

# La gestion des risques devise dans des portefeuilles

Le véritable défi qu'un gestionnaire doit impérativement affronter se trouve dans la manière dont il estime la proportion du risque à couvrir sur le marché des changes.

► **Les professionnels** de l'investissement font face à un climat difficile, étant donné des niveaux de volatilité significatifs sur les marchés actions. La recherche de rendement se faisant de plus en plus dans les marchés globaux, il est fait recours à la couverture du risque de changes afin de protéger le retour sur investissement. Dans un environnement géopolitique complexe où l'avenir reste rempli d'incertitudes, le marché des devises est agité et les faibles rendements générés par les gestionnaires ont donc besoin de protection. Mais en quoi consiste ce risque de changes ? Pourquoi ce risque n'est-il pas systématiquement pris en considération ? Quel impact peut-il produire ? Comment peut-on le réduire, l'annuler ? En résumé, quels sont les défis existants, et les opportunités présentes et futures qui se présentent à l'investisseur d'aujourd'hui ?

## Des risques mais aussi des bénéfices

Le risque de change d'un portefeuille est la variation des investissements effectués à l'international, due à l'évolution des devises, par rapport à la devise de base de l'investisseur. Ce risque peut amputer une partie de la performance du portefeuille. Par exemple, entre janvier 2000 et août 2008, l'USD/CHF s'est déprécié de 1.60 à 1.05. Si un investisseur, ayant un compte en franc suisse, avait investi en USD, environ 1/3 de sa performance aurait été amputée du simple fait de la différence de cours, d'où un risque important qu'il faut prendre en compte. Il faut cependant noter que l'inverse est aussi correct.

Mais pourquoi un tel risque n'a-t-il pas toujours été pris en considération ?

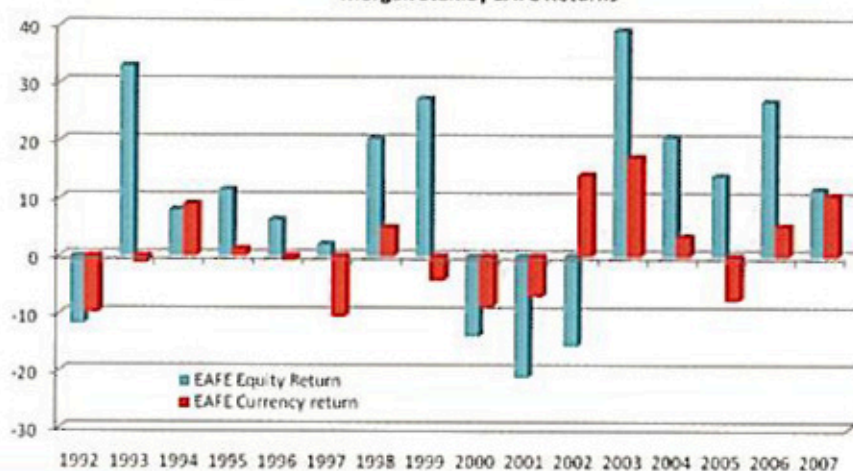
Le taux de change variable tel qu'on le connaît depuis 40 ans et les réformes



**Alain Broyon**  
*Dukascopy,  
SWFX de Marché  
Swiss EX.*



Morgan Stanley EAFE Returns



**Une gestion du risque permet de se protéger contre des événements improbables en évitant de sacrifier d'éventuelles sources de rendement.**

prises en place après l'obsolescence des accords de Bretton Woods sont récents. Les mentalités et habitudes n'ont pas évolué aussi rapidement. Par ailleurs, la taille des investissements est en croissance et les portefeuilles des clients sont de plus en plus globaux. La plupart des investisseurs n'ont pas fait attention à cette caractéristique de risque dans des portefeuilles non protégés (hedgés). Leur vision consistait à mesurer les performances en monnaies domestiques et les comparaient avec les performances locales. De plus, certains gestionnaires ne voulaient pas prendre en considération ce risque, car leurs performances étaient comparées à un benchmark, et le fait de couvrir ce risque pouvait diminuer la performance.

Plusieurs institutionnels ont choisi de ne pas gérer ce risque. En effet, pour ces derniers, il y avait une faible corrélation entre le marché des changes et le marché des actions. Cette faible corrélation permettait une diversification supplémentaire à celle obtenue à travers les constituants classiques du portefeuille, et d'améliorer, par la même, le rendement ajusté au risque.

## Le hedging passif et actif

Cependant, comme nous le montre le graphique de Morgan Stanley sur les rendements d'un portefeuille EAFE (Europe, Australia, Far East), les fluctuations de devises ont un impact significatif – aussi bien positif que négatif – sur la performance totale d'un portefeuille investi de façon globale.

Bien que la sagesse conventionnelle de ces dernières années ait consisté à ignorer le risque de change, les mentalités sont entrain de changer grâce, entre autres, à une nouvelle perception du risque aussi bien relatif qu'absolu.

Nous voyons donc l'importance de couvrir ce risque, mais comment s'y prendre ? Il existe deux méthodes, le hedging passif ou le hedging actif.

Dans le cadre du hedging passif, il s'agit purement de couvrir le risque de change à 100% via certains instruments décrits ci-dessous. Cette approche, la plus conservatrice, cherche à réduire tout ou partie de la volatilité causée par la présence de devises dans un portefeuille tout en gardant l'exposition aux actions/obligations étrangères.

Cette méthode permet donc d'investir dans un marché non-domestique tout en évitant les risques de changes.

Mais le gestionnaire peut encore utiliser une stratégie différente et pratiquer le hedging actif qui, lui, peut résulter, non seulement de la protection de la performance, mais aussi ajouter un rendement supplémentaire. Un gestionnaire considérant un investissement avec un trading actif d'actions ou obligations devrait envisager une gestion active des risques de changes.

Les programmes actifs sont destinés à ajouter de la valeur à travers des changements tactiques de la couverture. L'objectif de la plupart de ces programmes est d'agrandir la couverture dans le cas où la devise de base se renforce et de la réduire en cas de faiblesse de cette devise. Ce programme permet donc d'éviter les pertes en cas de faiblesse de la devise étrangère et de percevoir un rendement en cas d'appréciation de la monnaie étrangère.



## Diminution du coût des transactions dans le hedging

Ayant discuté des stratégies, quelles sont les outils pouvant aider le gestionnaire. Celui-ci peut se hedger via les forwards, les options, les futures sur devises ou le marché spot. Les coûts des transactions ayant considérablement diminués, il est donc possible pour le gestionnaire de couvrir ce risque avec un coût marginal. A l'époque, les gestionnaires passaient par des options ou plus généralement par les forwards, mais ils n'étaient pas toujours évident de trouver un marché pour ces instruments.

Néanmoins, les solutions de hedging sont entrain de changer et de plus en plus de gestionnaires décident de couvrir leur risque avec des opérations spot via des comptes de marges ouverts auprès de certaines banques ou places de marché. En effet, les gestionnaires ayant accès à des prix sensiblement meilleurs et plus transparents, ils peuvent stopper leur hedging en tout temps. Dès lors, le besoin de marge en capital est plus faible. Enfin, un tel instrument est devenu facile d'accès.

Choisir les outils de hedging est bien évidemment important. Cependant le vrai challenge réside dans la proportion du risque à couvrir. Pour ce faire, le gestionnaire du portefeuille peut également faire appel à un trader spécialisé, appelé Currency Overlay Manager. Il devra décider avec ce dernier de la stratégie à mettre en place, de la politique passive ou active. La mise en place d'objectifs en termes de risque-rendement seront également très importants. Une coordination doit être mise en place afin d'optimiser le portefeuille. Il devra déterminer une solution, afin de fournir à cette stratégie des ressources financières pour que le manager dispose de lignes de crédit suffisante pour les opérations.

Une gestion du risque de change permet de mieux cerner les expositions effectives de portefeuille, et ainsi d'être en mesure de se protéger contre des événements improbables en évitant

de sacrifier des éventuelles sources de rendement. En d'autres termes, une gestion active de ce risque permet aux investisseurs non seulement de se protéger mais également d'améliorer l'optimisation de leurs investissements. A l'heure actuelle, en effet, le processus d'investissement ne saurait exclure une analyse du risque de change. Alors que les devises sont considérées comme une classe d'actifs distincte, il n'en reste pas moins que la gestion des expositions en monnaies étrangères est incontournable, et inséparable des principes établis de la gestion moderne de portefeuille. ■

