

La gestion des risques de change doit être affinée

jeudi, 05.09.2019

Le neuvième Think Tank Cronos Finance dialoguant entre les caisses de pension, les autorités de surveillance et le monde académique a montré qu'une couverture systématique est trop coûteuse.

Christian Affolter



Jean-Pierre Danthine. L'ancien vice-président de la BNS et professeur à l'EPFL a suggéré une couverture sélective.

La gestion d'un portefeuille de placement est aujourd'hui une tâche particulièrement difficile pour les caisses de pension suisses. Les taux négatifs toujours plus répandus sur le marché domestique font tomber les rendements des positions obligataires à des niveaux proches de zéro. Le statut de monnaie refuge du franc suisse pèse également sur les performances des autres classes d'actifs. Car il se vérifie historiquement que les marchés avec des monnaies faibles affichent des performances plus intéressantes. Les caisses n'ont guère d'autre choix que d'investir plus à l'étranger. C'est ce qu'elles font : d'après la vice-présidente de la CHS PP Vera Kupper Staub, le biais domestique n'a cessé d'augmenter au fil des dernières années.

Cela soulève néanmoins la question s'il faut couvrir le risque de change. Cette semaine semble avoir apporté une nouvelle preuve de la nécessité de le faire. Suite notamment aux dernières turbulences liées au Brexit, le franc s'était apprécié vis-à-vis de toutes les monnaies importantes. La paire franc-euro a atteint un plancher depuis plus de deux ans malgré les interventions de la BNS. À plus longue échéance, le bilan est toutefois moins certain.

Un fondement théorique empiriquement invalidé

L'ancien vice-président de la BNS et actuel professeur à l'EPFL Jean-Pierre Danthine a montré que le fondement théorique sur lequel s'appuie la couverture des risques de change (parité des taux d'intérêt non couverte, UIP) ne s'est pas vérifié empiriquement. Selon celui-ci, les taux devraient se rééquilibrer à long terme, par une sorte d'arbitrage naturel. Tout d'abord, il

ne tient pas compte des effets du statut de monnaie refuge, et donc de la pression à la hausse sur le cours, qui doit être corrigée par des taux directeurs plus bas. Ensuite, le carry trade en représente une «vraie falsification». Autrement dit, emprunter dans une monnaie à taux bas pour investir dans une autre à taux élevés renforce le différentiel.

L'assurance contre les risques a un prix

Dans le cas du franc suisse, «c'est plus fondamental que cela». La crise de 2007/8 notamment a montré qu'il résiste particulièrement bien aux risques majeurs et rares, les «tail events». Cette assurance a un prix, sous forme d'un différentiel d'intérêt négatif, notamment vis-à-vis de la zone euro. «Jusqu'à il y a dix ans, la littérature économique suisse n'a pas pu l'expliquer. Aujourd'hui, cela forme un tableau parfaitement cohérent», observe Jean-Pierre Danthine. Ce différentiel est néanmoins à nouveau en train de se rétrécir, ce qui serait un argument de plus pour la BNS d'abaisser encore les taux négatifs si la BCE en arrivait à prendre cette mesure-là lors de sa séance du 12 septembre. Mais pour qu'une couverture en vaille la peine, il faut que le franc s'apprécie plus fortement que le différentiel. Cela ne correspond qu'aux tail events, une couverture en temps normaux n'étant donc pas judicieuse.

La conclusion en est qu'il ne faut pas renoncer à toute couverture, tout en n'y ayant pas recours de manière systématique non plus. Il convient de l'appliquer lorsqu'elle est pertinente, d'avoir une approche sélective, qui vise par exemple à couvrir les périodes de tail events.

La couverture ne doit pas anéantir la diversification

Le travail de recherche soutenu par Cronos Finance effectué par Kunasegaren Narsinghen suggère encore d'autres pistes pour déterminer si une couverture des risques de change est indiquée. Tout d'abord, dans le cadre d'un sondage à ce sujet effectué auprès de plus de 100 caisses de pension, seulement 25 ont répondu. Il apparaît que les futures/forwards ou swaps ne sont accessibles qu'aux caisses avec des avoirs sous gestion dès 500 millions, tandis que les petites caisses procèdent essentiellement à des achats d'actifs déjà couverts. Dans les tests effectués pour plusieurs classes d'actifs (actions, obligations, immobilier en francs, dollars et euros, sur une période couvrant selon les définitions de l'auteur l'avant-crise (1999-2007), la crise (2007/8) et l'après-crise (2009-2019)), il apparaît que la couverture n'a guère d'intérêt dans une tranche offrant une diversification élevée. Elle efface plutôt l'avantage de diversification. En revanche, lorsque l'actif lui-même est moins risqué en termes de volatilité que la monnaie (obligations!), le recours à une couverture réduit pour le moins sensiblement la volatilité. Dans le cas de l'euro, il améliore également le rendement.

L'analyse de trois portefeuilles type, A avec une couverture sur toutes les classes d'actifs étrangères, B avec une couverture sur les obligations seulement (mais dollars et euros), et C avec une couverture touchant toutes les expositions à l'euro (actions, immobilier, obligations) et les obligations en dollars confirme que lors de périodes de volatilité trop faible (avant-crise), une couverture des obligations n'est guère intéressante. Et conformément à ce qui précède, la variante C offre la meilleure performance, sauf sur la période d'avant-crise.

La contrainte de liquidité peut imposer une couverture

Le gestionnaire des fonds de compensation de l'AVS, de l'AI et de l'APG a quelques raisons spécifiques d'avoir recours à des couvertures du risque de change. Tout d'abord, la taille du fonds AVS est trop importante pour limiter les investissements à la Suisse. Les transactions ne pourraient pas se faire sans avoir un impact sur les marchés, a expliqué le président de Compenswiss Manuel Leuthold. Le fait de devoir investir ainsi deux tiers des avoirs en monnaies étrangères soulève automatiquement la question de la couverture. Pour la trancher, «il n'y a pas de grand secours à chercher du côté académique», constate-t-il.

Deuxièmement, la réduction de la volatilité que permet la couverture est un peu plus importante pour le fonds AVS que pour une caisse de pension. Il y a certes un petit avantage de performance pour le portefeuille sans couverture, mais il faut tenir compte du fait que le fonds AVS, avec des résultats négatifs du côté de l'assurance sociale, se trouve en situation de liquidation forcée. Il faut donc assurer que ce processus se déroule de manière «tranquille et ordonné». Cela sous-entend qu'il faut garantir la liquidité d'une part importante du portefeuille, et éviter les ventes forcées.

La RFFA fait gagner du temps, mais ne règle pas le problème

D'ailleurs, l'acceptation de la RFFA «nous permet de gagner 3-4 ans sur ce processus, mais elle ne règle pas le problème», insiste Manuel Leuthold. Cependant, par le passé, en ayant systématiquement recours à des overlays pour couvrir les risques devises, Compenswiss a peut-être un peu trop privilégié la liquidité. Les dirigeants réfléchissent actuellement à un modèle plus différencié, qui tient mieux compte des différentes échéances. Celles-ci varient d'ailleurs fortement entre l'AVS, l'AI et l'APG. «Avec la nouvelle approche, nous devons continuer de couvrir la partie consacrée au court terme. La question du temps nécessaire pour récupérer une perte (time to recovery) se pose aussi dans le cas des devises. Mais l'idée de prendre un peu plus de risques pour générer un peu plus de rendement à long terme est un long message, plutôt difficile à faire passer», détaille Manuel Leuthold.