

Délicate couverture du risque de change

MILLENNIUM GLOBAL. Une stratégie macroéconomique combinée avec une analyse de la dynamique des marchés permet de calibrer les positions.

NICOLETTE DE JONCAIRE

Couverture des risques de change: un équilibre délicat qui exige de n'en faire ni trop, ni trop peu. Trop et les profits s'évanouissent (selon le vieil adage «no risk no reward»). Trop peu et le résultat peut vite tourner au désastre. Alors comment structurer une solution optimale? C'est ce que Claire Dissaux, chef économiste de Millennium Global, accompagnée de François Oustry, responsable des solutions d'investissement, venait exposer hier à Genève à l'Association des Stratégistes d'Investissement de Genève (ISAG).

Créé en 1994 à Londres par un Suisse, Michael Huttman, Millennium Global est spécialiste du marché des devises et de la couverture de change. Peu de clients (une vingtaine d'institutionnels dont CalSTERS, le considérable fonds de pension californien) mais des actifs sous gestion de 16 milliards de dollars gérés sur trois volets: une gestion active, cœur historique de l'activité, une gestion passive et enfin une gestion dite dynamique qui assure la couverture des risques en période de turbulence autour d'un ratio de couverture indiqué par le client et modulable en fonction de ses exigences.

En toile de fond, une stratégie macroéconomique combinée avec une analyse de la dynamique des marchés permet d'aboutir à des positions calibrées, avec le client, autour des volatilités. Les vues macroéconomiques à moyen ou



FRANÇOIS OUSTRY. La couverture de change doit s'adapter au cycle et aux besoins.

long terme formulées par Claire Dissaux sont aussi combinées aux modèles de trading à court terme de François Oustry pour tenir compte des réactions du marché. Les institutions financières sont souvent trop couvertes (hedging à 100% des positions) ou pas du tout. «Ce que nous offrons est une couverture de change adaptée au cycle et aux besoins. Nos clients peuvent indiquer leur appétit au risque ou tout autre contrainte spécifique telle l'exclusion d'une devise ou d'un établissement bancaire» explique François Oustry. Une question sur laquelle l'association genevoise les invitait à intervenir est la protection des investissements dans la dette émergente libellée en devise locale. A nouveau: trop d'assurance effacerait le rendement recherché

- pas assez d'assurance ne serait pas tolérable en limite de risque. Une solution: l'application d'approches hybrides et dynamiques pour la couverture de change. La période est propice à ce type de couverture. Le Brexit a initialement engendré une forte volatilité sur les changes avant un retour à la période actuelle de faible volatilité. Pourtant, selon Claire Dissaux, le Brexit crée un choc local, qui devrait s'exprimer essentiellement sur le sterling face à l'euro, plutôt qu'un risque systémique susceptible d'affecter la zone Euro. «La croissance de la zone Euro est faible mais résistante malgré le vote de la Grande-Bretagne. La demande interne continue de tirer la croissance, soutenue par le cycle de crédit.» explique-t-elle. Derrière cette (relative) stabilité

macro de la zone euro, le soutien de la Banque Centrale Européenne et ses phases successives d'assouplissement monétaire au cours des dernières années (injections de liquidité pour le secteur bancaire, baisse des taux, programmes d'achat d'actifs). En zone Euro, malgré les effets paralysant de Bâle III, la croissance du crédit est repartie. En outre, les politiques budgétaires expansionnistes ont de nouveau droit de cité face à une Commission européenne plus encline à tolérer les dérapages budgétaires qu'elle ne l'était il y a trois ou quatre ans pour ne pas exacerber les tensions sociales et politiques. Les résultats sont là: annualisée, la croissance européenne au troisième trimestre sera probablement de l'ordre de 1,5%. Toutefois, la zone Euro continue à souffrir d'un endettement public et privé très important qui contraint la BCE à rester très accommodante à moyen terme.

Côté livre sterling, la situation est nettement plus critique. Avec des taux réels très négatifs, un déficit courant de 7% du PIB (60% des investissements directs contribuant à le financer ont pour origine l'Union européenne) et une économie britannique qui pourrait entrer en récession étant donné le choc d'incertitude sur la confiance des entreprises et des ménages, la devise est peu attrayante. Surtout vis-à-vis de l'euro, étant donné la nécessité d'ajuster le sterling vis-à-vis de ses partenaires commerciaux les plus importants.

En ce qui concerne le dollar, la récente réunion de Jackson Hole, même si elle a déçu les attentes, a eu le mérite d'éclaircir quelque peu l'horizon. Taux d'emploi et premiers signes des hausses des salaires aux Etats-Unis permettent d'anticiper une hausse des taux directeurs en décembre. Après une longue période de déconnexion entre baisse du chômage et revenus du travail (également observables ailleurs, notamment au Japon et en zone Euro), le retournement de tendance est perceptible. Ce n'est pas tout. Dans l'hypothèse chaque jour plus plausible d'une élection d'Hillary Clinton (les sondages ne sont plus guère favorables à Donald Trump même si le risque n'est pas égal à zéro), le gouvernement américain pourrait entreprendre un programme de restauration des infrastructures du pays qui en a bien besoin (les coûts afférents ont été estimés par le FMI dans une fourchette de 5 à 8% du PIB sur 10 ans). Si la croissance américaine n'est attendue aujourd'hui qu'aux alentours de 1,7%, un programme de cette nature changerait entièrement la donne, avec une croissance plus forte en 2017 et plus de hausses de taux de la Fed. La combinaison d'une politique budgétaire expansionniste et d'un resserrement de la politique monétaire pourrait alors favoriser le dollar en 2017. En particulier face à l'euro étant donné la nécessité pour la BCE de poursuivre une politique monétaire accommodante. ■

Le recul sous les 44 dollars

PÉTROLE. Les risques de surproduction plombent les cours.

Les cours du pétrole ont poursuivi leur plongeon hier à New York, dans la foulée des mauvais chiffres des stocks américains de mercredi et au moment où l'espoir d'un accord sur un gel de la production s'évanouit. Le cours du «light sweet crude» a perdu 1,54 dollar à 43,16 dollars sur le contrat pour livraison en octobre au New York Mercantile Exchange (Nymex).

«Le ministre russe de l'Energie a indiqué que 50 dollars le baril est un prix auquel une limitation de la production n'est pas nécessaire et cela a fait pression sur les marchés», a indiqué Bob Yawger de Mizuho Securities USA.

Cette déclaration a semblé porter le coup de grâce aux espoirs d'un accord entre les membres de l'Opep fin septembre à Alger sur un gel de leur production, auquel la Russie aurait pu se joindre ultérieurement. Important producteur de pétrole non membre de l'Opep, la Russie avait fait savoir en août par la voix de son ministre de l'Energie Alexandre Novak qu'elle était susceptible de se joindre, à un tel accord.

En avril dernier, une première rencontre de ce type entre membres de l'Opep avait échoué en raison des tensions entre l'Arabie Saoudite et l'Iran. Au moment de cette annonce, les cours du brut étaient déjà plombés par la publication mercredi de chiffres hebdomadaires du Département américain de l'Energie jugés «négatif» par Bob Yawger. ■

LE MARCHÉ HORS-BOURSE HELVETICA

No. val.	Nom	Demandé	Offert	No. val.	Nom	Demandé	Offert	No. val.	Nom	Demandé	Offert
INDUSTRIE ET FINANCE											
140241	Agruna AG	-	-	203978	Licht- und Wasserwerk	800.00	0.00	1058344	Clientis Bank Kuettingen-Erlinsbach	1500.00	1700.00
918360	Aubonne Sté électrique N -A-	150.00	0.00	10517517	Lorze AG	21.00	0.00	131837	Lienhardt & Partner N	1750.00	2050.00
918361	Aubonne Sté électrique N	1500.00	0.00	205500	LZ Medien N	0.00	1950.00	134388	LK Stammheim N	1290.00	1390.00
3201868	Auto Holding	325.00	375.00	19896350	Magazzini General N	2400.00	2800.00	133285	Obwalder Kantonalbank PS	900.00	0.00
247790	Avancon FM Bex SA	500.00	1000.00	10702069	Montana Tech N	4.85	5.05	134019	Regiobank Maennedorf N	4450.00	4850.00
385703	Bad Schinznach	2150.00	0.00	727105	Montena SA Fribourg N	15.00	100.00	135292	SB Saanen Bank N	2350.00	2650.00
1072696	Beau-Rivage SA	201.00	210.00	12651797	Neue Zürcher Zeitung	-	-	-	Sp & Lk Bucheggberg	-	-
157005	Caran d'Ache N	10000.00	0.00	217440	Parking Riponne SA	2750.00	0.00	135011	Sp & Lk Frutigen AG N	2225.00	2275.00
931972	Casino Baden N	0.00	520.00	503412	Parking St. François SA	1500.00	0.00	135032	Sp & Lk Guerbethal	4650.00	5000.00
198951	Casino Interlaken	0.00	240.00	-	Ports Francs SA, Genève	-	-	135186	Sp & Lk Muensingen N	1425.00	1500.00
495950	Casino-Kursaal Montreux 100 N	1800.00	0.00	-	Salines (Mines) de Bex SA P	-	-	135272	Sp & Lk Riggisberg N	0.00	6150.00
157936	Cendres & Métaux N	0.00	7500.00	230436	Seiler Hotel N	185.00	0.00	135429	Sp & Lk Wynigen	7000.00	8700.00
-	Chemie Holding SA	-	-	1789702	Sihl Manegg Immo.	6.00	0.00	135700	Sparkasse Oftringen AG N	1910.00	1960.00
159808	Cie Bain, Yverdon	0.00	0.00	233400	Sonotel Ouchy SA N	2010.00	0.00	114552	Triba Partner Bank N	1250.00	0.00
244291	Cooperative Serpentine	120.00	0.00	249584	Sté Genevoise Invest. Immo.	7500.00	0.00	TRANSPORTS			
166514	Dolder Hotel AG	0.00	3300.00	265513	St.Galler Tagblatt	-	-	143093	Arosa Bergbahnen	60.00	0.00
10269954	Energie Electrique du Simplon SA EES	650.00	0.00	253801	Tersa Rheinfelden	10000.00	0.00	920651	CGN Nav Lac Léman	1.00	8.00
137809	Effingerhol AG	475.00	0.00	254156	Thermalbad Zurzach AG P	325.00	395.00	379859	Montreux-Oberland Bernois	0.50	0.00
255740	Espace Real Estate	137.00	0.00	257005	Typon Holding N	0.00	0.00	-	Télé Champéry-Crossets	-	-
251331	Explosifs (Sté Suisse) N	2450.00	3000.00	257770	Reussegg Holding	0.00	250.00	252985	Télé Nendaz	0.00	430.00
168968	EW Altdorf	725.00	0.00	-	Unione Farmaceutica	-	-	417805	Télé Villars-Gryon	15.00	0.00
123939	EW Brig-Naters N	-	-	2991093	Vallée de l'Orbe Energie	9.75	12.75	817564	Téléverbier SA P	27.00	0.00
169053	EW Jona Rapperswil N	4750.00	0.00	-	Usine Métall. Vallorbe SA N	-	-	1238685	Transports Montreux-Vevy Riviera	0.00	0.20
12230366	Febex SA	-	-	262089	Wasserwerke AG Zug N	11250.00	0.00	OBLIGATIONS			
363758	FTB Holding SA	500.00	0.00	496018	Weleda N	2650.00	0.00	21961870	Rebonds SA 3.5% 2023	99.50	100.00
254158	Gd Resort Bad Ragaz	4850.00	0.00	1017318	Welinvest N	3450.00	0.00	<small>01/09/2016</small>			
160200	Générale Beaulieu	11000.00	0.00	623401	Zuckerfabrik Aarberg-Frauenfeld	0.00	22.00				
617479	Genturica SA	0.00	0.00	-	Zuercher Freilagler	-	-				
182043	Gestione Stalvedro	250.00	0.00	BANQUES							
182364	GHL Immobilière SA Priv. P	800.00	0.00	13618257	Acrevis Bank N	1200.00	1300.00				
183344	Gondrand SA Bâle Priv. P	0.00	950.00	1132220	Alpha Rheintal Bank	440.00	460.00				
222133	Gotthard Raestetten AG	175.00	0.00	131485	Bank in Zuzwil N	3150.00	3650.00				
247747	Goule Sté électrique P	0.00	3700.00	1379284	Bank Oberaargau	365.00	0.00				
653256	Griesser Holding SA N	0.00	950.00	1075653	BBO Bank Brienz Oberhasli	134.00	142.00				
1652312	Griston AG	1250.00	0.00	1487491	Bernerland Bank	465.00	505.00				
184603	Grottes de Vallorbe SA P	35.00	70.00	1804361	Biene Bank	210.00	235.00				
2050274	Holdigaz SA	148.00	0.00	943810	BS Bank Shaffhausen N	1750.00	1850.00				
-	Imm. Pharmapark SA	-	-	3907469	Clientis Bank Leerau	350.00	385.00				
372375	Klinik Linde N	750.00	0.00	246821	Clientis Bank im Thal N	275.00	0.00				
161329	Kongress Kursaal Bern AG	465.00	525.00	1062192	Clientis Bank Toggenburg	335.00	0.00				
11502954	Konkordia N	2900.00	0.00	133302	Crédit Mutuel de La Vallée	600.00	700.00				
199268	Kurhotel Weissbad	1575.00	1775.00	204649	Eb Entlebucher Bank N	200.00	235.00				
199228	Kurzentrums Rheinfelden AG	1000.00	0.00	133720	EK Affoltern	1750.00	1950.00				
-	Lagerhäuser Buchs AG	-	-	133631	Ersparnisanstalt Oberuzwil	600.00	0.00				

Le marché hors-bourse Helvetica vous est offert par:

Bondpartners SA



Avenue de l'Elysée 24 - 1006 Lausanne Tél. +41 21 613 43 43 www.bpl-bondpartners.ch