

Risque de **change**: impact sur les principales classes d'actifs

Avec la diversification internationale de plus en plus grande des portefeuilles, investisseurs et gérants sont confrontés à la problématique du risque de change et de sa gestion.

► **Dans un contexte** où l'on parle de plus en plus de currency overlay, autrement dit de l'approche de gestion du risque monétaire qui se superpose à la gestion proprement dite des actifs, cet article a pour objectif d'analyser le risque auquel s'exposait un investisseur – institutionnel ou privé – lorsqu'il considérait des investissements libellés en différentes monnaies étrangères et ce pour la période allant de 1994 à 2004. Une question d'autant plus d'actualité que les investisseurs ont accru ces dernières années dans leur allocation la part des classes d'actifs que sont les commodities et que sont devenus les hedge funds.

L'analyse s'intéresse aux principales classes d'actifs: actions, obligations, commodities et hedge funds. Elle se base notamment sur la décomposition de la variance de leurs rentabilités mensuelles en francs suisses et

sur la corrélation entre un actif non couvert contre le risque de change et ce même actif entièrement couvert. En revanche, elle ne prend pas en compte l'impact des corrélations entre les différentes classes d'actifs et leurs composantes.

Une méthode, une période

En parcourant ces lignes, on vérifiera qu'un actif ou une classe d'actifs libellés en monnaie étrangère peut présenter, dans la monnaie de référence, ici le franc suisse, un profil risque/rendement très différent selon que le risque de change est ou n'est pas intégralement couvert. Précisons que dans le cas où une couverture est mise en œuvre, celle-ci est réalisée par le biais de ventes à terme systématiques de la devise étrangère contre franc suisse. La particularité et l'intérêt de la période 1994-2004 résident dans le fait



René Sieber
Associé, Dynagest
SA, Genève,
chargé de cours
en finance,
HEC, Université
de Genève.



Philippe Cini
Sous-directeur,
en charge du
Currency overlay
management,
Dynagest SA,
Genève.

que le choix de couvrir le risque de change n'a eu – durant ces dix années – pratiquement aucune influence sur la performance des indices mondiaux représentatifs des principales classes d'actifs: le rendement obtenu par un investisseur détenteur d'un portefeuille d'obligations mondiales était de 4,2% par an, non couvert et de 4,1% par an, entièrement couvert (voir le tableau en page 94); de même, pour un portefeuille en actions «monde» couvert obtenait-on une performance de 4,9% contre 5% pour ce même portefeuille non hedgé.

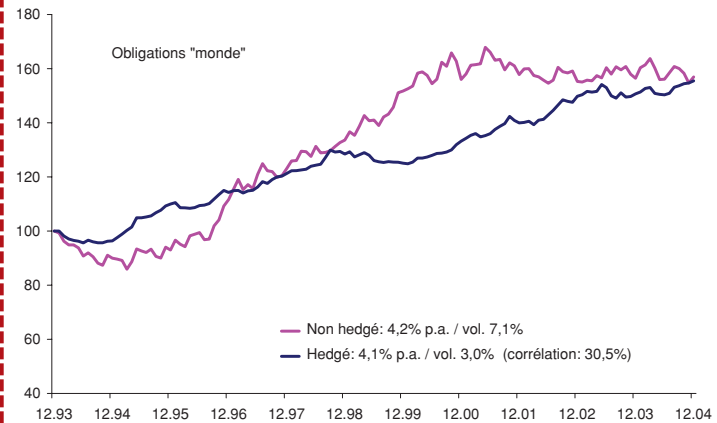
Actions/obligations: profils de risque divergents

En considérant ce même portefeuille d'actions, on constate que le profil de risque – que l'on couvre ou non le risque de change – est assez similaire (12% contre 15,7% de volatilité) puisque le currency risk ne représentait en moyenne que 17% du risque global mesuré par la variance des rentabilités mensuelles en francs suisses (voir le tableau). Tout autre en revanche est le constat pour l'investissement en obligations. Dans ce cas, la part de risque attribuable aux devises s'élevait à 90%, mettant en évidence l'impact des fluctuations de change dans la gestion obligataire internationale non couverte.

Plus édifiante encore est la corrélation entre un portefeuille obligataire international couvert et le même portefeuille non-couvert qui n'était que de 30,5% alors qu'elle atteignait 92% dans le cas des actions, une différence clairement mise en évidence dans les graphiques ci-contre. Cette différence dans les profils de risque montre qu'un investisseur raisonnant en francs suisses dans le domaine obligataire considèrerait pour la période retenue deux investissements, en l'occurrence deux actifs,

Performance en francs suisses des obligations mondiales 1994-2004

Sans couverture et avec couverture intégrale du risque de change.

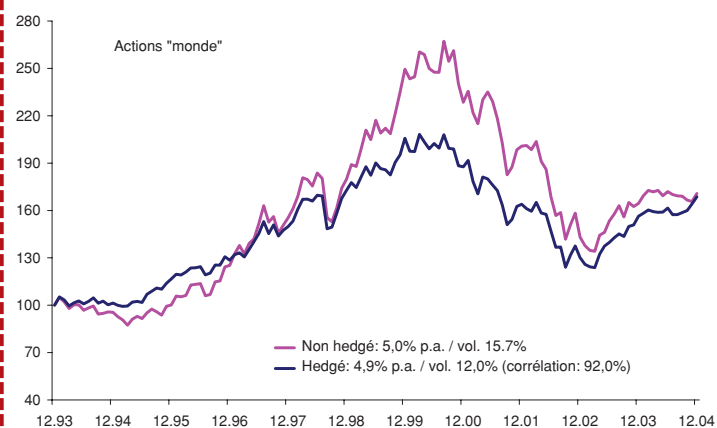


Source: Dynagest SA, Genève

Le poids du risque de change dans la gestion obligataire non couverte est important.

Performance en francs suisses des actions mondiales 1994-2004

Sans couverture et avec couverture intégrale du risque de change.



Source: Dynagest SA, Genève

très différents selon qu'il assumait la totalité du risque de change ou qu'il en couvrait l'intégralité.

Plusieurs études ont déjà mis en évidence le rôle prépondérant du risque de change sur la rentabilité en francs suisses dans le cas de placements obligataires, notamment par rapport à des placements en actions. En revanche, l'impact de ce risque dans le domaine des matières premières et de la gestion alternative a été moins étudié. C'est à ces deux domaines d'investissement, toujours pour les

années 1994-2004, que sont consacrés les paragraphes qui suivent.

L'impact est limité pour les commodities

A propos des commodities, si l'on considère l'indice global de total return Dow Jones AIG, on constate que le currency risk s'élevait à 44% du risque total pour un investisseur raisonnant en francs suisses. Celui-ci aurait considéré, dans ce cas, le portefeuille diversifié que représente l'indice global sans couvrir le

Performances et sources de risque de différentes classes d'actifs 1994-2004

	Sans couverture du risque de change					Couverture intégrale du risque de change					Corrélation non couvert/couvert	
	Rentabilité CHF (p.a.)	Volatilité	Sources de risque ²			Rentabilité CHF (p.a.)	Volatilité	Sources de risque ²				
			Ss-jacent	Change ³	Covariation			Ss-jacent	Change ³	Covariation		
Obligations du trésor												
Portefeuille «monde» ¹	4,2%	7,1%	18%	90%	-9%	4,1%	3,0%	103%	1%	-4%	30,5%	
Obligations en USD	3,8%	10,6%	20%	93%	-13%	3,8%	4,7%	102%	1%	-3%	26,9%	
Obligations en JPY	1,6%	11,3%	11%	103%	-15%	4,6%	3,8%	100%	0%	0%	11,2%	
Obligations en EUR (DEM)	5,5%	4,8%	47%	56%	-2%	4,3%	3,2%	101%	0%	-1%	65,5%	
Actions												
Portefeuille «monde» ¹	5,0%	15,7%	59%	17%	23%	4,9%	12,0%	101%	0%	-1%	92,0%	
Etats-Unis	8,4%	20,3%	57%	25%	18%	8,3%	15,3%	101%	0%	-1%	86,9%	
Japon	-2,4%	22,3%	58%	27%	15%	0,5%	16,9%	101%	0%	-1%	86,1%	
Allemagne	5,5%	25,4%	87%	2%	11%	4,3%	23,6%	100%	0%	0%	99,1%	
Commodities												
Indice global	6,5%	15,4%	67%	44%	-11%	6,4%	12,7%	99%	0%	0%	74,6%	
Energie	16,3%	30,9%	97%	11%	-8%	16,2%	30,4%	100%	0%	0%	94,3%	
Métaux précieux	-0,3%	14,8%	85%	48%	-33%	-0,4%	13,7%	99%	0%	1%	73,9%	
Gestion alternative												
Indice global	8,3%	14,8%	30%	48%	22%	8,2%	8,0%	102%	0%	-3%	74,3%	
Convertible Arbitrage	7,1%	12,1%	15%	72%	14%	7,0%	4,5%	105%	1%	-6%	54,3%	
Emerging Markets	5,0%	22,4%	59%	21%	20%	4,9%	17,3%	100%	0%	0%	89,6%	
Equity Market Neutral	7,6%	11,1%	7%	85%	8%	7,5%	2,8%	113%	3%	-16%	37,9%	
Fixed Income Arbitrage	4,2%	11,7%	11%	76%	13%	4,2%	3,9%	100%	1%	-2%	49,7%	
Global Macro	11,2%	17,5%	43%	34%	23%	11,1%	11,4%	101%	0%	-1%	82,4%	
Managed Futures	4,4%	13,9%	75%	54%	-29%	4,3%	12,1%	99%	0%	0%	69,4%	

(1) Portefeuilles répliatifs composés des principaux marchés, y.c. le marché suisse. (2) Décomposition de la variance des rentabilités mensuelles en CHF. (3) Pour les investissements couverts, variance des déports/reports mensuels sur les devises étrangères considérées.

Sources: Indices Citigroup (obligations gouvernementales), indices Financial Times (actions), indices Dow Jones AIG (commodities), indices CSFB Tremont (gestion alternative). Datastream: pour les taux de change et les taux d'intérêt à court terme. Calculs: Dynagest SA, Genève.

risque de change lié au dollar dans lequel toutes les matières premières qui le composent sont libellées (*voir le tableau*). En prenant en compte la covariance négative entre les sous-jacents et le taux de change, l'impact du risque de change était encore atténué, permettant à la corrélation entre un investissement en francs suisses dans l'indice global non couvert et son homologue couvert de se maintenir à 74,6%. A titre de comparaison, dans l'indice global Goldman Sachs, qui attribue un poids beaucoup plus important au pétrole et à l'énergie, cette corrélation atteignait même 88,3%, relativisant encore davantage l'importance du risque de change dans le cadre d'un investissement diversifié dans le domaine des matières premières.

Resserrer plus encore le champ d'observation autour de certains sous-indices de l'indice global Dow Jones AIG, permet de constater que les catégories Energie et Métaux précieux sont celles qui, en l'absence de couverture, ont enregistré les valeurs les plus extrêmes concernant le poids du risque de change (*voir le tableau*). La part de risque induite par la composante de change a été de 11% pour l'énergie et de 48% pour les métaux précieux. A l'image de ce qui a été relevé pour l'indice global, le poids de ces 48% a été atténué par une covariance négative entre les métaux précieux et le taux de change, grâce à laquelle la corrélation entre l'investissement hedgé et l'investissement non hedgé est restée élevée, à hauteur de 73,9%.

Hedge funds: le choix de la stratégie donne le ton

Si, en ce qui concerne les commodities, le poids du risque de change n'est pas dominant dans le cas de placements non couverts, la situation

est différente lorsque l'on considère les hedge funds. Pour cette catégorie d'investissements, dont la grande majorité des produits est pourtant libellée en dollars, il apparaît que le poids du risque monétaire pour un investisseur raisonnant en francs suisses, lorsque ce risque n'est pas couvert, dépend largement de la stratégie de gestion alternative retenue. Comme pour les autres classes d'actifs, l'étude de l'indice global CSFB Tremont met en évidence, sur la période considérée, une performance en francs suisses quasi identique que le portefeuille soit couvert (8,2%) ou non couvert (8,3%) (*voir le tableau*). Cette étude souligne également les avantages liés à la mise en œuvre d'une couverture du risque de change. Celle-ci a effectivement permis de diminuer considérablement la volatilité de l'indice global, laquelle atteignait 8% avec couverture contre 14,8% sans couverture.

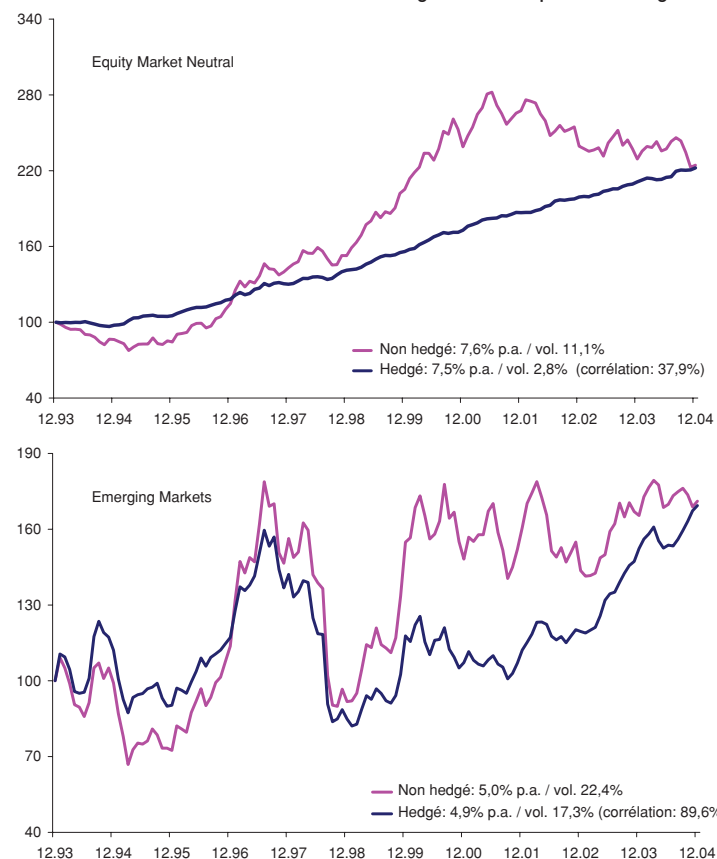
Même si les stratégies de gestion Emerging Markets et Equity Market Neutral ne figurent pas parmi les stratégies les plus importantes, l'analyse de leurs performances en francs suisses s'avère intéressante. Elle met en évidence une nette différence dans le rôle exercé par le risque monétaire dans le cas d'investissements non couverts.

Ceci est notamment illustré par les graphiques en page suivante qui montrent l'évolution d'un investissement dans chacune de ces stratégies, respectivement sur base couverte et sur base non couverte. Dans le cas du sous-indice Equity Market Neutral, la corrélation entre un investissement hedgé et un investissement non hedgé n'était que de 37,9%. Pour la caté-

Pour les hedge funds, le poids du risque monétaire dépend de la stratégie retenue.

Performance en CHF des stratégies Equity Market Neutral et Emerging Markets

Sans couverture et avec couverture intégrale du risque de change.



Source: Dynagest SA, Genève

gorie Emerging Markets, la corrélation atteignait 89,6%. Ces différences de corrélation étaient directement liées au poids relatif des fluctuations de la devise américaine contre francs suisses. Dans le cas de la stratégie Equity Market Neutral l'exposition monétaire représentait ainsi une source de risque atteignant 85%, contre seulement 21% dans le cas de la stratégie Emerging Markets (voir le tableau en page 94).

Des observations similaires pouvaient être effectuées pour d'autres stratégies de gestion alternative. Ainsi, la corrélation entre des investissements hedgés et non hedgés s'avérait significative pour les sous-

indices Global Macro et Managed Futures, avec respectivement 82,4% et 69,4%. Elle était en revanche moyenne pour les sous-indices Convertible Arbitrage et Fixed Income Arbitrage, avec respectivement 54,3% et 49,7%.

Dans le monde des hedge funds, on le voit, l'analyse des composantes de la volatilité de chaque stratégie de gestion alternative, volatilité mesurée par la variance des rentabilités mensuelles, fournit sans conteste une information utile lorsqu'il s'agit de choisir l'approche en matière de couverture du risque de change à mettre en œuvre. Ainsi, la décision quant au degré de couverture à retenir devra être définie selon l'importance des différentes stratégies dans un portefeuille de gestion alternative.

Une couverture modulée

L'analyse abordée ici offre aux investisseurs une base à ne pas négliger dans leur approche de la gestion du risque de change. Bien que l'étude s'avère partielle, elle souligne que le niveau de couverture ne saurait être fixé sans prendre en compte le rôle exercé par le risque monétaire sur le profil d'investissement dans un actif non couvert.

Ainsi, un portefeuille d'obligations libellées en dollar US, qui s'apparente pour son détenteur suisse davantage à un placement en devise qu'à un placement à taux fixe, justifie certainement un degré de couverture plus élevé qu'une position dans le pétrole dont la performance en francs suisses dépend prioritairement du prix du baril. Comme déjà évoqué, le même constat s'applique dans le domaine de la gestion alternative, où les différentes stratégies proposées n'appellent pas forcément les mêmes réponses en matière de gestion du risque de change. ■

Cet article a été publié dans "L'Agefi Magazine. Haute Finance", décembre 2006.

Dynagest SA, Case postale 5262, 1211 Genève 11 Tél +41 22 593 55 55, Fax +41 22 593 55 50, mail@dynagest.ch