

Think Tank Cronos 2019

# Faut-il couvrir le risque de change?

Pour sa 9<sup>e</sup> édition, la structure de réflexion réunissant universitaires, autorités de surveillance et gérants d'IP s'est penchée sur l'épineuse question du risque de change pour les caisses de pension.

Une IP gérant sa fortune en franc doit-elle couvrir entièrement son risque de change en tout temps, uniquement pour certains actifs ou pendant certaines périodes? Un sujet approfondi par le Think Tank Cronos et l'étude menée auprès de caisses de pension suisses.<sup>1</sup>

«La couverture systématique est un coûteux oreiller de paresse!» Avis tranché de Jean-Pierre Danthine, ancien vice-président de la BNS et Président de l'École d'économie de Paris. Le fondement théorique de la couverture systématique est l'UIP (Uncovered Interest rate Parity ou Parité des taux d'intérêt sans couverture) qui établit que sur le long terme le différentiel de taux d'intérêt entre deux devises est compensé par l'évolution du change entre ces monnaies. Il n'y a donc aucun rendement supplémentaire à espérer en prenant des risques de change. Le coût de la couverture étant à peu près égal au différentiel des taux d'intérêt à court terme; couvrir systématiquement permet juste de réduire la volatilité. Mais Jean-Pierre Danthine a mis en exergue «le statut de monnaie refuge du franc suisse, considéré comme une assurance contre les risques rares». Et cette assurance «doit avoir un prix». Concrètement «la théorie de l'UIP ne peut pas être validée en temps normal pour le franc: cette assurance implique que le différentiel de taux ne soit pas entièrement compensé par l'appréciation du franc dans ces périodes». Un temps qui peut durer très longtemps: «Par définition, les risques rares doivent être couverts sur longue pé-

riode.» La couverture systématique des risques de change pour le franc est donc trop coûteuse. Reste que pour des investisseurs en franc, lorsque le risque rare se matérialise Dame Helvetia peut s'envoler et rester longtemps surévaluée! «Depuis 2010, on constate que le Real Effective Exchange Rate du franc – par rapport à un panier de 27 monnaies – reste plus de 10% au-dessus de sa moyenne de long terme.» Et de suggérer aux caisses de pension le suivi d'indicateurs avancés de crise économique pour tenter de prendre une couverture de change avant la survenue de turbulences.

## Une période exceptionnelle qui dure

L'étude réalisée par Narsinghen Kunasegaren porte sur les pratiques des IP suisses en matière de couverture de change et sur leurs effets. Elle analyse la couverture de change de 25 caisses de pension pour différents actifs par rapport au dollar et à l'euro, sur trois périodes: l'avant-crise (1999/2007), la crise (2007/2008) et l'après-crise (1999/2019). Et ce, pour trois portefeuilles équilibrés: le premier entièrement couvert, le second avec une couverture des seules obligations et le dernier avec une couverture de toutes les obligations et des actifs risqués en euros. Ce modèle empirique montre que la couverture complète d'un portefeuille équilibré n'est pas forcément efficiente. La réduction de risques est souvent significative pour les obligations. Pour les actifs tels que les actions et l'immobilier, il faut tenir compte du coefficient de corrélation entre l'actif et la monnaie. Ainsi, sur l'ensemble de la période considérée «c'est le portefeuille couvrant les obligations et les actifs risqués en

euros qui a le mieux performé». Il était toutefois «plus intéressant de couvrir les expositions au dollar de 1999 à 2007». Seule certitude: «le besoin de couvrir le risque de change lorsque l'actif est moins volatil que la monnaie», à l'instar des obligations en monnaies étrangères.

Yves Cuendet, président de Patrimonia et animateur du débat, s'est interrogé sur la pertinence pour une IP de «traiter les devises comme une classe d'actifs», sans obtenir de réponse convaincante des orateurs ou du public.

Manuel Leuthold – président du conseil d'administration de Compenswiss qui gère les fonds de compensation AVS/AI/APG – a indiqué qu'avec 40 milliards de francs à gérer, environ deux tiers de la fortune sont placés outre frontières. Avec une large couverture du risque de change: «après couverture, 81% du portefeuille sont en francs suisses.» Une façon de «diminuer la volatilité», sans avoir tranché la question d'une éventuelle surperformance à espérer à long terme si le risque de change n'était pas couvert.

Compenswiss va devoir s'adapter aux effets sur le fonds AVS de l'entrée en vigueur de la RFFA. «Une réflexion est en cours pour gérer le portefeuille en fonction des dates prévues pour le décaissement de liquidités.» Une partie de la fortune serait ainsi gérée à court terme, tout en privilégiant une gestion à plus long terme pour le reste des avoirs. ■

## Geneviève Brunet

Correspondante en Suisse romande

<sup>1</sup> To hedge or not to hedge – Point de vue des caisses de pension suisses, Narsinghen Kunasegaren, Think Tank 2019, Cronos Finance.