

produits structurés Lundi 27 mai 2013

Les produits Quanto ou la neutralisation totale des risques de change

Par Sacha J. Duparc*

Les actions des banques centrales et leurs effets sur le marché des devises remettent la question de la protection contre les risques de change au centre des préoccupations des investisseurs

La thématique de la couverture des risques de change est au cœur des préoccupations des investisseurs. Les produits structurés leur offrent une flexibilité totale quant à l'exposition recherchée au risque de change. Il existe notamment deux types de produits permettant soit de conserver cette exposition, soit de s'en prémunir complètement.

Le premier, dit «composite», s'appuie simplement sur une conversion de la monnaie de référence du sous-jacent au taux de change en vigueur: la performance dépend alors de la fluctuation de la devise du sous-jacent. Le second s'appuie sur une stratégie dynamique de couverture des risques de change nommée «Quanto» (Quantity Adjusting Option). Celle-ci propose une protection intégrale contre les fluctuations du cours des devises.

Cette protection totale offre à l'investisseur une exposition pure à l'évolution des cours des valeurs sous-jacentes, c'est-à-dire la possibilité de répliquer à l'identique la performance des sous-jacents en évitant les effets de change. La mécanique est la suivante, basée sur un investissement de 1000 francs dans un structuré Quanto sur le titre Apple. A l'origine, l'émetteur place le nominal de 1000 francs et emprunte simultanément 1053 dollars – soit 1000 francs à un taux de change de 0,95 franc pour 1 dollar – pour acquérir des titres Apple et ainsi obtenir la performance positive ou négative du cours du sous-jacent. Le différentiel entre le taux d'intérêt perçu en francs et le taux d'intérêt payé en dollars constitue la première partie de la valeur de la couverture de change; quand le taux en dollars est supérieur à celui en francs, l'effet Quanto se soustrait à l'évolution du sous-jacent et vice versa.

En cours de vie du produit, la position titres est continuellement ajustée selon l'évolution des devises, afin de neutraliser les effets de change et de répliquer fidèlement la performance du sous-jacent. Dans l'hypothèse d'un affaiblissement du billet vert, qui passerait de 0,95 à 0,90 franc, les 1000 francs initialement investis vaudraient 1111 dollars; dans cette situation, l'émetteur devrait alors emprunter davantage de dollars pour se procurer le complément de titres Apple lui permettant d'être investi sur un nominal de 1111 dollars et non plus de 1053 dollars. Ainsi, lorsque la devise s'affaiblit, l'émetteur doit en emprunter davantage pour réinvestir le supplément dans les sous-jacents, et vice versa.

Le niveau de corrélation entre le sous-jacent et la devise est donc fondamental. Une corrélation positive, soit une hausse concomitante des cours des sous-jacents accompagnée d'une appréciation de la monnaie locale, nécessite d'emprunter davantage de devises pour acquérir un nombre croissant de sous-jacents à des cours plus élevés. Dans ce cas, la mise en place d'une couverture dynamique de change semble se faire au détriment du produit à l'instant de son émission. A l'inverse, lorsque le niveau de corrélation est négatif, le produit paraît être plus attractif qu'un autre produit composite comparable. En réalité, tout actif se négocie dans un univers risque-neutre; il s'agit d'une opération dont la valeur concorde avec les différentiels de taux d'intérêt entre les monnaies ainsi que les niveaux de corrélation entre les devises et les sous-jacents à l'origine.

Les produits Quanto sont les seuls véhicules d'investissement offrant une exposition pure à la

performance d'un sous-jacent coté en devises étrangères, une transformation littéralement «équivalente» permettant à l'investisseur de capitaliser exclusivement sur ses attentes vis-à-vis du sous-jacent sans avoir à se soucier des aléas des changes.

*Chef de la structuration et du trading – Produits structurés, BCV

LE TEMPS © 2013 Le Temps SA