helvétique.

La volatilité historique des obligations en franc suisse apparaît faible en comparaison internationale: 3,3% pour la période observée dans le tableau 1. Tous les autres marchés, ainsi que l'indice «Monde», ont présenté une volatilité supérieure. La couverture du risque de change a toutefois permis de ramener la volatilité de l'Allemagne à 3,4% et du «Monde» à 3,7%, soit à peine plus que celle du marché suisse.

Il ressort par ailleurs du tableau 2 que le modeste surplus de volatilité a été rémunéré par un surplus de rendement significatif pour tous les marchés retenus dans la comparaison. L'indice «Monde» a ainsi dégagé un taux de rendement annuel moyen de 6,9%, soit 42% de plus que l'indice relatif au marché suisse! L'attrait des obligations en monnaies étrangères est confirmé par les ratios de Sharpe qui s'élèvent à 0,20 pour la Suisse et 0,73 pour l'indice «Monde» couvert contre le risque de change.

Au vu de ce qui précède, la gestion obligataire hors risque de change se profile comme une approche attrayante, qui mérite d'être prise en compte par les investisseurs helvétiques. Cela est plus particulièrement vrai pour les caisses de pension qui trouveront dans les obligations en monnaies étrangères couvertes contre le risque de change un intéressant substitut aux obligations en franc suisse<sup>(8)</sup>.

La gestion obligataire hors risque de change n'est que l'une des réponses possibles à la problématique des taux de changes. D'autres approches sont envisageables. La gestion active du risque de change, bien que difficile à mettre en œuvre, peut générer d'excellents résultats. Le recours aux options de change ou à des stratégies dynamiques d'assurance de portefeuille appliquées aux taux de changes constitue une autre solution intéressante. A son avantage, la gestion obligataire hors risque de change peut se prévaloir de performances convaincantes et d'un pragmatisme de bon aloi. ■



**Notes**

- (1) Dynagest, «La gestion obligataire internationale hedgée», juin 1994.
- (2) Notamment, Lee R. Thomas III, «The Currency-Hedging Debate», éditions IFR, 1990.
- (3) René Sieber, «Gestion obligataire internationale et prévoyance professionnelle en Suisse. Pour ou contre une gestion active du risque de change» in Guide des Fonds de Placement L'AGEFI/BOPP, 1996.
- (4) Dans le cas de l'indice «Monde», la monnaie locale n'existe pas en tant que telle, mais fait référence à une moyenne pondérée de l'exposition monétaire.
- (5) Ces ratios de Sharpe sont calculés en utilisant une rémunération «hors risque» en franc suisse de 4,2%.
- (6) Conceptuellement intéressants, les modèles d'évaluation d'actifs financiers internationaux intègrent des primes de risque associées aux devises; mais l'estimation de ces dernières s'avère

très problématique. L'analyse empirique tend certes à confirmer l'existence de ces primes, mais suggère qu'elles sont instables et de faible ampleur. Il n'est donc pas déraisonnable d'affirmer que la couverture du risque de change n'implique pas, en moyenne, de sacrifice de rendement.

(7) Fort de ce constat, certains auteurs ont proposé la mise en place d'une stratégie impliquant l'achat à terme des devises se traitant avec un report et la vente à terme des devises se traitant avec un départ. Cette stratégie semble effectivement dégager des rendements légèrement positifs, mais au prix d'un risque important.

(8) Il est à relever que les dernières révisions apportées en mars 2000 à la Loi sur la Prévoyance Professionnelle (LPP) et à l'ordonnance de 1993 (OPP2) permettent d'accroître la part des investissements en monnaies étrangères.