

# Risques de changes : savoir afin de pouvoir



de  
 Sabahudin Softic  
 Fondateur de pouvoir,  
 CONINCO Explorers in finance SA  
[roubesh.adaya@ssoftic@coninco.ch](mailto:roubesh.adaya@ssoftic@coninco.ch)

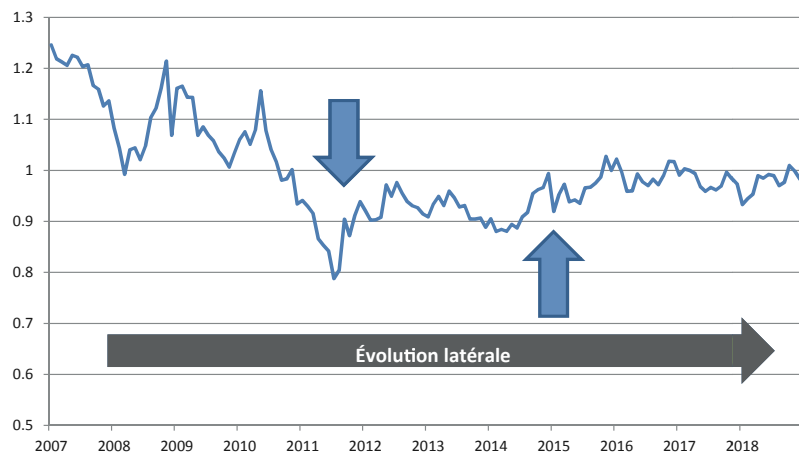
CONINCO Explorers in finance SA

**E**n investissant à l'étranger, l'investisseur est naturellement confronté à la fluctuation des devises. C'est un risque qui vient se rajouter au risque déjà présent dans l'investissement lui-même, et ce, quel qu'il soit. Se pose alors la question de couvrir ce risque par une couverture de changes.

## La force du franc : mythe ou réalité ?

Les investisseurs suisses sont particulièrement concernés par les impacts de changes en raison du fait que le franc suisse est une monnaie forte et a tendance à se renforcer contre les autres devises, notamment le dollar. Comme on peut le constater dans le graphique ci-dessous, le dollar a tendance à se déprécier contre le CHF sur le long terme. Nous prenons ici le dollar comme exemple, mais le même constat pourrait se faire sur la plupart des autres devises majeures contre CHF.

Évolution du dollar en CHF



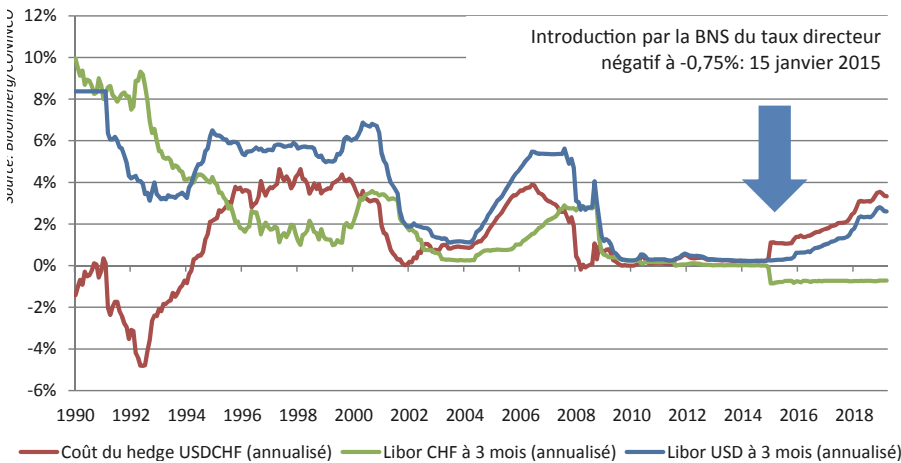
Évolution du dollar en CHF



devises. Le moment le plus marquant ayant été l'instauration d'un taux plancher face à l'EUR en 2011. Ce taux plancher, face à la principale devise d'échanges de la Confédération avec l'étranger, a également eu pour effet de stabiliser le franc face à la plupart des autres devises, dont l'USD. En 2015, à la surprise générale, la BNS décide d'interrompre sa politique de taux plancher et instaure, ce qui fut une première mondiale, un taux directeur négatif de -0,75%.

## Coût de la couverture de changes

La principale composante du coût du hedge est déterminée par le différentiel de taux entre deux devises. Dans l'exemple ci-dessous, nous prenons le différentiel du



libor à 3 mois entre le dollar et le franc suisse.

Depuis 1994, les taux en CHF ont systématiquement été inférieurs ou égaux aux taux en dollar. D'où un coût du hedge neutre ou positif sur la période depuis 1994. Ce coût s'est particulièrement accentué depuis l'instauration du taux directeur négatif par la BNS, le 15 janvier 2015. À fin 2018, ce coût se situait à environ 3,5%, mais encore en dessous des plus hauts atteints dans les années 1990. Cela veut dire qu'afin qu'une couverture de changes USD/CHF soit positive en termes de performance, il faudrait que le dollar baisse de plus de 3,5% contre le franc sur un an.

### Comparaisons historiques

Nous comparons ci-dessous, au travers de l'indice FTSE World Government Bond Index, la performance des obligations étrangères couvertes contre les risques de changes aux obligations non couvertes contre les risques de changes.

Il ressort que la couverture de changes a permis une amélioration de la performance, et ce malgré le niveau des coûts mentionnés précédemment. On constate même que sur les 10 dernières années, un investissement en obligations étrangères sans couverture de changes, n'aurait rien rapporté à l'investisseur basé en CHF. Mais ce qui est encore plus intéressant est la très importante réduction de volatilité, qui passe de 7,46% an-

nualisée, sans couverture de changes, à seulement 2,93% avec couverture de changes. Il en résulte également un ratio de sharpe\* supérieur (0,92 vs 0,18) pour les obligations hedgées en CHF.

Nous prenons ensuite la performance depuis septembre 2011, lorsque la BNS avait instauré le taux plancher face à l'EUR.

Il ressort que, sur cette période, l'impact du hedge a été négatif sur la performance. En revanche, la volatilité a de nouveau été fortement réduite, en passant de 8,01% à 2,80%. Le ratio de sharpe est une nouvelle fois amélioré (0,68 vs 0,33).

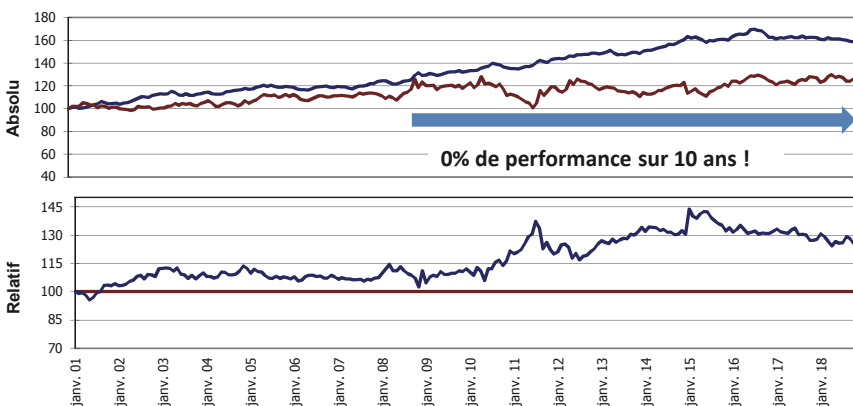
Nous faisons ensuite les mêmes comparaisons pour les actions internationales, au travers de l'indice MSCI World Net.

Il ressort que les constats sont globalement les mêmes que pour les obligations internationales. Cependant, la baisse de volatilité obtenue par la couverture de changes est nettement moins importante, voire marginale. Il en résulte même que sur la période allant de septembre 2011 à décembre 2018, le ratio de sharpe est inférieur pour les actions hedgées en CHF (0,79 vs 1,03).

### Analyse comparée : FTSE World Government Bonds - Hedgé CHF

Période : février 2001 - décembre 2018

	FTSE World Government Bond Index	FTSE World Government Bonds - Hedgé CHF
<b>Ratios sur les données historiques</b>		
<b>Performance totale</b>	<b>27.39%</b>	<b>61.28%</b>
<b>Performance annualisée</b>	<b>1.4%</b>	<b>2.7%</b>
<b>Volatilité annualisée</b>	<b>7.46%</b>	<b>2.93%</b>
<b>Sharpe Ratio (rf = 0%)</b>	<b>0.18</b>	<b>0.92</b>



\* Le ratio de sharpe permet de mesurer la rémunération par unité de risque (prime de risque divisée par la volatilité). Cela permet de savoir si le risque supplémentaire pris est suffisamment rémunéré.

### Enjeux pour une caisse de pensions

Nous étudions ci-après les enjeux des couvertures de changes pour les caisses de pensions en prenant pour exemple la caisse de pension fictive « ABC », ayant les caractéristiques suivantes :

Fortune

sous gestion : CHF 500'000'000.–

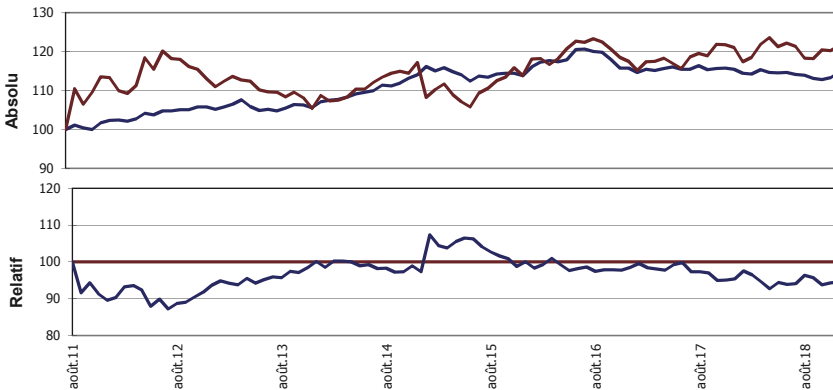
- Degré de couverture : 115 %
- Coût du passif : 1,8 %
- Allocation stratégique (AS)
- Obligations suisses : 35 %
- Obligations étrangères : 35 %
- Actions suisses : 15 %
- Actions internationales : 15 %
- Espérance de rendement : 1,89%<sup>1</sup>

<sup>1</sup>Source : CONINCO Explorers in finance SA au 31 décembre 2018

**Analyse comparée : FTSE World Government Bonds - Hedgé CHF**

Période : septembre 2011 - décembre 2018

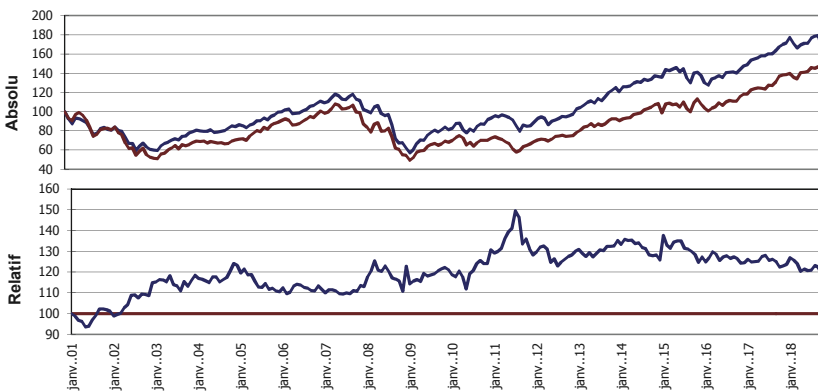
	FTSE World Government Bond Index	FTSE World Government Bonds - Hedgé CHF
Ratios sur les données historiques		
Performance totale	21.41%	14.77%
Performance annualisée	2.7%	1.9%
Volatilité annualisée	8.01%	2.80%
Sharpe Ratio (rf = 0%)	0.33	0.68



**Analyse comparée : MSCI World Net - Hedgé CHF**

Période : février 2001 - décembre 2018

	MSCI World Net	MSCI World Net - Hedgé CHF
Ratios sur les données historiques		
Performance totale	27.77%	54.40%
Performance annualisée	1.4%	2.5%
Volatilité annualisée	15.52%	13.78%
Sharpe Ratio (rf = 0%)	0.09	0.18



Au vu de ce qu'on a constaté précédemment, c'est sans surprise que l'on s'aperçoit que, sur le long terme, la performance de la caisse « ABC » aurait été meilleure et moins volatile avec une couverture de changes. Le ratio de sharpe est également nettement amélioré (0,80 vs 0,47).

Cependant, et comme on l'a vu précédemment dans le cadre des comparaisons en

actions et en obligations internationales, il y a des périodes durant lesquelles la couverture de changes coûte à la performance. La réduction de la volatilité est par contre obtenue pour la plupart des plages de temps choisies.

Cette réduction du risque, au travers de la baisse de volatilité, est particulièrement intéressante pour les caisses de pensions. En



effet, par mesure prudentielle et par obligation légale, la plupart des caisses de pensions suisses ont des objectifs de Réserves de fluctuations de valeurs (RFV). Une des méthodologies de calcul de RFV\* tient compte des éléments suivants :

- Coût du passif
- Espérance de rendement de l'allocation
- Volatilité historique constatée

Comme on peut le voir en page suivante, la réduction de la volatilité, obtenue par la couverture de changes, permet de réduire les besoins de RFV.

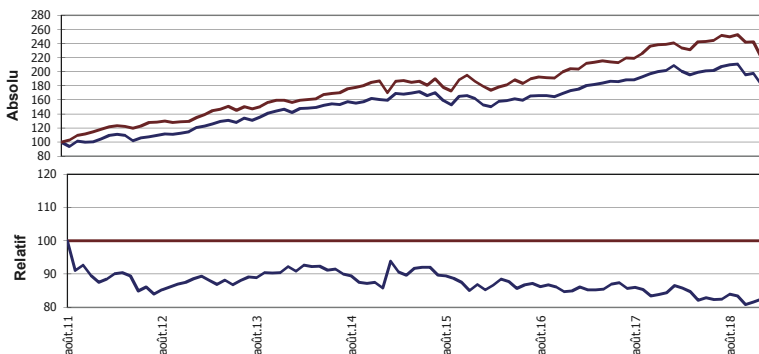
La caisse de pension « ABC » peut ainsi réduire ses besoins de RFV, qui passeraient, pour un degré de confiance de 99,7%, d'environ 18% (CHF 78'400'000) à environ 16% (CHF 69'600'000).

\*Selon la méthodologie employée par CONINCO Explorers in finance SA

Analyse comparée : MSCI World Net - Hedgé CHF

Période : Septembre 2011 - décembre 2018

	MSCI World Net	MSCI World Net - Hedgé CHF
<b>Ratios sur les données historiques</b>		
Performance totale	120.23%	81.61%
Performance annualisée	11.4%	8.5%
Volatilité annualisée	11.00%	10.72%
Sharpe Ratio (rf = 0%)	1.03	0.79

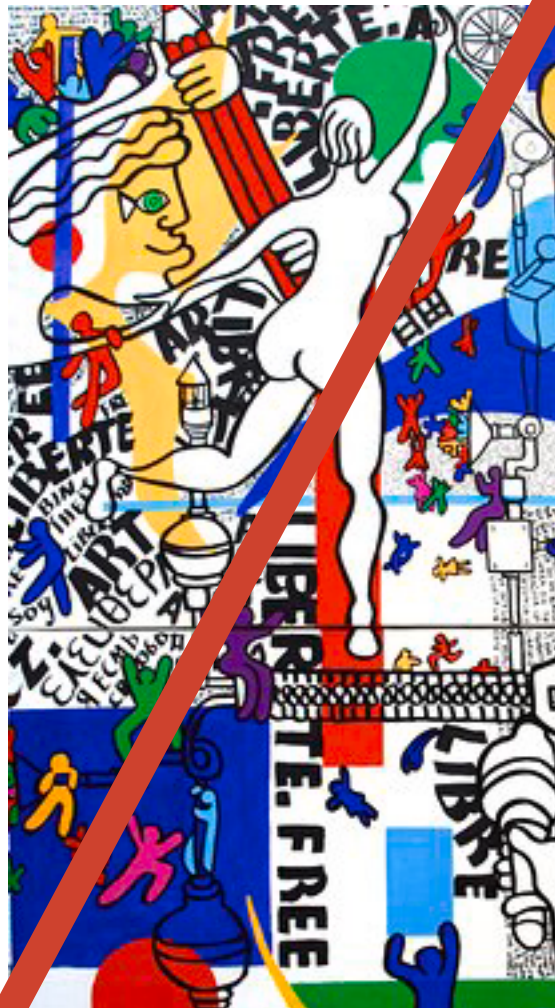


Réserve de fluctuation de valeur (RFV) - **SANS** couverture de changes

Degré de confiance:	68.3%	95.5%	99.7%
Borne inférieure intervalle de confiance	-3.38%	-8.67%	-13.74%
Réserve de fluctuation nécessaire en %	5.36%	11.46%	18.01%
Réserve de fluctuation nécessaire en CHF	23'400'000	49'900'000	78'400'000
Estimation de la réserve de fluctuation théorique disponible à la date de référence	65'200'000		
Besoin supplémentaire en réserve de fluctuation	seuil atteint	seuil atteint	13'200'000

Réserve de fluctuation de valeur (RFV) - **AVEC** couvertures de changes

Degré de confiance	68.3%	95.5%	99.7%
Borne inférieure intervalle de confiance	-2.87%	-7.65%	-12.23%
Réserve de fluctuation nécessaire en %	4.81%	10.23%	15.99%
Réserve de fluctuation nécessaire en CHF	21'000'000	44'500'000	69'600'000
Estimation de la réserve de fluctuation théorique disponible à la date de référence	65'200'000		
Besoin supplémentaire en réserve de fluctuation	seuil atteint	seuil atteint	4'400'000



LA - CITY - ZEN - AU - FOULE - ART - 100 x 100 cm

Sur le long terme, cela peut avoir divers avantages, par exemple procéder à plus de distributions sur les comptes des assurés ou augmenter la pondération sur les actions et ainsi augmenter l'espérance de rendement, à volatilité comparable.

**Conclusions**

La décision de couverture de changes est dépendante de la situation et des objectifs de chaque investisseur. Les gains en termes de performance n'étant pas systématiques, selon les périodes prises en compte, certaines classes d'actifs très volatiles, comme les actions, ne présentent qu'un intérêt limité à être couvertes contre les risques de changes (légère baisse de la volatilité). En revanche, les obligations, ou certains placements alternatifs à faible volatilité peuvent amener un net avantage à être couvert contre les risques de changes et ainsi participer à la réduction globale du risque de la fortune. ■