

Dépasser le seul coût de la couverture du risque de change

Davantage que les fluctuations du prix de sa couverture, l'investisseur devrait en étudier les causes pour le choix de ses placements.



MIGUEL TIEDRA*
 ANTOINE CHRISTE**

Se protéger contre le risque de change ou éviter les placements en devises étrangères? La question est inévitable pour un investisseur suisse.

S'il refuse de prendre le risque d'un change défavorable au moment de la vente de son investissement, l'investisseur suisse peut contracter une assurance. En pratique, cette dernière équivaut environ à la différence entre le taux d'intérêt à court terme de la monnaie étrangère et celui du franc suisse. Plus le taux étranger est élevé vis-à-vis du taux suisse et plus cette protection est coûteuse.

L'INVESTISSEUR SUISSE
 INVESTISSANT EN DOLLARS
 PAIE DEPUIS 1995
 UNE PRIME POUR S'ASSURER

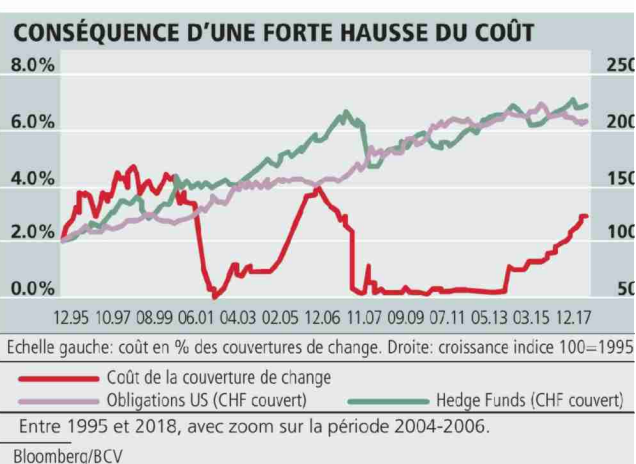
CONTRE LE RISQUE
 DE CHANGE OSCILLANT
 ENTRE 0% ET PLUS DE 4%
 PAR ANNÉE.

L'investisseur suisse investissant en dollars paie depuis 1995 une prime pour s'assurer contre le risque de change oscillant entre 0% et plus de 4% par année. Aujourd'hui, elle est d'environ 3%.

À ce prix, il hésite à se protéger contre le risque de change ou tout simplement à acheter certains investissements en monnaie étrangère. Or, en renonçant à cette couverture, il introduit un risque supplémentaire dans son investissement.

Avec protection

Un placement en hedge funds aurait, par exemple, rapporté depuis 1995 à un investisseur américain 5,4% par année (en dollars) alors qu'il aurait rapporté à un



Suisse 3,5% (en francs couverts, c'est-à-dire en se protégeant des fluctuations de change). Sur la période, le coût de la couverture, soit le coût du hedge dans le jargon, aurait donc coûté environ 2% par année. La volatilité de cet investissement aurait, elle, été d'environ 5,5% pour les deux investisseurs.

Sans protection

Que se serait-il passé si l'investisseur suisse ne s'était pas protégé des fluctuations de change? Dans ce cas, la performance de ce placement aurait été de 4,1%, soit moins bonne que la performance en dollars, mais meilleure que la performance en francs couverts. Or, la volatilité du placement en francs non couverts aurait été bien supérieure à celle du placement en francs couverts. En effet, l'investisseur suisse aurait subi une volatilité d'environ 11,8%.

Le risque supplémentaire s'explique directement par la fluctuation des devises et représente plus de la moitié de la volatilité totale de l'investissement, sans pour autant qu'un rendement supplémentaire ne soit assuré (ce dernier dépend en effet de la fluctuation des devises)!

La suppression de la couverture de change modifie ainsi profondément le profil rendement risque du placement: d'un actif peu risqué, l'investisseur se retrouve avec un actif presque aussi risqué que les actions. Si investir dans certains actifs sans couverture de change ne paraît pas souhaitable, l'investisseur doit-il simplement renoncer à placer son argent dans ces actifs?

Afin de déterminer le bien-fondé d'un investissement, il se base souvent sur le rendement attendu d'un actif en devise étrangère, par exemple en dollars, auquel est retranché le coût de la protection. Avec un coût de couverture de 3% et pouvant potentiellement encore augmenter, il peut se montrer réticent à investir dans des placements dont le rendement excédentaire attendu est inférieur à 5%, ce qui pourrait être le cas notamment dans les hedge funds ou les obligations.

Le poids de la conjoncture

Toutefois, le rendement attendu doit toujours tenir compte de la conjoncture économique. Ainsi, lors de la période 2004-2007, le différentiel de taux entre les États-Unis et la Suisse (et donc le coût du hedge) a augmenté en raison d'une hausse des taux d'intérêt en dollars plus forte que celle des taux en francs suisses, jusqu'à dépasser 4%. Cette hausse s'explique par une croissance plus vigoureuse en Amérique du

Nord qu'en Europe.

LA NATURE DYNAMIQUE
DES HEDGE FUNDS
LES REND CAPABLES
DE PROFITER TOUT AUTANT
D'UNE CROISSANCE
VIGOUREUSE
QUE D'UNE REMONTÉE
DES TAUX.

Dans cet environnement, les investissements tels que les hedge funds couverts en francs ont très bien fonctionné (+3,9% par année sur la période), alors que les obligations gouvernementales américaines couvertes en francs ont souffert (-1,1%). La nature dynamique des hedge funds les rend capables de profiter tout autant d'une croissance vigoureuse que d'une remontée des taux. Dans leur grande majorité, ils n'ont pas été pénalisés par une hausse des taux. En revanche, les obligations ont pâti de la hausse des taux qui influence directement leurs prix, puisque le prix des obligations diminue lorsque les taux montent.

Ainsi, dans cet exemple, un coût de couverture élevé n'implique pas un faible rendement attendu: la conjoncture économique est bien plus déterminante. En cas d'environnement favorable et donc de rendement attendu plus élevé que la moyenne historique, un investissement en devise étrangère en francs couverts peut être rentable pour l'investisseur suisse, même en présence d'un coût de couverture élevé.

L'investisseur suisse ne devrait ainsi ni renoncer à couvrir ses investissements en devise étrangère, ni renoncer à investir dans des actifs dont le rendement historique moyen a été inférieur au

coût de couverture actuel. Il devrait plutôt s'interroger sur le contexte économique de cette hausse du coût de couverture et privilégier les actifs pouvant mieux se comporter dans ce contexte.

* *Responsable Gestion Alternative, BCV*

** *Analyste Gestion Alternative, BCV*