

GESTION DES DEVISES

Les cinq règles d'or à observer



PASCAL FREI, CFA
Associé PPCmetrics SA
pascal.frei@ppcmetrics.ch

Si l'année 2010 se clôture dans les chiffres noirs pour la plupart des institutions de prévoyance (IP), une certaine déception est palpable chez une partie d'entre elles. La forte appréciation du franc suisse a terni les résultats des investissements effectués en monnaies étrangères. En effet, pour des raisons liées à la recherche de diversification et à la petite taille des marchés nationaux de la dette et des actions, les caisses de pension helvétiques investissent environ 40% de leurs actifs à l'étranger. On comprend dès lors aisément l'impact négatif du dollar (-9,84%), de l'euro (-15,69%) ou de la livre (-12,58%) sur la performance des portefeuilles. Toutefois, un grand nombre d'IP couvre l'essentiel du risque de change induit par leurs investissements en obligations en monnaies étrangères. Certaines s'appliquent aussi à éliminer une partie de ce risque résultant de leur exposition en actions internationales. Celles qui n'étaient pas couvertes envisagent de mettre en place une couverture et celles qui ont recours s'interrogent sur le relâchement de cette discipline anticipant une dépréciation du franc suisse dans les prochains mois. La couverture du risque de change est donc à l'agenda de nombreuses IP. Dans ce contexte, il nous paraît utile de rappeler cinq règles d'or s'appliquant à la gestion des devises.

- 1. Pas de compensation pour le risque supporté.** Tant la recherche académique que les études empiriques se sont attachées à mesurer la prime de risque liée à la détention de monnaies étrangères. Si cette dernière semble positive, elle n'est toutefois pas stable et dépend de la monnaie de référence utilisée. Ainsi pour une IP suisse, la prime de risque est très faible voire inexistante.
- 2. Minimisation du risque de change.** A l'échelle d'un portefeuille diversifié, l'exposition au risque de change devrait se situer entre 5% et maximum 25% du portefeuille total. La décision stratégique de couvrir tout ou partie du risque de change est principalement motivée par le potentiel de réduction de la volatilité du portefeuille. L'élimination de tout ou partie des fluctuations non génératrices de performances stables permet d'accroître durablement l'efficacité d'un portefeuille.
- 3. Approche transversale de la couverture du risque de change.** Il est important d'analyser en détail l'entier du portefeuille et son exposition aux différentes monnaies. Sur la base de cette analyse, il est possible de déterminer les monnaies à couvrir ainsi que les ratios de couverture et les limites tactiques à appliquer à chaque monnaie. Cette approche permet, par exemple, de déterminer quelle proportion de l'euro ou de la couronne danoise résultant des investissements en actions et en obligations doit être couverte.
- 4. Mise en place transparente et efficace de la couverture.** Idéalement, l'approche transversale de la couverture du risque de change requiert la mise en place d'un currency overlay. Ce type d'approche permet de contrôler l'entier de l'exposition aux monnaies étrangères quelle que soit la classe d'actifs sous-jacente. Toutefois, cette solution ne peut s'appliquer à toutes les IP et requiert une transparence élevée du portefeuille. Pour les IP de petite et moyenne taille ou ne disposant pas de banque dépositaire, la stratégie de couverture pourra être mise en place par le recours à des fonds institutionnels disposant d'une couverture.
- 5. Gestion active versus passive de la couverture du risque de change.** Il faut se rappeler des règles numéro 1 et 2, lors du choix du type de gestion de l'overlay. Si stratégiquement l'euro doit être, par exemple, couvert à 65%, il est probablement judicieux de ne pas définir des limites tactiques trop larges autour de cet objectif au risque de se retrouver avec un portefeuille très éloigné de la stratégie définie. Une gestion passive, voire semi-active est donc préférable.

En conclusion, la décision de couvrir le risque de change devrait être motivée par des réflexions liées au risque plutôt qu'au rendement. Une couverture élevée du portefeuille d'obligations en monnaies étrangères permet d'accroître l'efficacité du portefeuille global. Selon la tolérance au risque de la caisse, une partie du risque de change résultant de l'exposition aux actions internationales et aux placements alternatifs peut aussi être couvert. L'observation scrupuleuse des 5 règles d'or devrait permettre aux IP de prendre les bonnes décisions stratégiques quant à leur politique actuelle et future de couverture du risque de change. ■

Les émergents restent incontournables malgré la volatilité actuelle

Les marchés émergents font aujourd'hui partie intégrante du paysage économique international. L'évolution actuelle ne compromet pas leurs perspectives favorables à long terme.



MARKUS ANLIKER
Responsable du marché institutionnel
pour la Suisse, J.P. Morgan Asset Management

Les marchés émergents apportent aujourd'hui déjà une contribution importante à la performance économique mondiale: leurs taux de croissance des dernières années sont ainsi bien supérieurs à ceux des pays développés et il y a tout lieu de croire que cette tendance va se poursuivre. Pourtant, ces marchés ne représentent qu'une infime part de la capitalisation boursière internationale, si bien que peu d'investisseurs osent s'y aventurer. Or, même s'il convient d'être prudent face à la volatilité accrue de cette classe d'actifs, les arguments à long terme en sa faveur sont trop convaincants pour être ignorés. Devant l'importance des afflux de capitaux, certains se demandent si «l'histoire des marchés émergents» est déjà intégrée dans les cours. Pour notre part, nous pensons que ces marchés recèlent encore un fort potentiel. Les changements les plus remarquables que cette classe d'actifs a connus au cours des dix dernières années n'ont pas forcément été les réformes macroéconomiques dont chacun a connaissance (recul de l'inflation, assainissement des situations budgétaires...), mais plutôt l'amélioration de la gestion financière et, par voie de conséquence, de l'efficacité opérationnelle, du levier financier et de la rentabilité des capitaux propres (ROE). Les capitaux continuant d'affluer, nous avons réalisé une simulation de l'impact d'une réallocation de 1% des actifs dans les portefeuilles du monde développé vers les actions émergentes, afin de montrer l'effet potentiel sur les flux vers les marchés émergents. Elle montre que même cette faible rotation engendrerait un flux plus important que ceux observés chaque année par le passé. Ce résultat dissipe nos inquiétudes quant au fait que les afflux de capitaux constatés jusqu'ici pouvaient refléter des capitaux spéculatifs en quête de rendements. Il suggère, au contraire, que les flux observés ne pourraient être que le début d'une réallocation stratégique qui est loin d'être achevée. Il est donc trop tôt pour se laisser intimider par les afflux de capitaux vers cette classe d'actifs. Les investisseurs institutionnels internationaux ne sont pas les seuls à s'intéresser aux actions des marchés émergents: la demande provient de plus en plus des institutions de prévoyance locales de ces pays. Cette croissance exponentielle, qui s'ac-

compagne d'une liquidité accrue, se traduit par un élargissement considérable de l'offre de placements disponibles. Ainsi, les investisseurs ont désormais le choix entre petites capitalisations émergentes, fonds de rendement ou placements dans des régions et pays donnés. Cette plus grande diversité leur permet de se concentrer sur certains thèmes, comme la consommation intérieure ou les infrastructures, et de profiter pleinement de la croissance des marchés émergents.

Les petites et moyennes entreprises des pays émergents présentent, elles aussi, de nombreux avantages: les petites valeurs, par exemple, y affichent des perspectives de rendement plus élevé pour une volatilité proche de celle de l'ensemble du marché. Ainsi, bien que de nombreuses valeurs comprises dans un portefeuille émergent traditionnel soient des titres d'entreprises multinationales, le vrai potentiel de surperformance repose sur les petites capitalisations, qui se concentrent sur la consommation intérieure. Les secteurs des biens de consommation, de l'industrie ou de la santé y sont donc surpondérés au détriment des matières premières, de l'énergie et des télécommunications, entre autres.

Les petites entreprises n'ont pas bénéficié jusqu'ici de la faveur des investisseurs, comme en témoigne la recherche quasiment inexistante dans ce segment: environ un tiers des titres ne sont pas couverts du tout et quelque 22% le sont par un ou deux analystes seulement (contre environ 50 analystes pour une blue chip classique des pays développés). Les inefficiences de ce segment de marché entraînent régulièrement des erreurs d'évaluation des titres, dont des gérants actifs peuvent tirer parti.

Les sceptiques se demanderont peut-être s'il existe suffisamment de petites entreprises émergentes accessibles aux investisseurs. Qu'ils se rassurent: les marchés émergents ont enregistré quelque 500 entrées en bourse au cours de chacune des cinq dernières années. Par ailleurs, l'univers des actions atteignant un volume de négoce minimum s'est considérablement élargi: alors qu'en décembre 1995, seules 35 entreprises enregistraient un volume de négoce quotidien de plus de 5 millions de dollars, on en comptait 1143 à fin septembre 2010.

Si les économies développées restent engluées dans une croissance molle, la croissance des économies émergentes demeure structurellement forte. Compte tenu de l'intensification des liens commerciaux et financiers entre les pays émergents, nous pensons que cette vigueur économique peut dans une large mesure perdurer.

Les investisseurs doivent être attentifs à l'impact du QE2 sur les marchés émergents. Selon les pays, les répercussions de ces nouvelles mesures pourraient conduire à une appréciation des devises, à une augmentation des prix des actifs ou à des risques d'inflation locale. Le point essentiel est que le risque d'inflation au sein du monde émergent semble être spécifique à certains pays (Chine, Inde et Indonésie par exemple) plutôt que systémique.

Nous restons sereins vis-à-vis des niveaux de valorisation actuels des actions émergentes. Nous ne sommes également pas préoccupés par les afflux de capitaux que cette classe d'actifs a enregistrés, dans la mesure où nous pensons que les investisseurs mondiaux ont avantage à accroître leur allocation stratégique aux actions émergentes. Sur un plan géographique, les investisseurs doivent prêter attention au marché coréen, actuellement délaissé, et conserver, pour le moment, une position surpondérée sur la Turquie et le Brésil. ■

