



Association Française des  
Trésoriers d'Entreprise

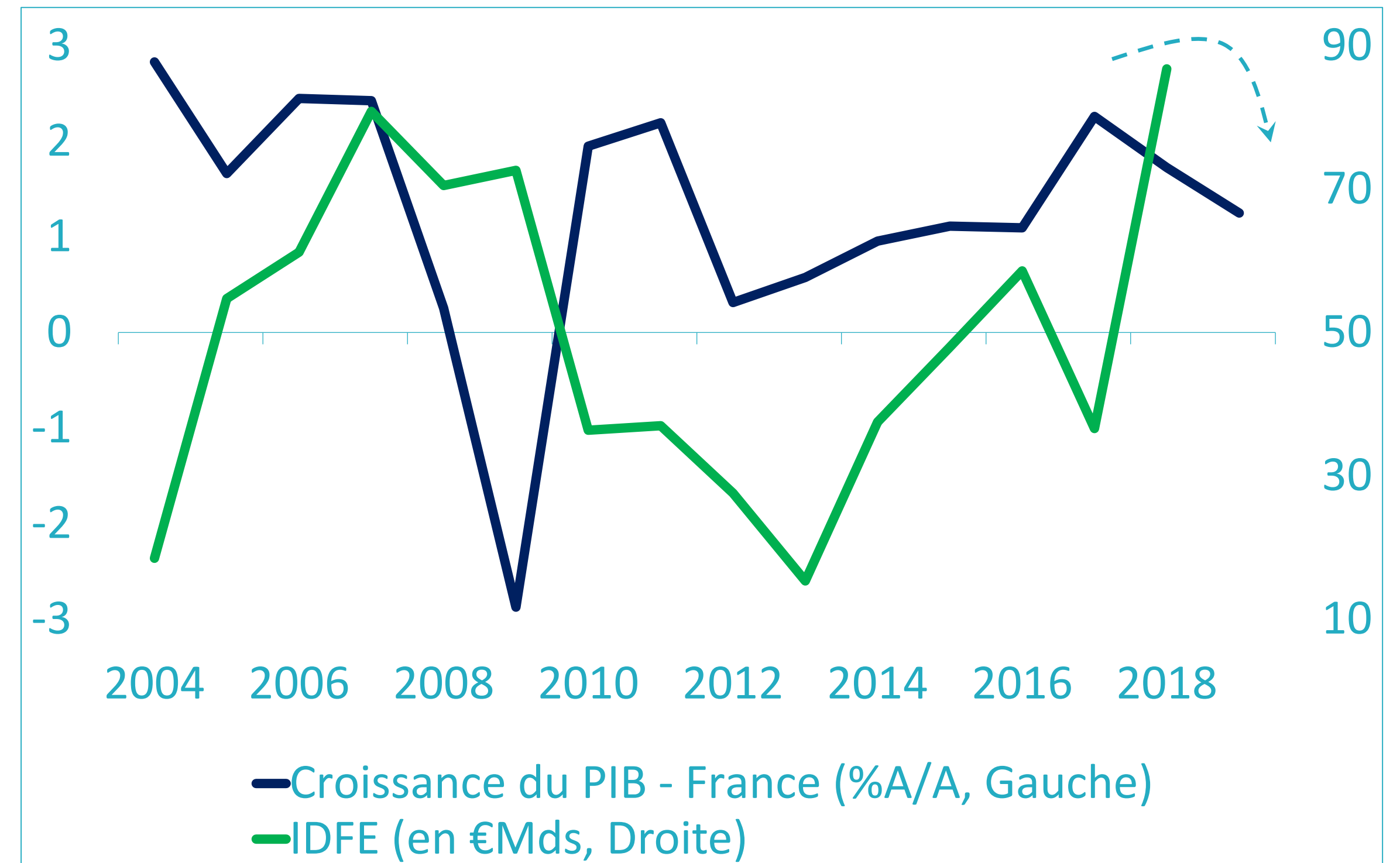
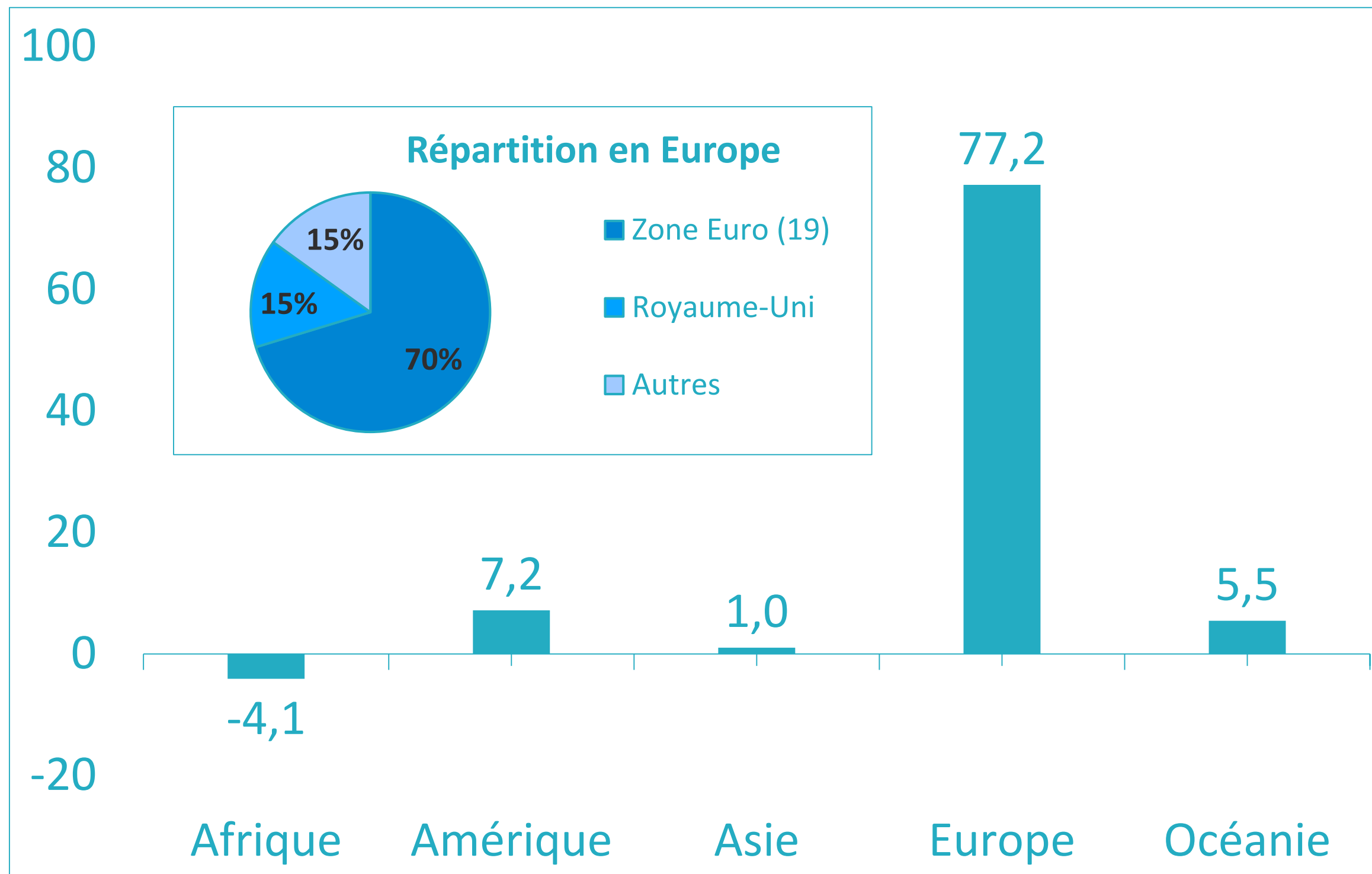
# Dynamiser sa gestion du risque patrimonial



# » IDFE : Une nette progression... mais un « biais » européen

→ En 2019, la France se classe 5<sup>ème</sup> en matière d'IDE, mais 90% des flux nets se situent en Europe

Investissements directs français à l'étranger (IDFE) – Flux nets sortants en 2018 (en €Mds)



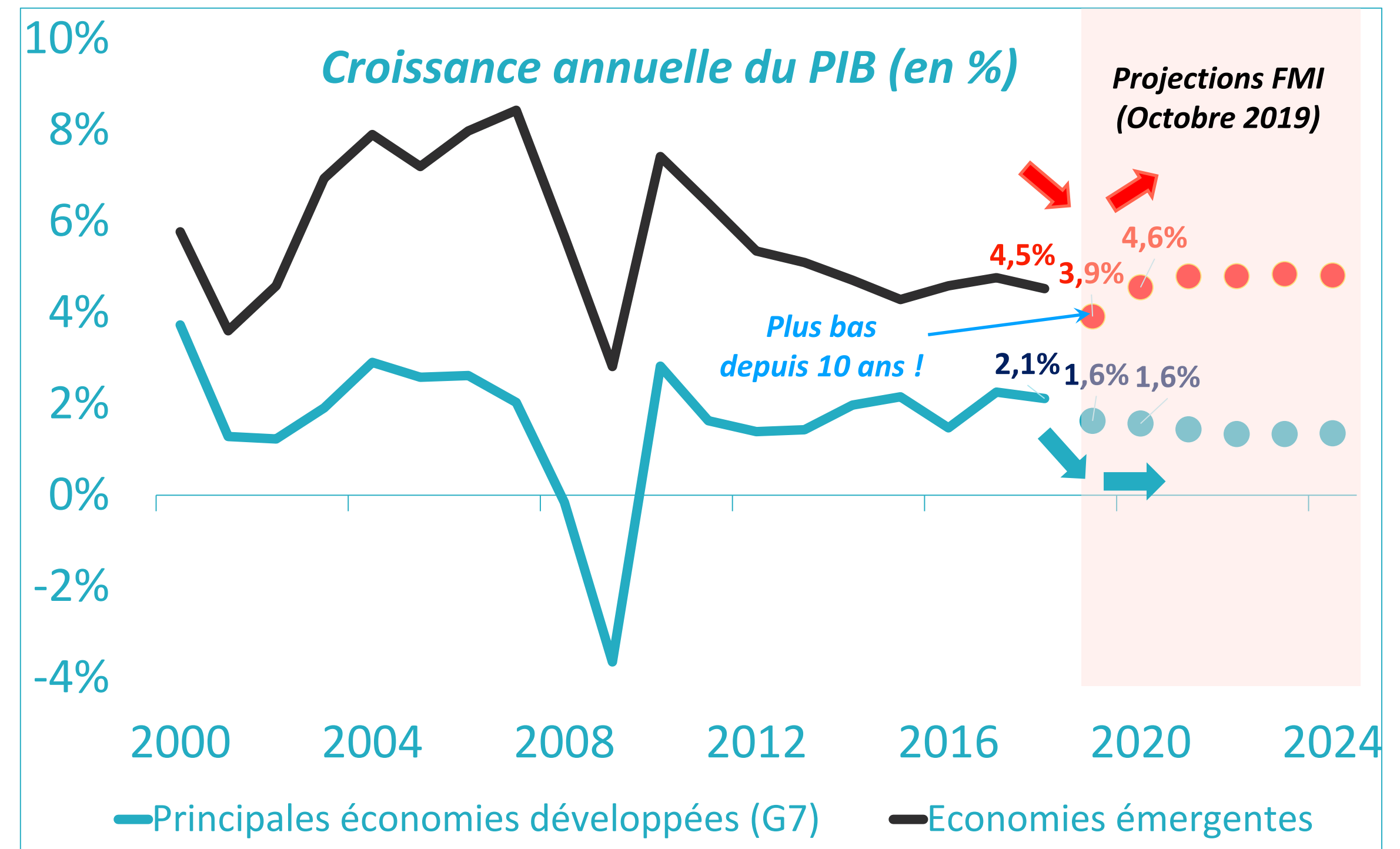
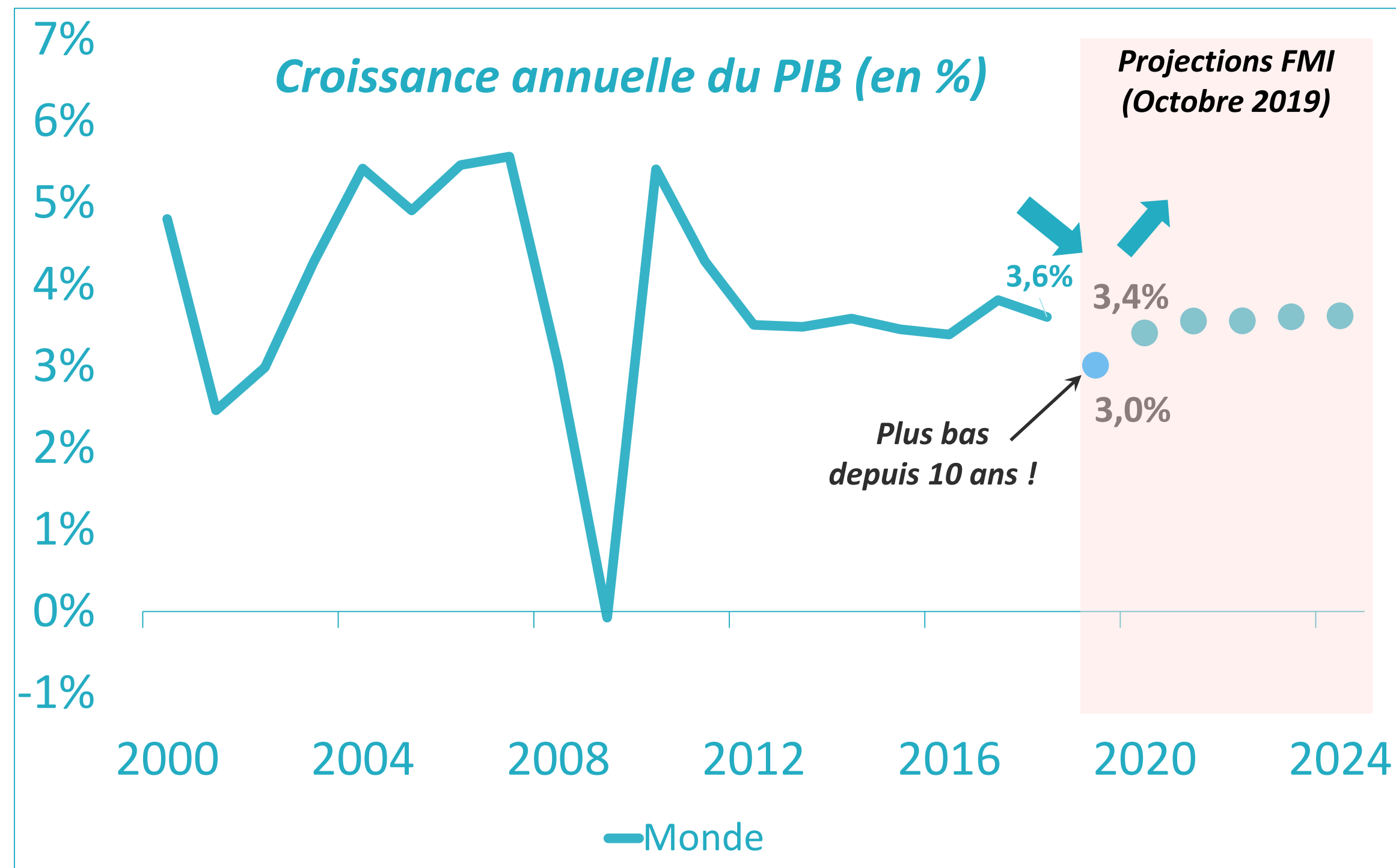
Données annuelles actualisées à 2018. Source: Banque de France, Western Union Business Solutions



# » Facteur « conjoncturel » (1) : Un ralentissement généralisé

→ En 2019, la croissance mondiale devrait chuter à son plus bas niveau depuis 10 ans (IMF)

→ Une reprise est espérée en 2020, mais celle-ci devrait être principalement tirée par les émergents



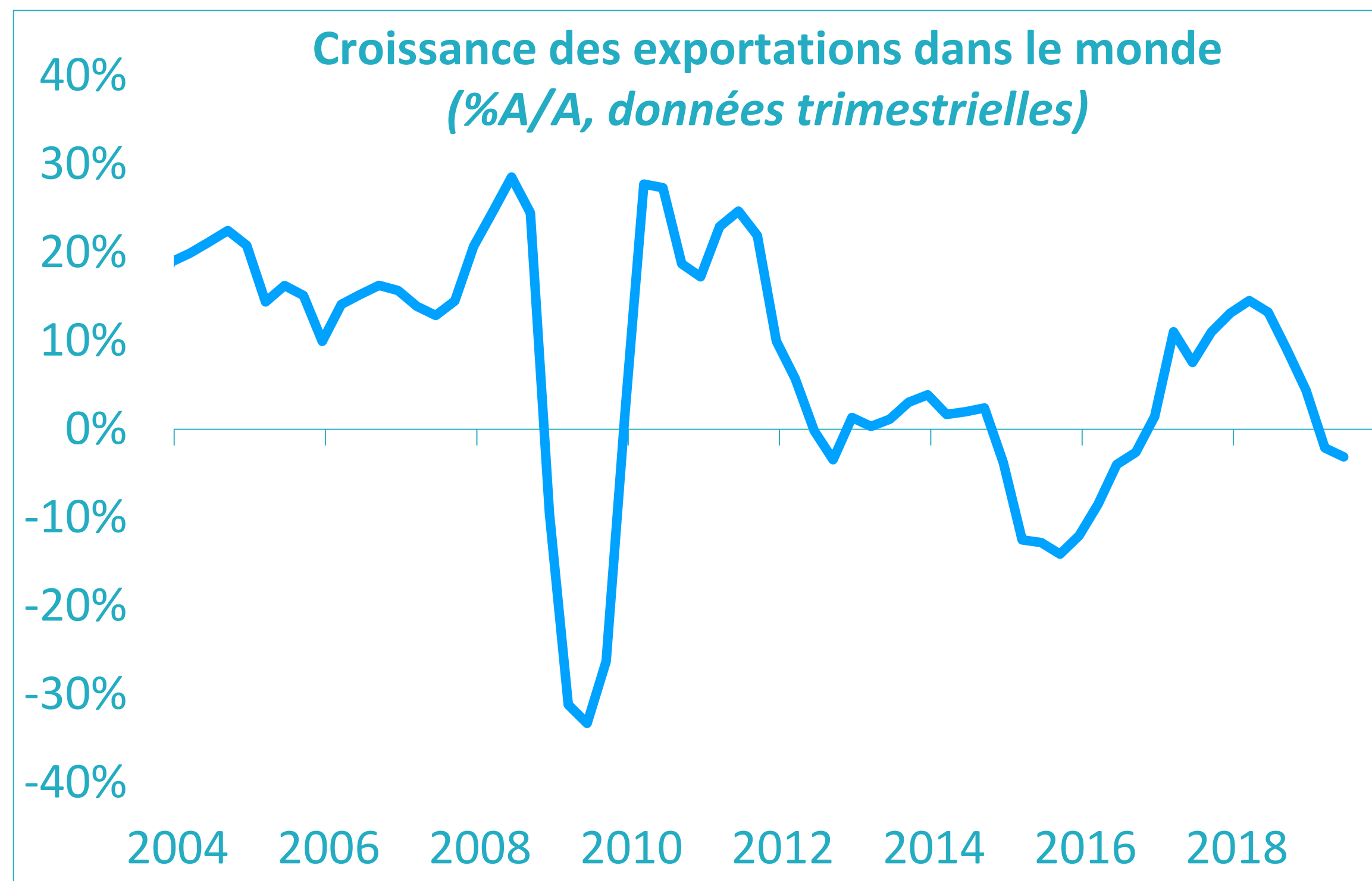
Données annuelles actualisées à 2018. Source: FMI WEO octobre 2019, Western Union Business Solutions



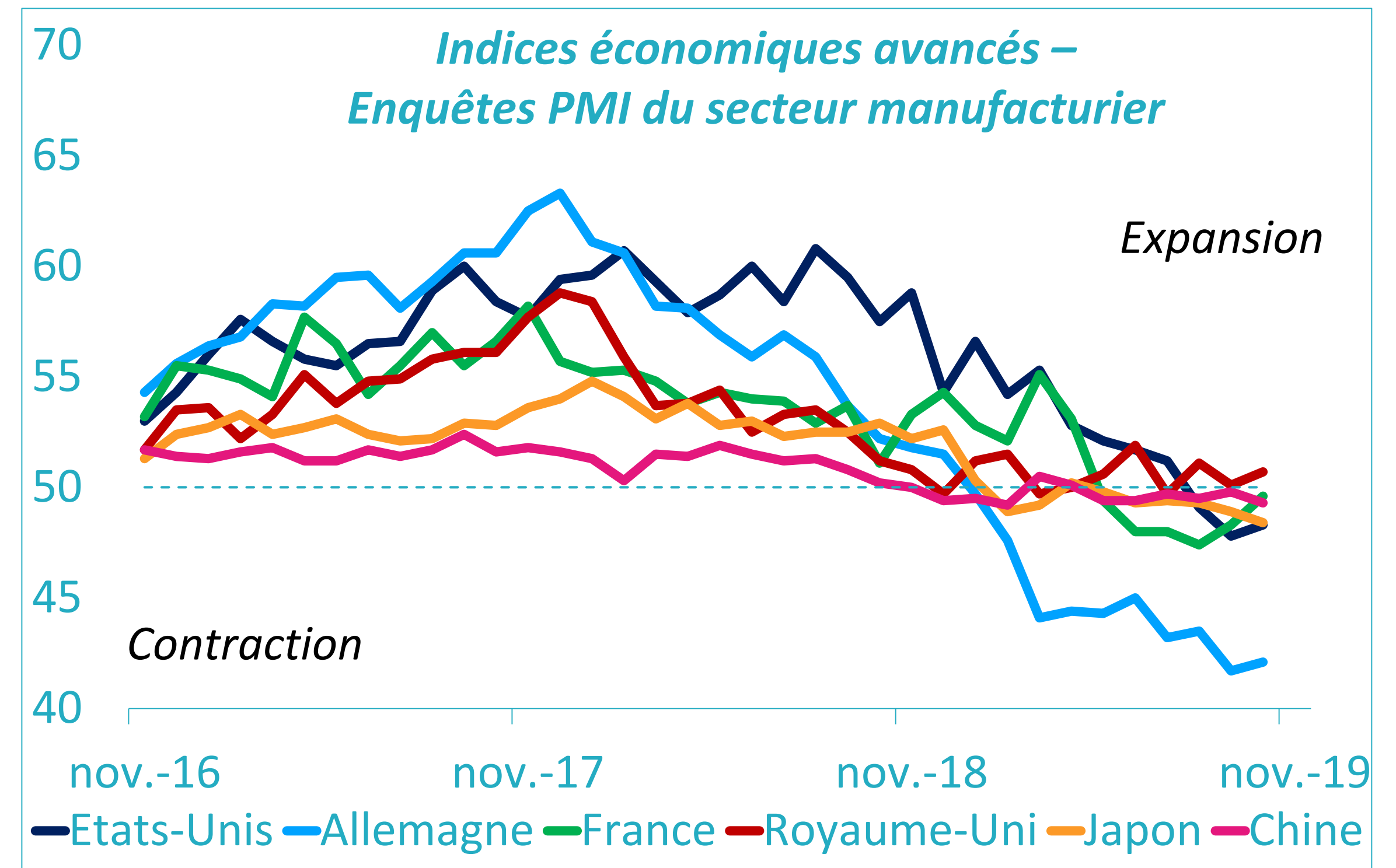
# » Facteur « conjoncturel » (2) : Un ralentissement des échanges

→ Les échanges commerciaux dans le monde ralentissent fortement sous couvert de hausse du protectionnisme

→ Le secteur industriel est le plus sensible à la dégradation du commerce international (forte contraction)



Données trimestrielles actualisées au T2 2019. Source: FMI WEO octobre 2019, Western Union Business Solutions



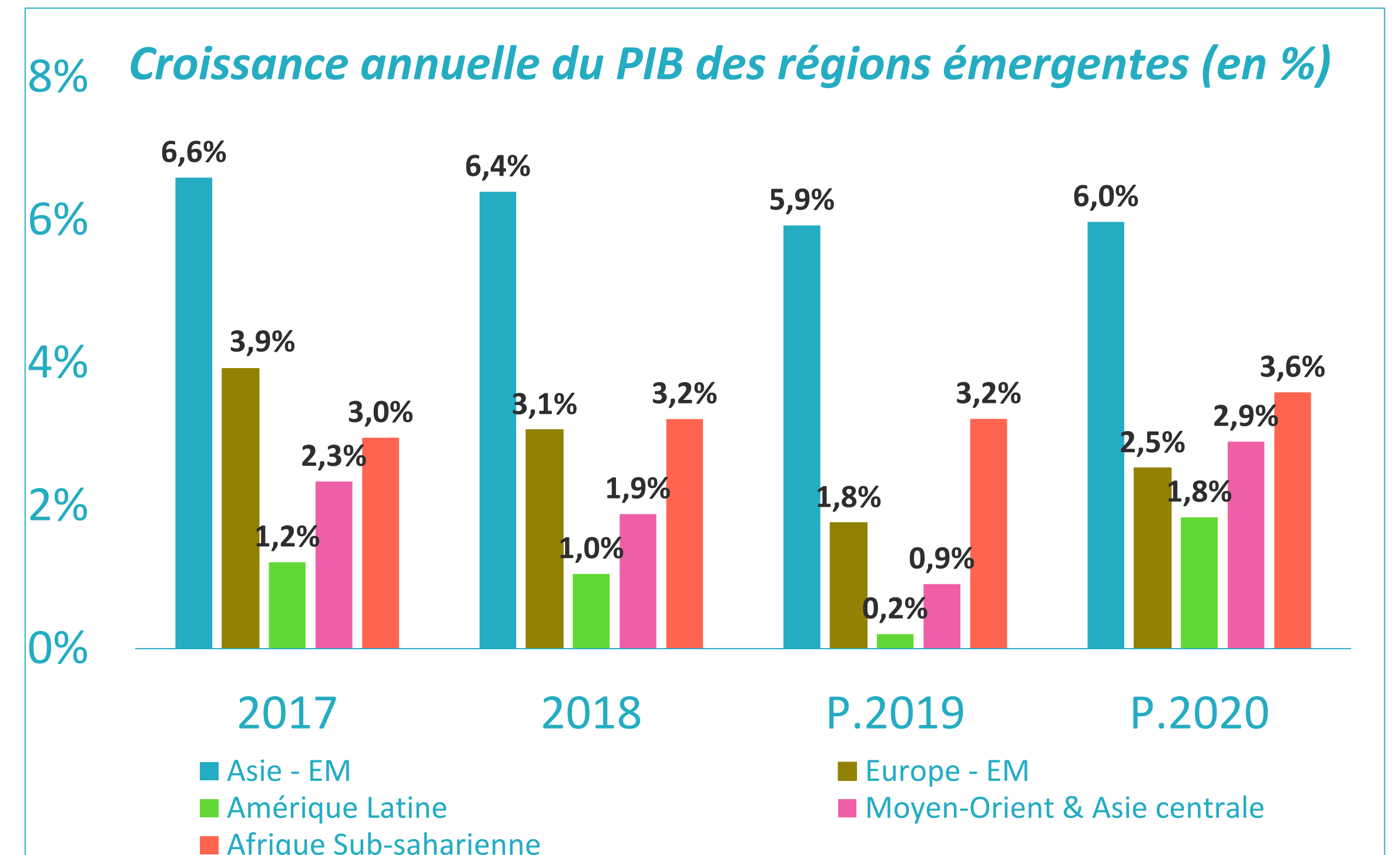
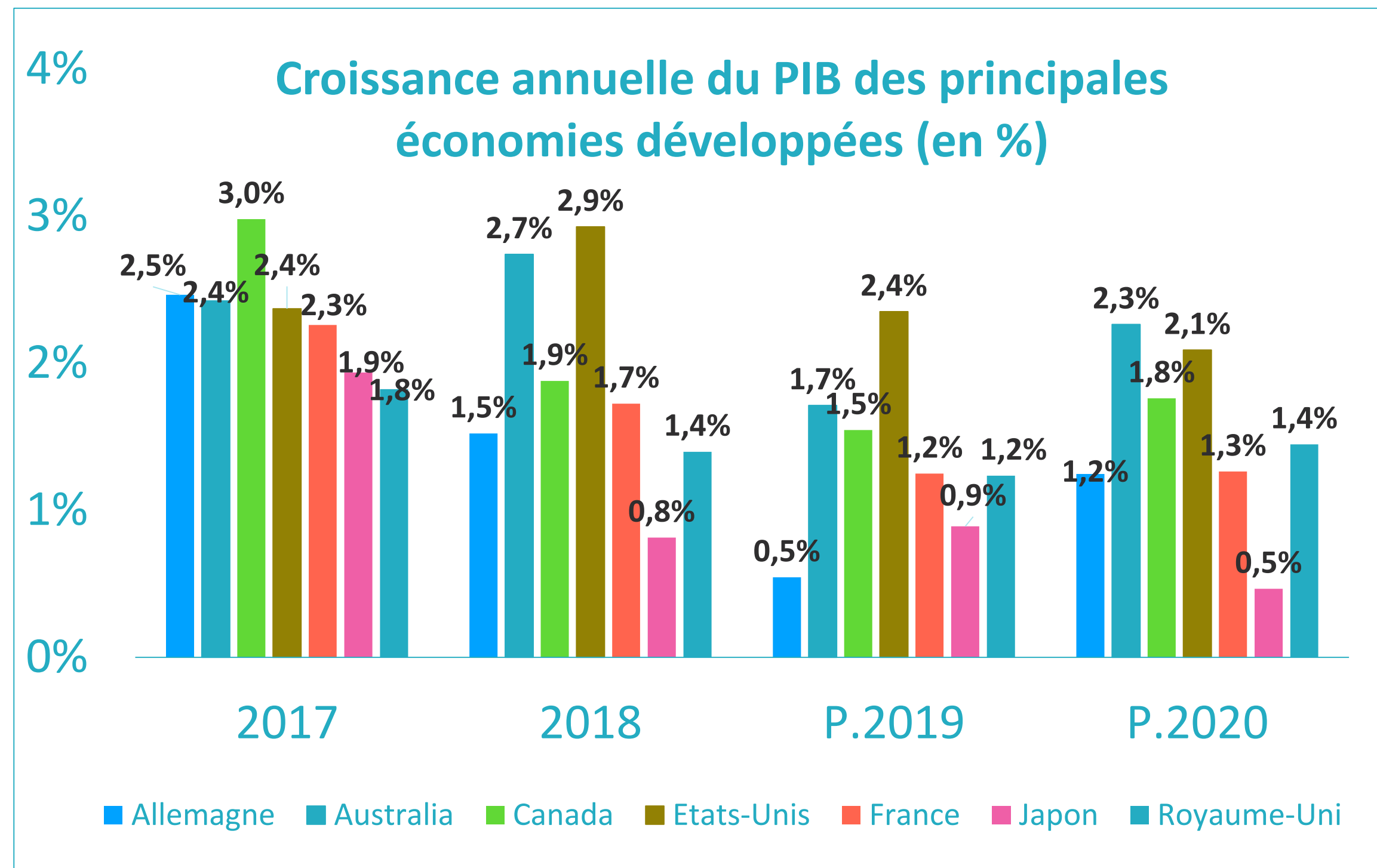
Données mensuelles actualisées à octobre 2019. Source: Markit, ISM, Jinbun, ONS, Bureau national de statistiques en Chine, Reuters, Western Union Business Solutions



## » Facteur « conjoncturel » (3) : Quelques hétérogénéités

→ Economies développées : Des opportunités en Amérique du Nord et en Australie plutôt qu'en Europe

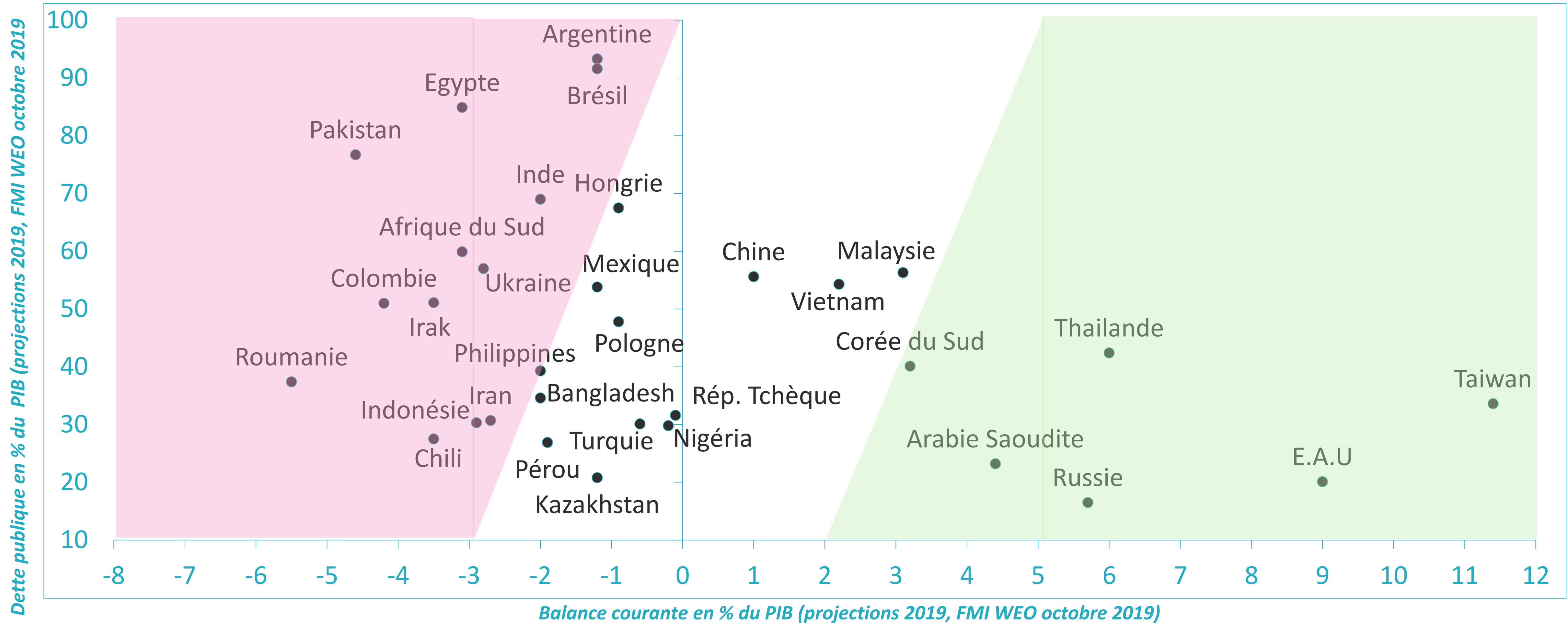
→ Economies émergentes: Une croissance toujours très importante en Asie / L'Amérique latine paraît instable



Données annuelles actualisées à 2018. Source: FMI WEO octobre 2019, Western Union Business Solutions



## » Facteur « conjoncturel » (4) : Carte des risques des pays émergents

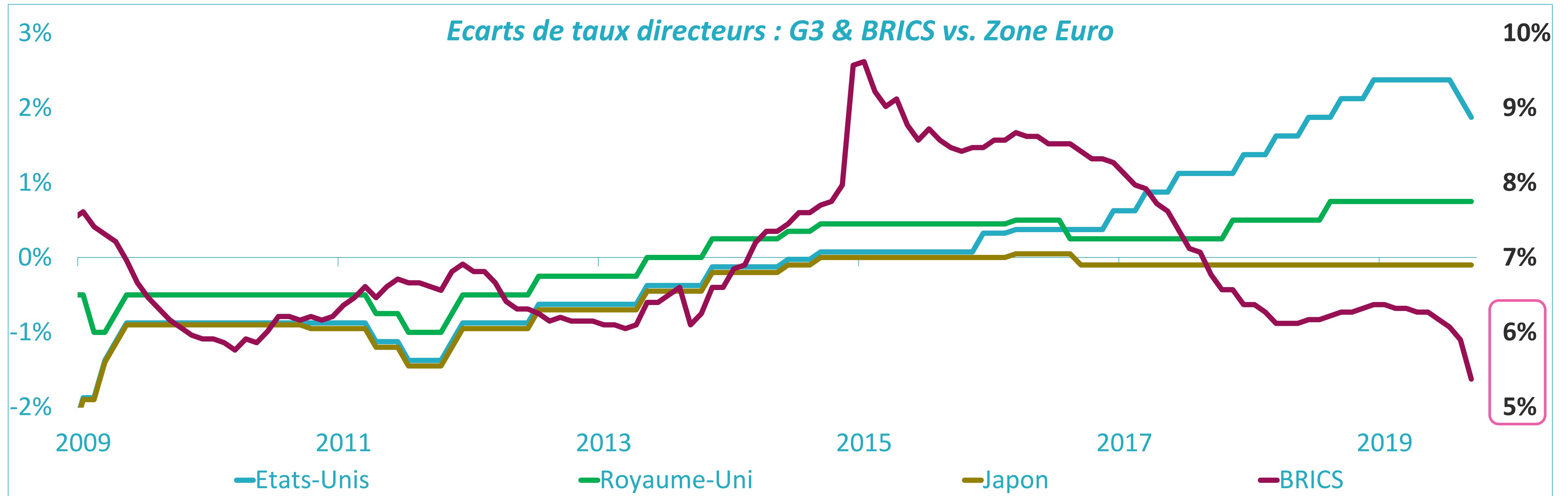


.Source: WEO Octobre 2019 FMI, Western Union Business Solutions



## » Un facteur « taux » : Réduction du coût de crédit global

- Un coût de crédit nettement plus attractif en Zone Euro (taux de refinancement de la BCE = 0%)
- Un différentiel qui se réduit significativement avec les Etats-Unis et les économies émergentes en 2019

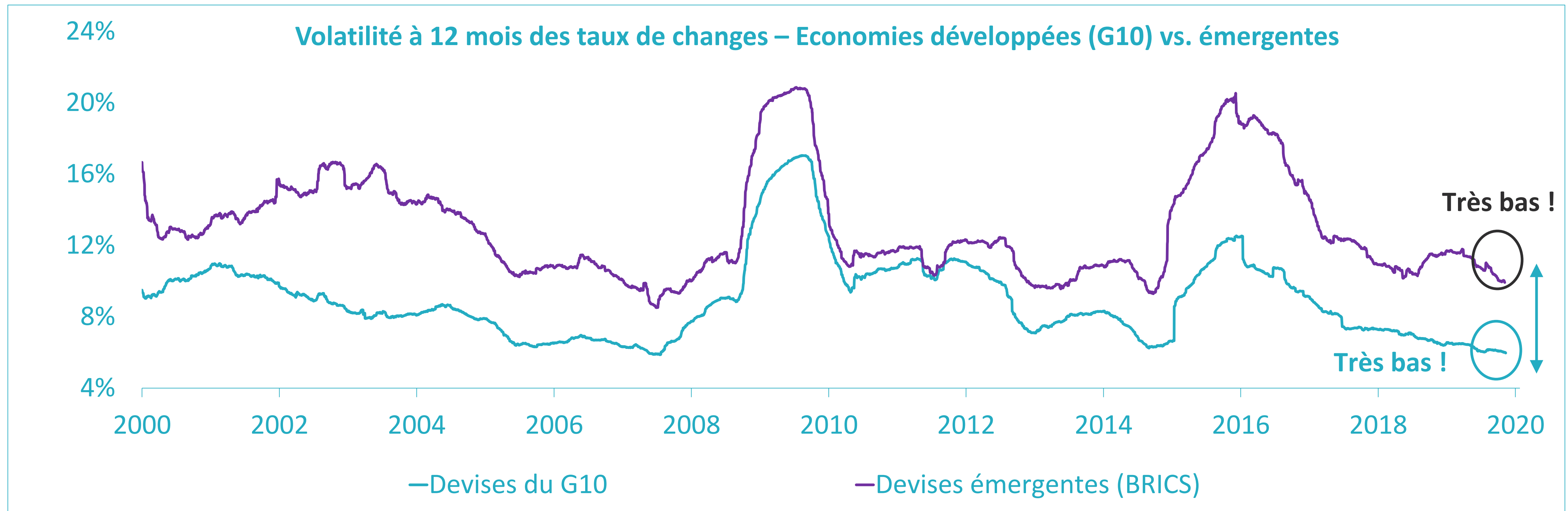


Données mensuelles actualisées à septembre 2019. Source: Reuters, Western Union Business Solutions



## » Un facteur « change » : une faible volatilité en trompe l'œil ?

- Décorrélacion entre l'économie et les marchés ? Une volatilité qui apparaît très/trop faible malgré le ralentissement
- L'écart de volatilité entre les devises développées et émergentes restent très importants



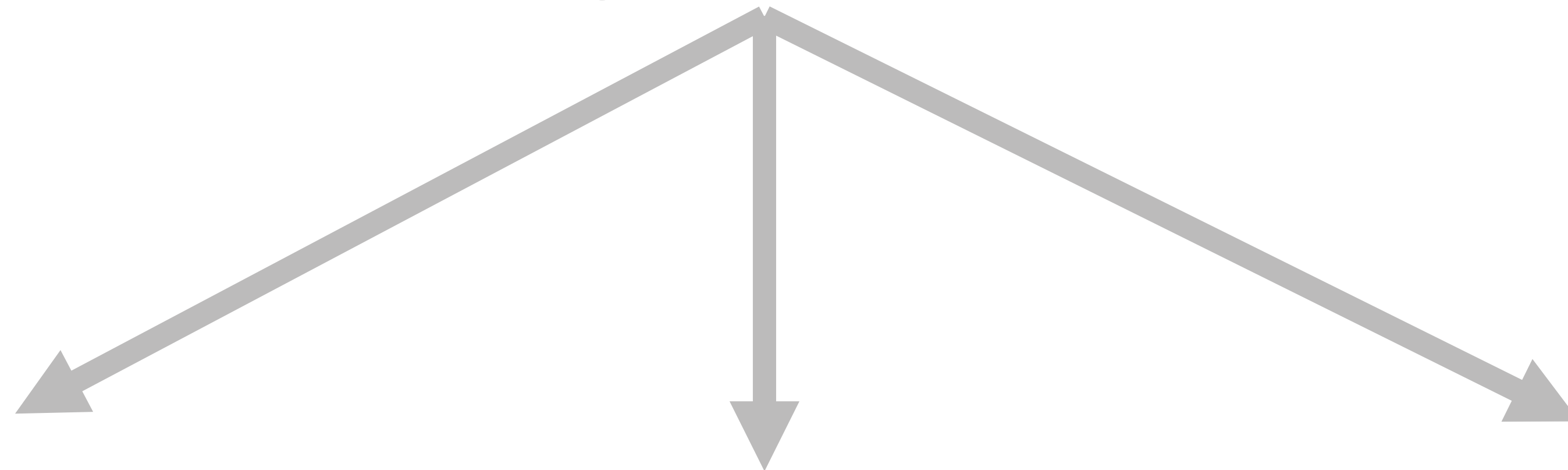
Données journalières actualisés au 13 novembre 2019. Source: Reuters, Western Union Business Solutions





## » Actuellement la couverture de l'actif net est peu utilisée

*Des outils simples et bien maîtrisés*



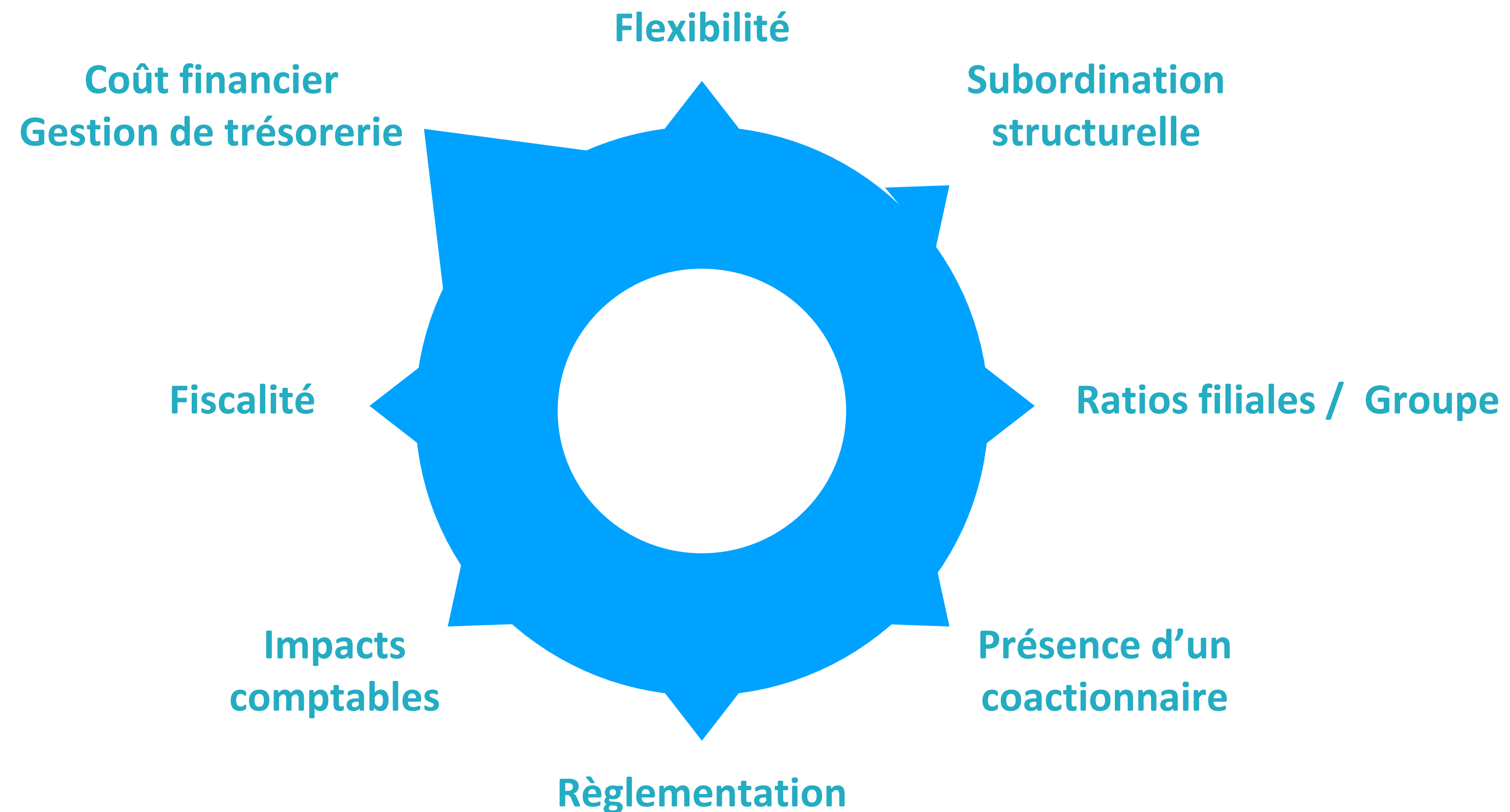
Les contrats à termes

Les cross currency swaps

Les outils optionnels

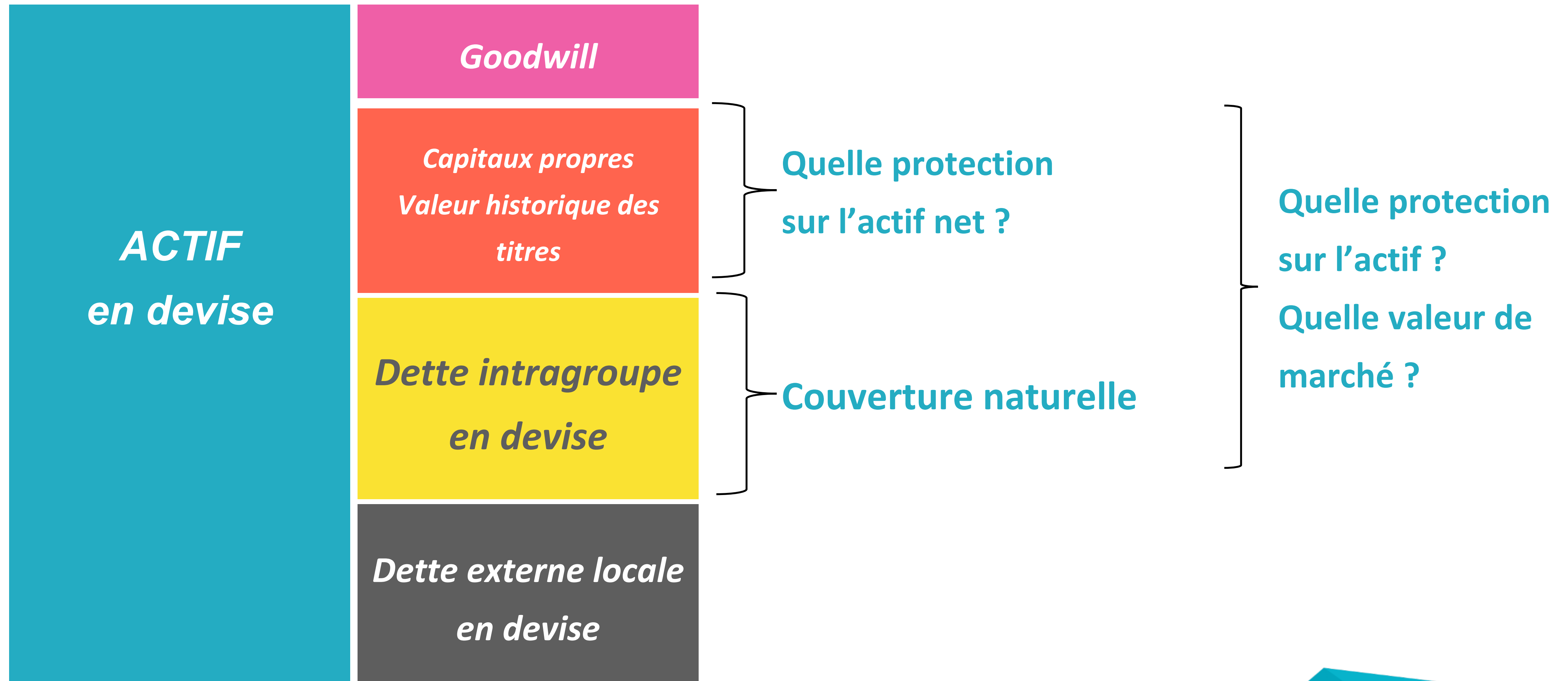


## » Financement des filiales: un choix structurant





## » Actif net, valeur d'actif, valeur de marché?





## » Cycle de vie des actifs et timing de couverture

Acquisition



Cession

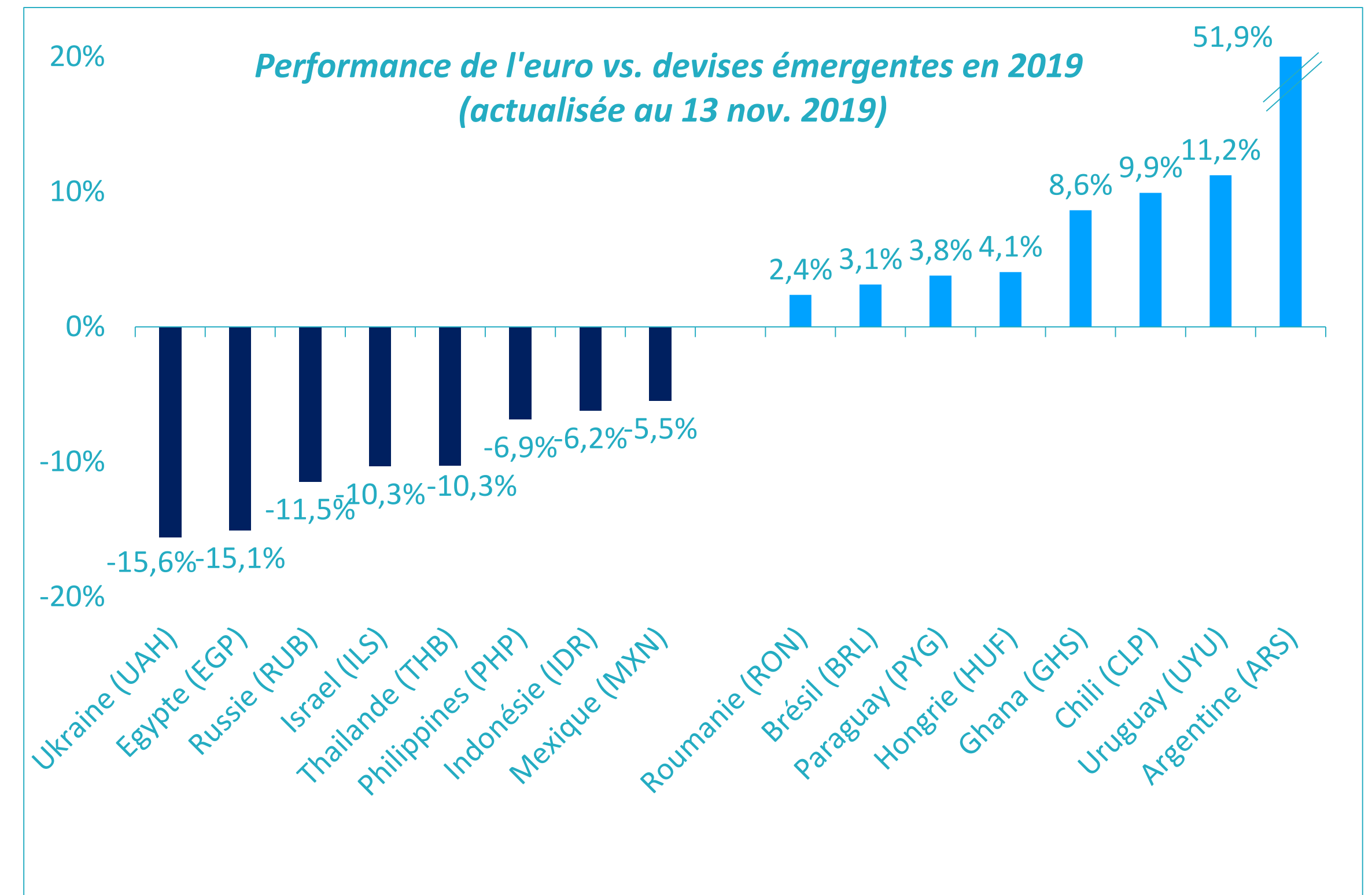
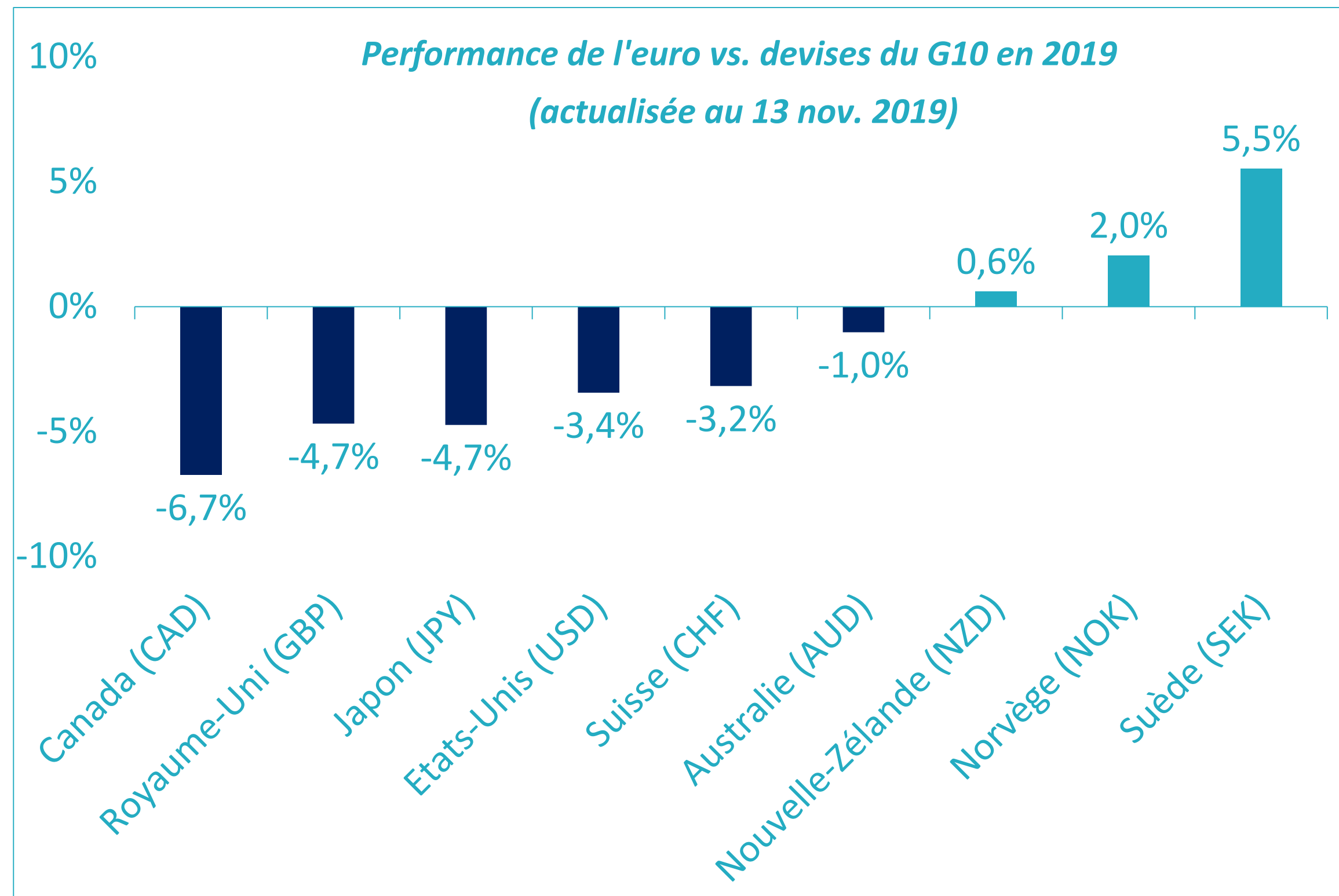
Décision de cession



# » Marchés des changes en 2019 : Tour d'horizon (G10 & EM)

→ Devises développées : L'euro à la peine face à ses pairs, à l'exception des devises nordiques

→ Devises émergentes : Très bonne performance de la région d'Asie du Sud-Est / Fortes turbulences en Amérique Latine



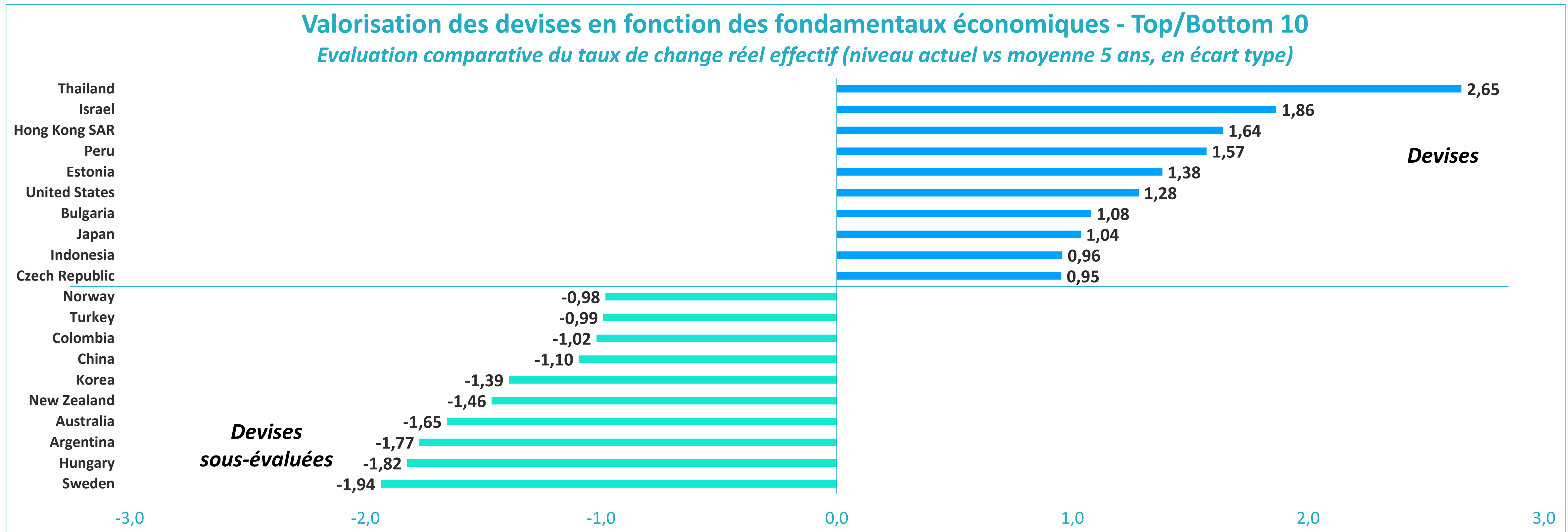
Données actualisées au 13 novembre 2019. Source: Reuters, Western Union Business Solutions



# » Marchés des changes en 2020 : Risques & opportunités (2)

→ Devises surévaluées : HKD, IRS, JPY, THB & USD

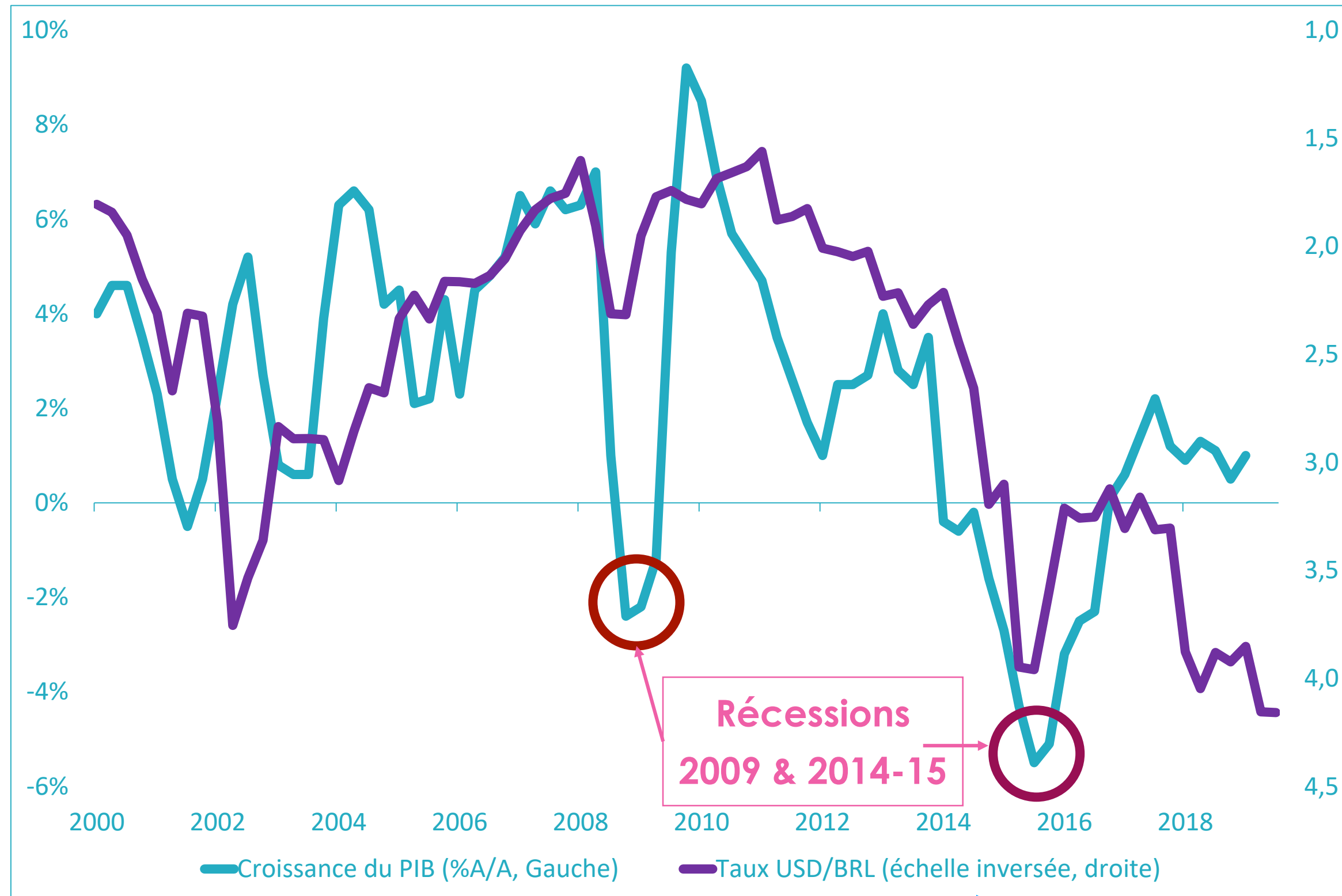
→ Devises sous-évaluées : AUD, CNY, KRW, NOK, NZD & SEK



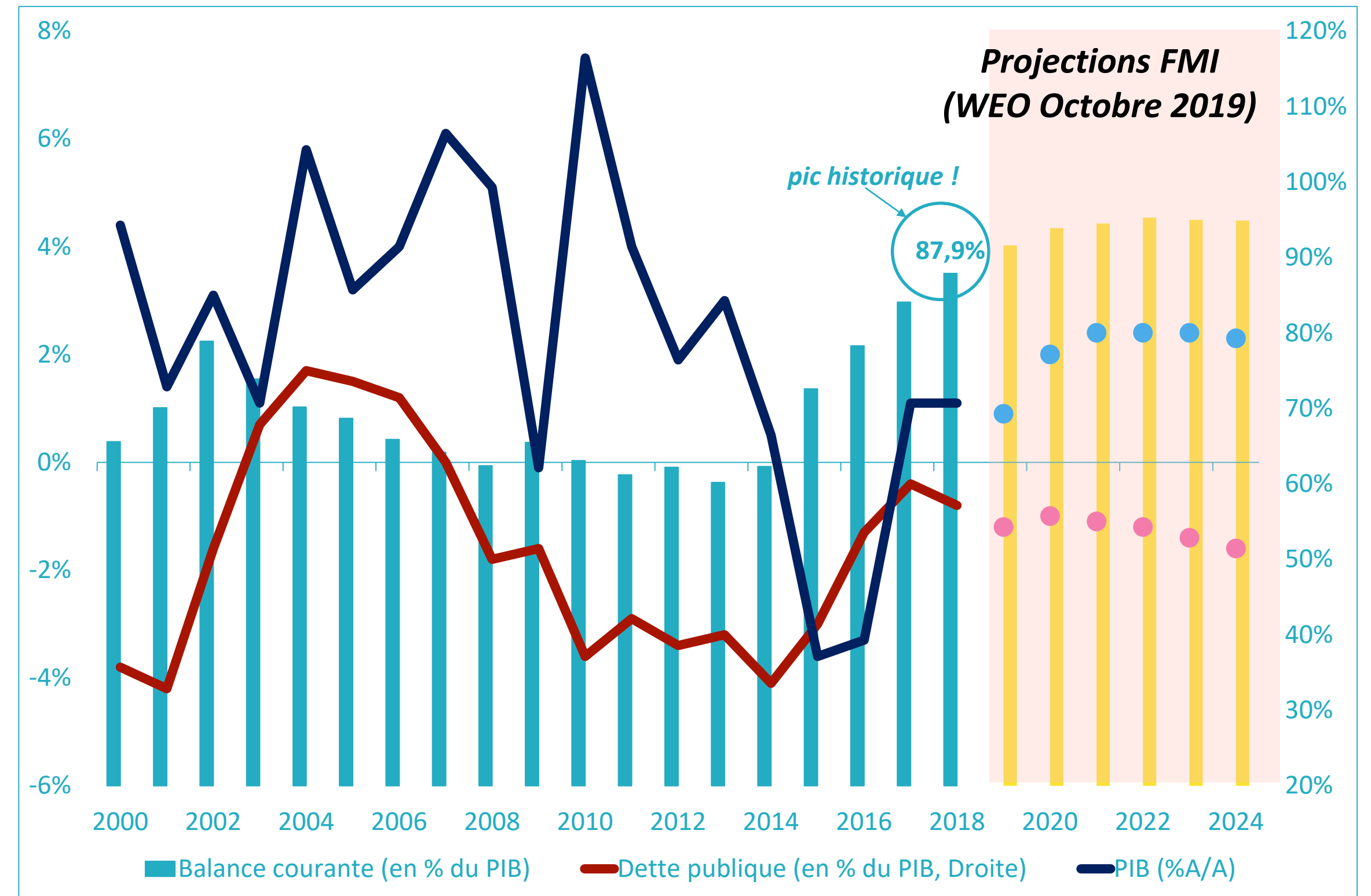
Données mensuelles actualisés au mois de septembre 2019.. Source: BIS, Western Union Business Solutions



# » Brésil : Un retour à la stabilité (économique & financière) ?



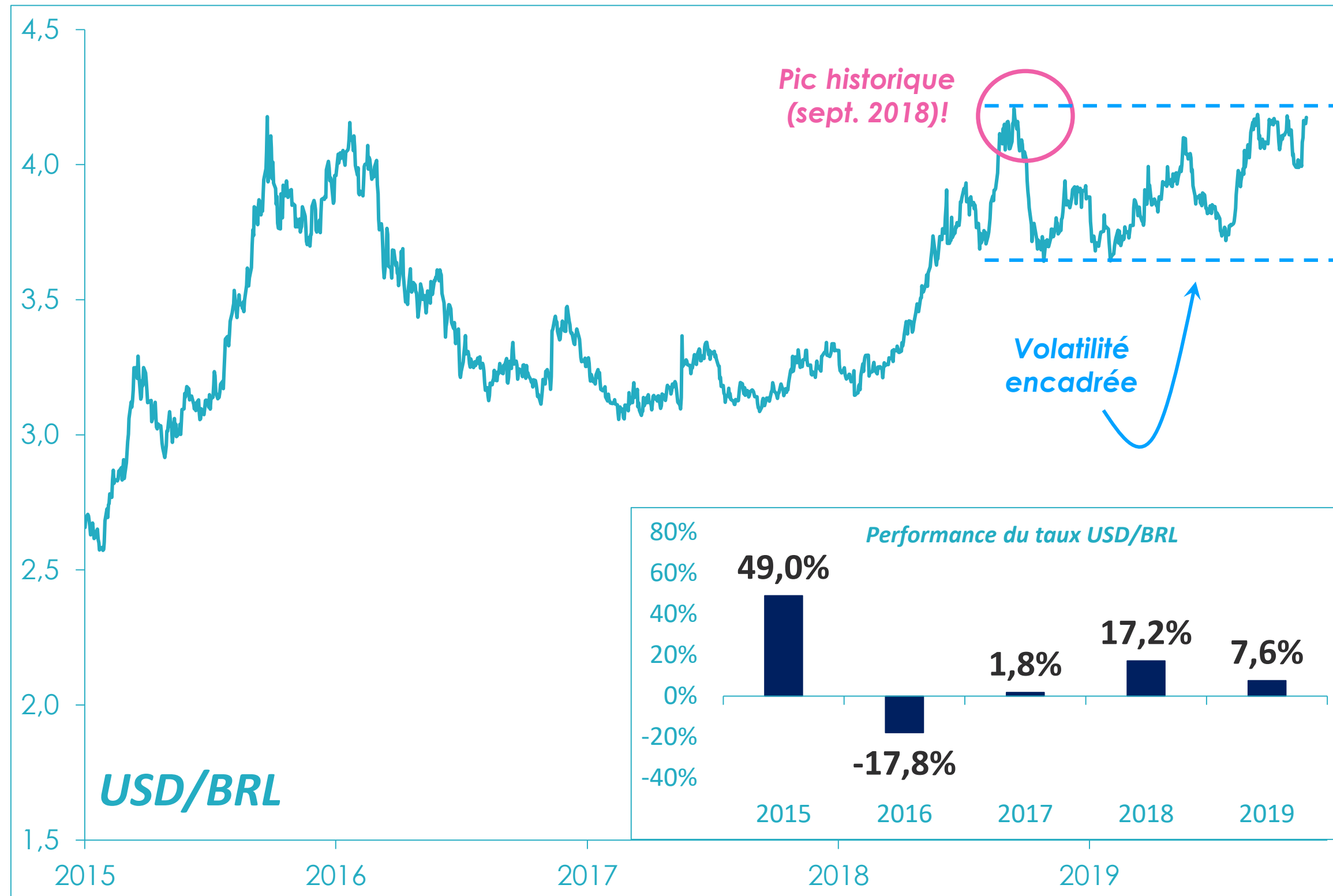
Données journalières actualisées au 23 octobre 2019. Source: Reuters, Western Union Business Solutions



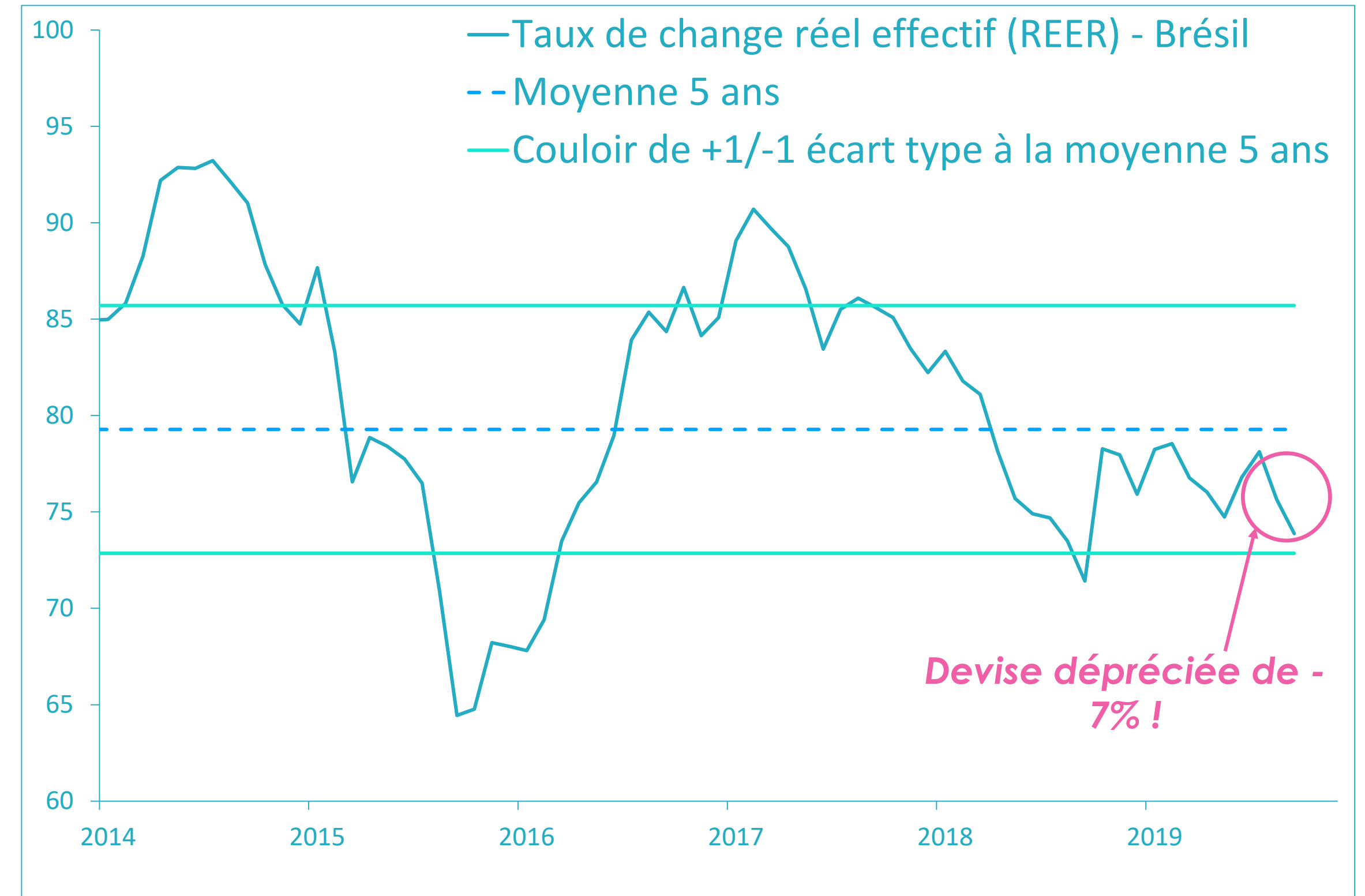
Données annuelles actualisées à 2018. Source: FMI (WEO Octobre 2019), Western Union Business Solutions



# » Brésil : Une devise toujours (très) faiblement valorisée



Données journalières actualisées au 12 novembre 2019. Source: Reuters, Western Union Business Solutions



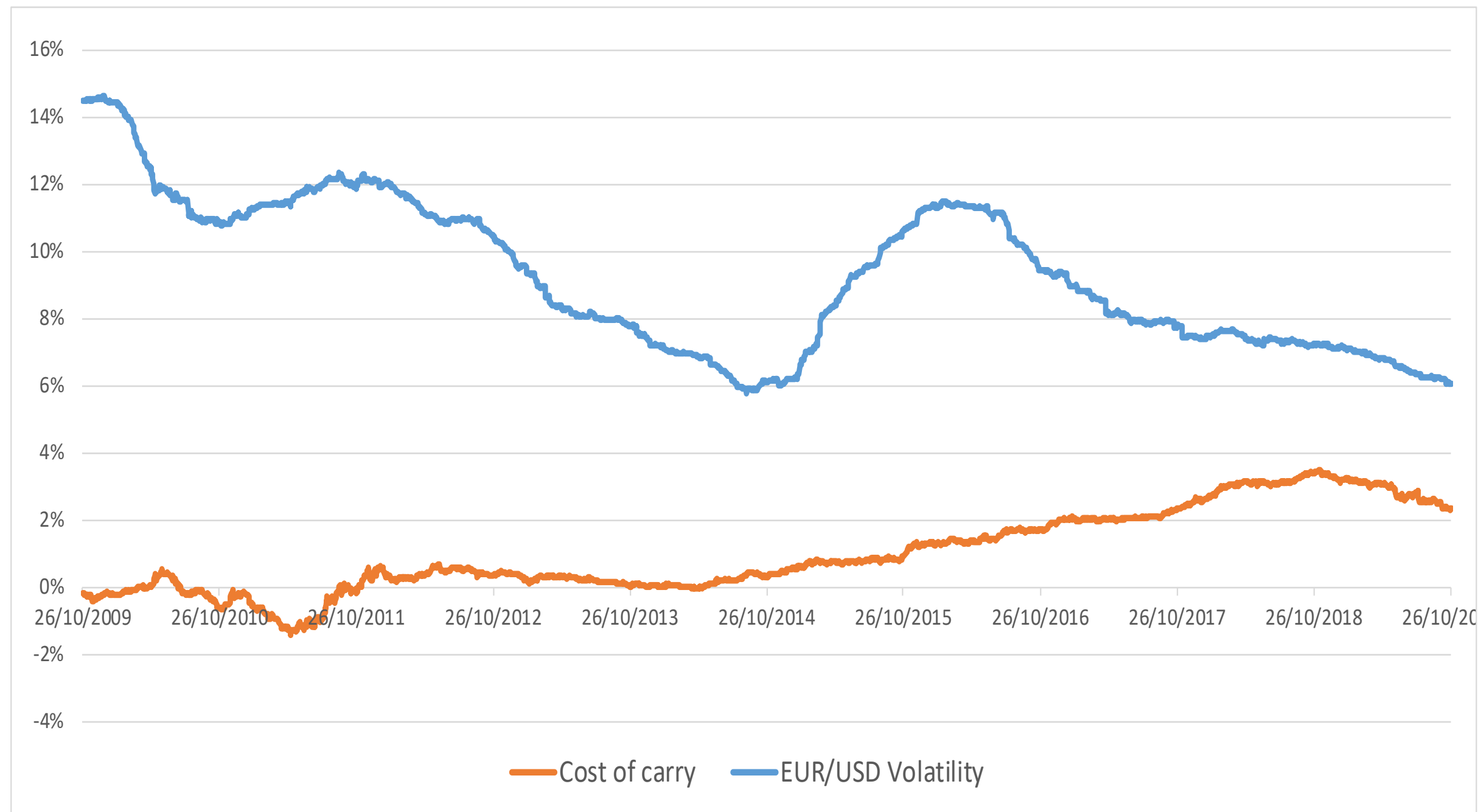
Données mensuelles actualisées au mois de septembre 2019. Source: BIS, Western Union Business Solutions



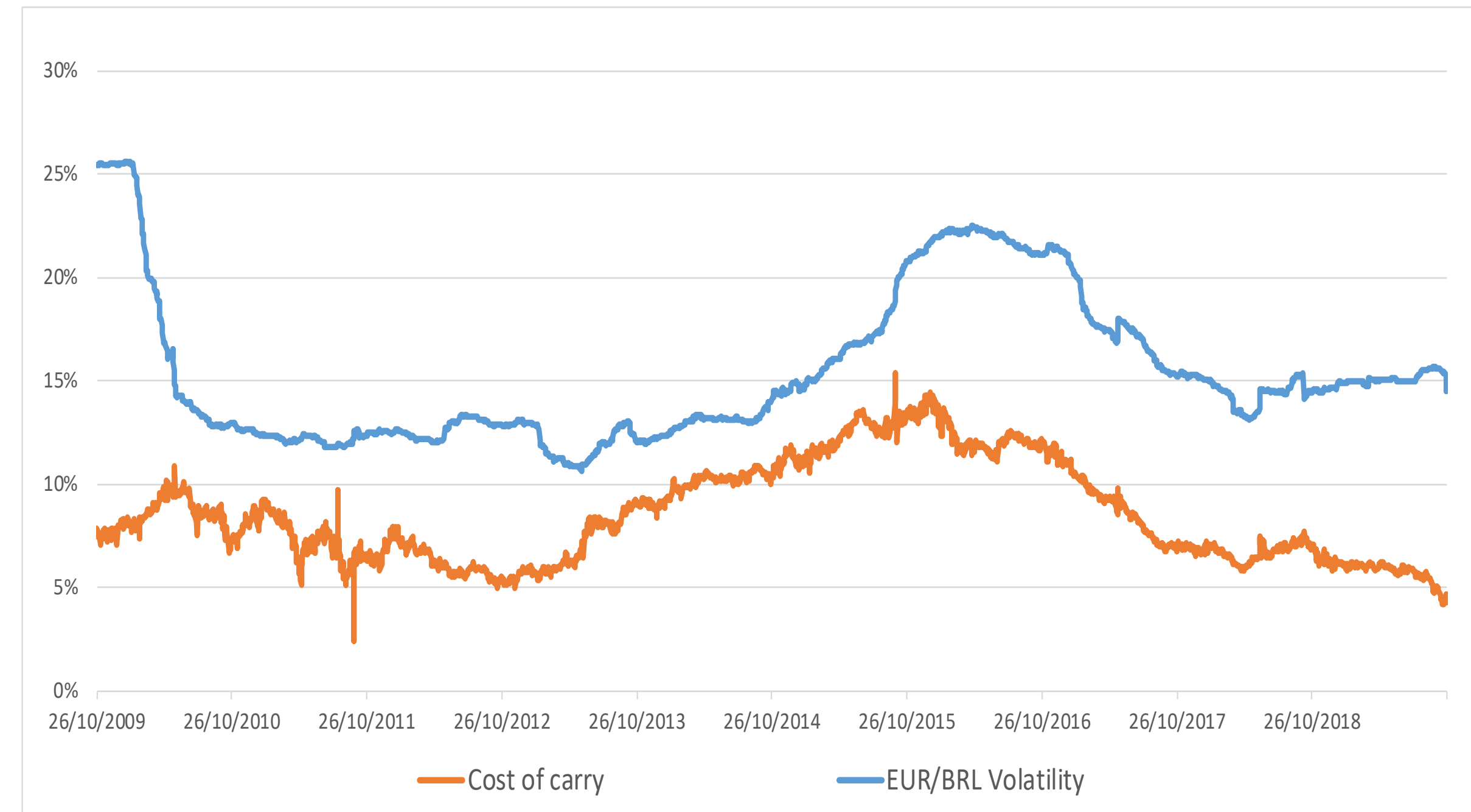


# » Couverture d'actif net: quel coût pour quel risque?

USD



BRL

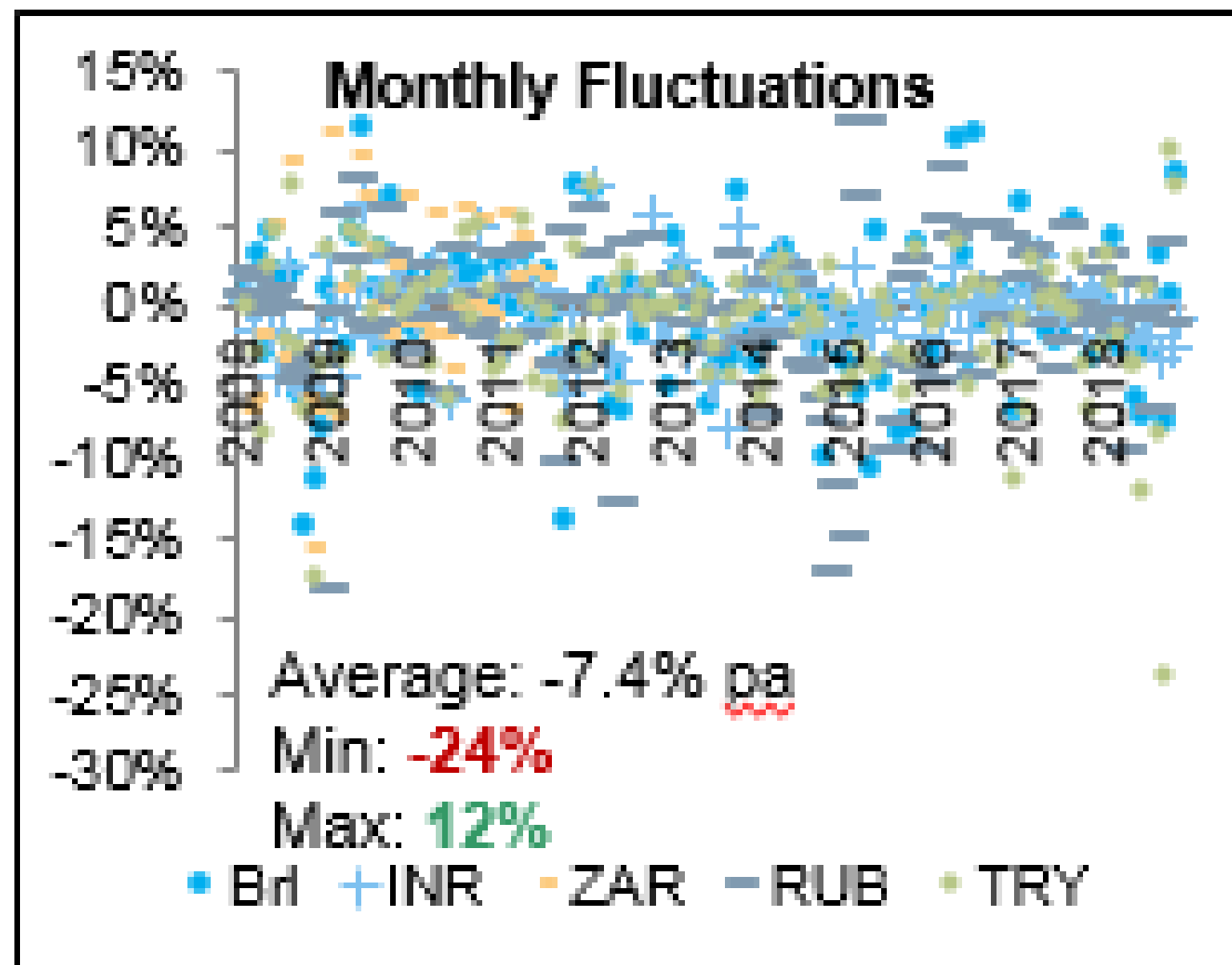


Source: Bloomberg

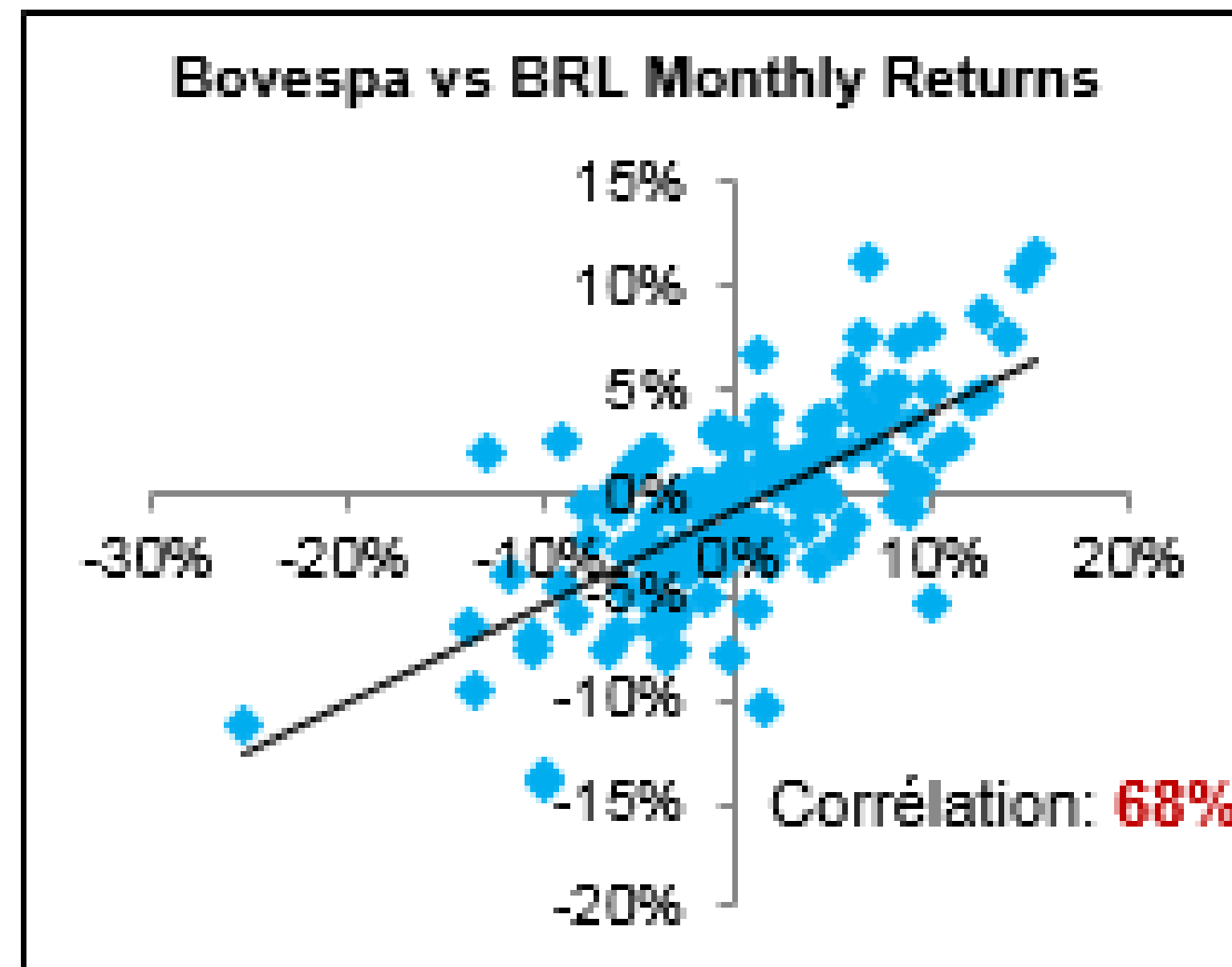


# » Caractéristiques du BRL et des devises des pays émergents

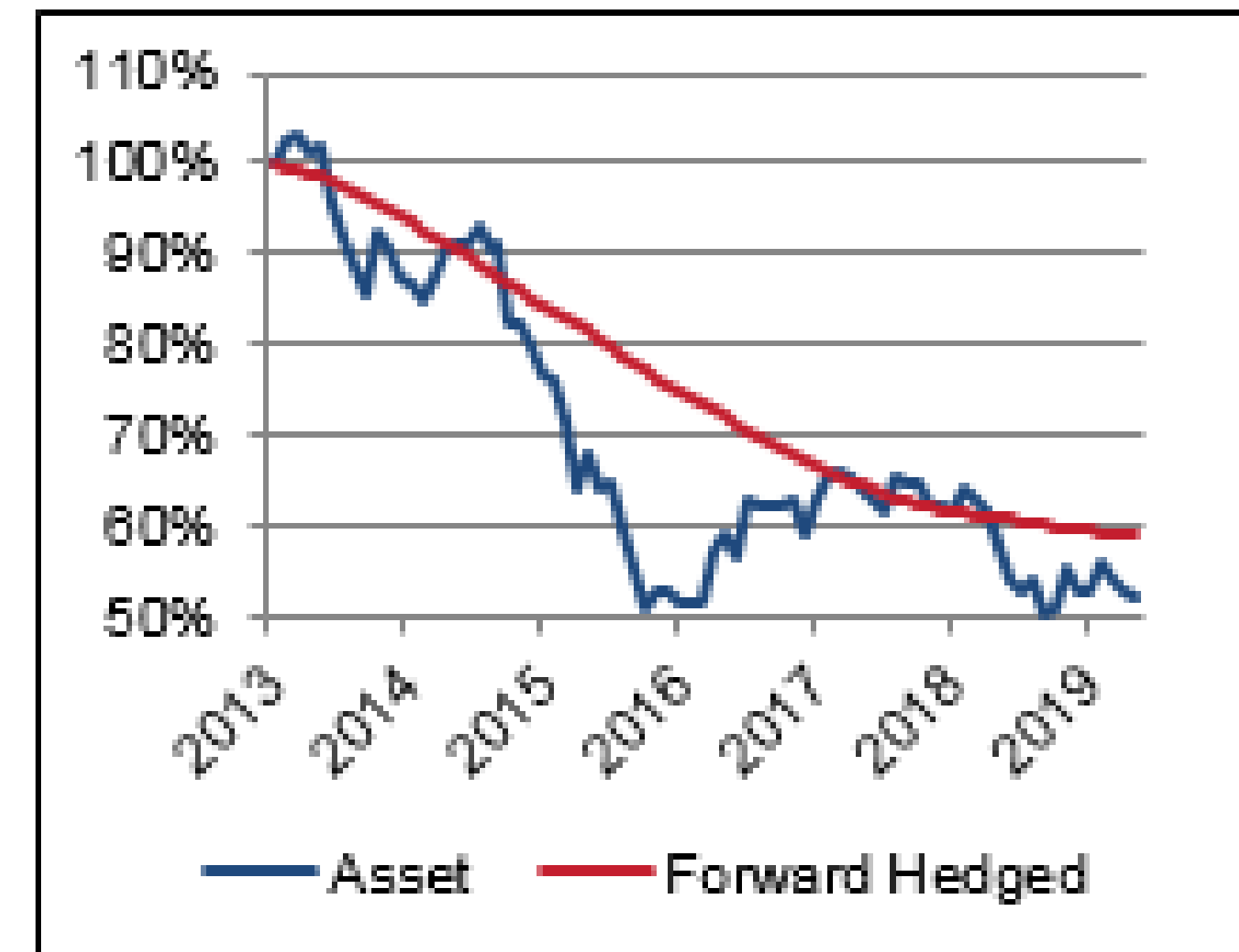
## Asymétrie



## Cyclicité



## Coût de portage



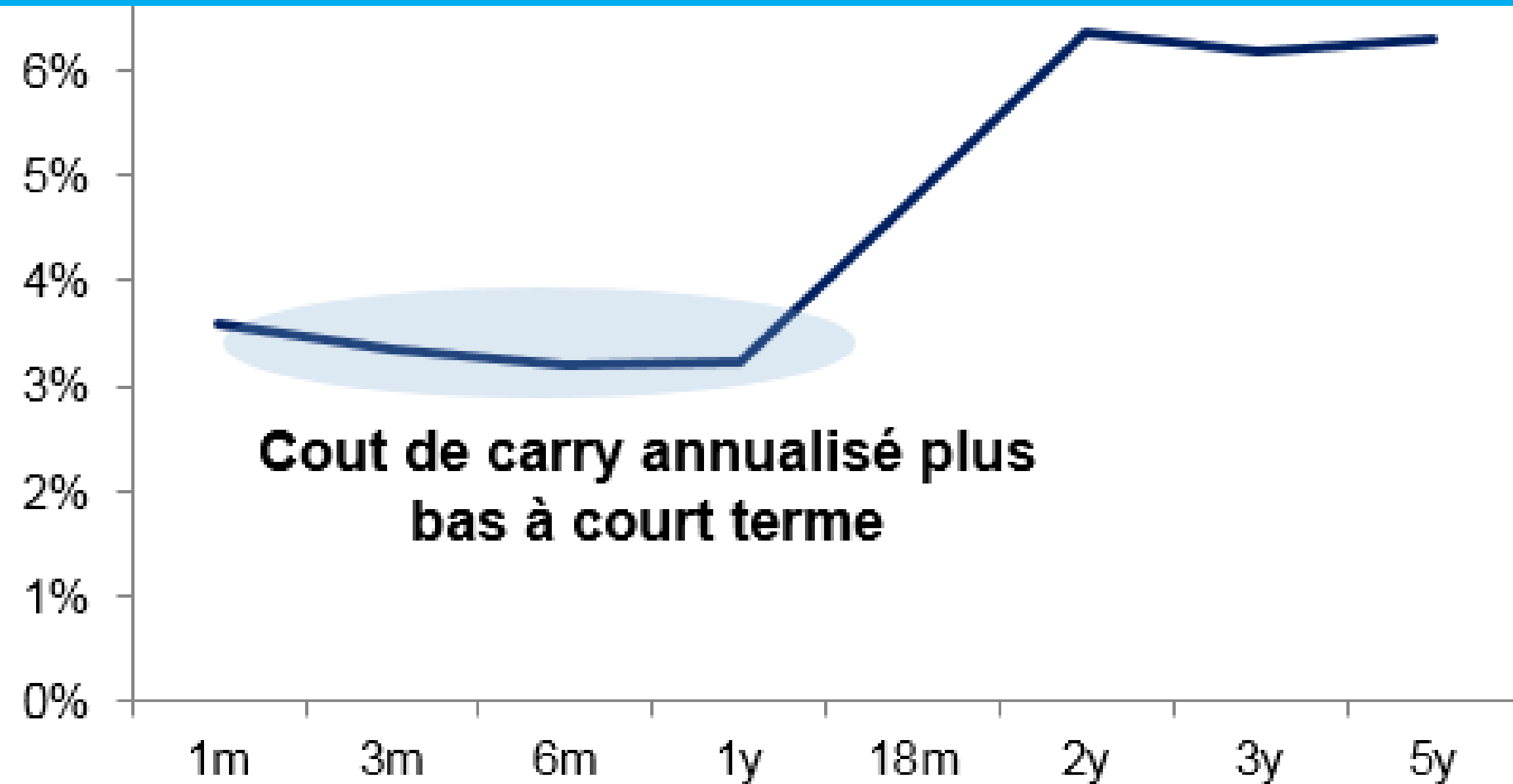
Alors que la cyclicité et l'asymétrie sont des incitatifs à la couverture, le coût de portage rend la décision de couverture souvent difficile



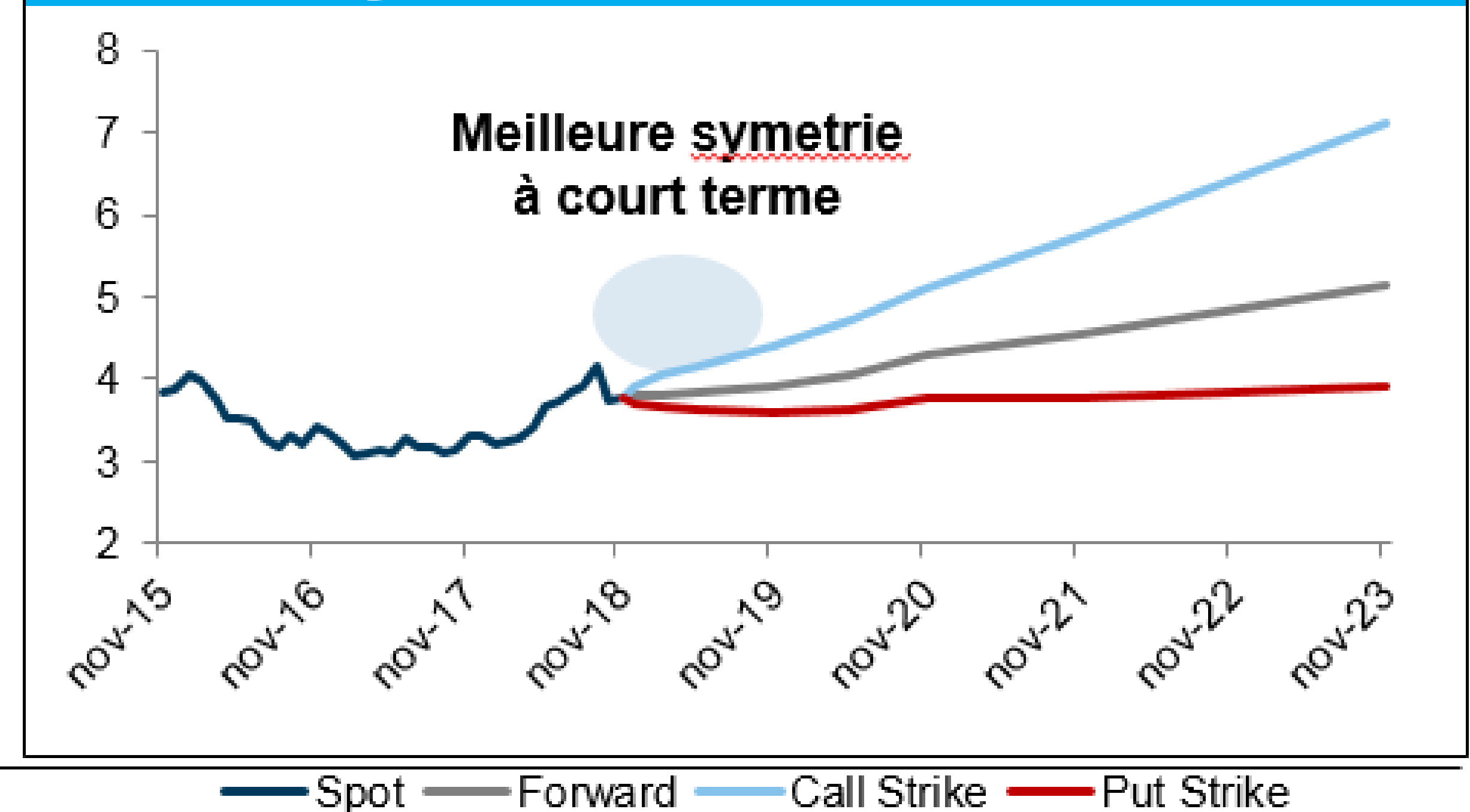
# Stratégies traditionnelles de couvertures des devises émergentes

## » Pourquoi une couverture court terme en USDBRL ?

### Cout de Carry annualisé



### Asymétrie des strikes du tunnel



Source: Barclays



## » Stratégies traditionnelles de couvertures des devises émergentes

### Instruments courts termes

❑ Une stratégie de couverture commune pour les devises émergentes (EM) est la mise en place d'instruments courts termes prorogés jusqu'à maturité grâce à leur plus faible cout de carry ainsi que la meilleure symétrie des strikes

❑ Comparaison entre le spot et le forward

Instruments	Protection contre une dépréciation de la devise émergente	Cout de carry	Assymetrie entre le niveau de protection et de participation	Participation a l'appréciation de la devise émergente
Forward	✓✓	X	-	X
Collar	✓	-	X	✓

❑ Principale limite de la mise en place d'instruments court terme prorogés jusqu'a maturité:

- Dans le cas d'une dépréciation importante de la devise émergente, les paramètres de marchés (carry, skew, etc.) peuvent être impactés négativement, On peut dans certains cas extrêmes se retrouver dans l'impossibilité de se couvrir en l'absence de liquidité



# » MaCRo- Une stratégie de couverture adaptée aux devises EM

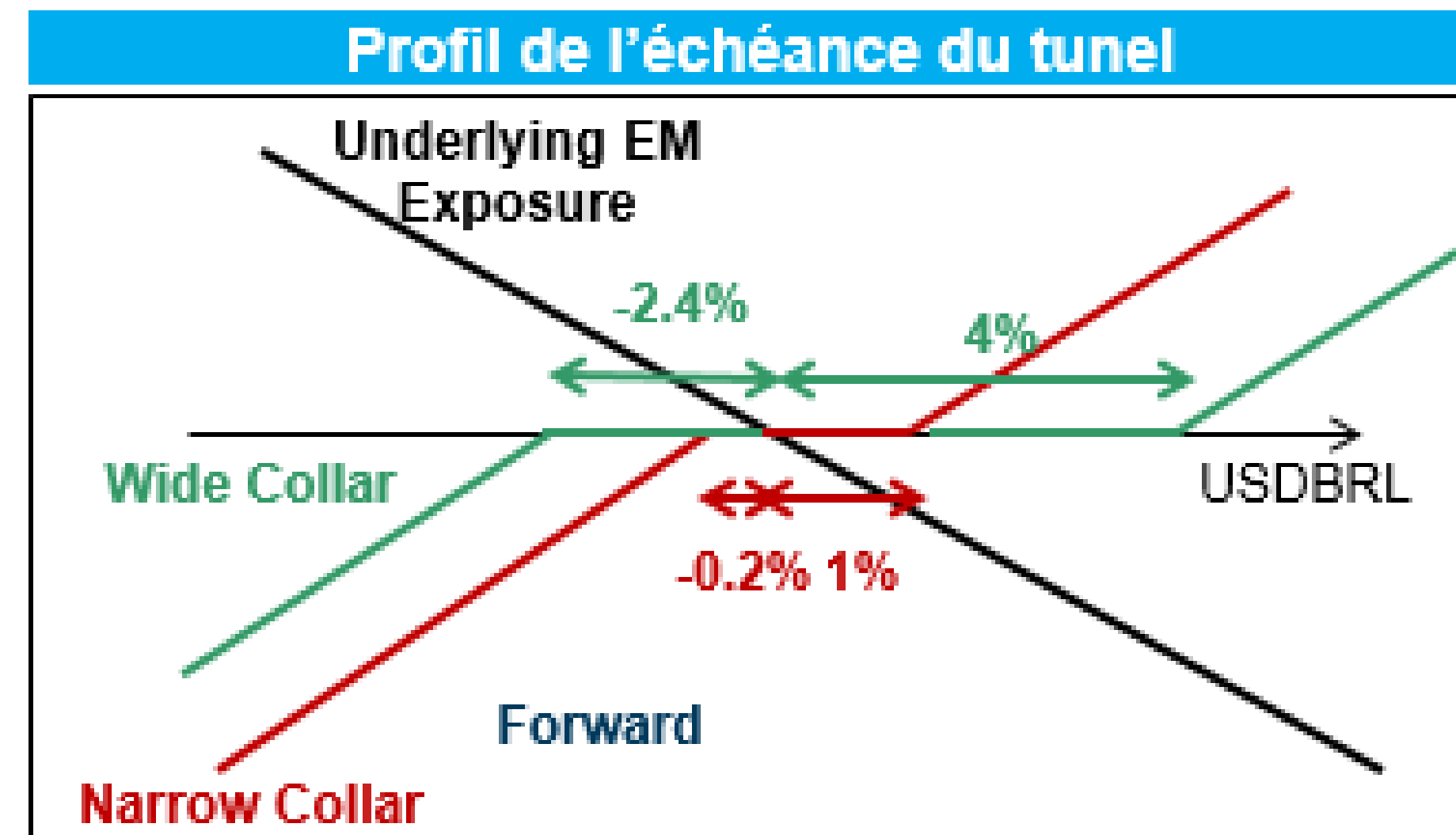
## Objectifs

- ❑ **Une stratégie qui consiste en une série de prorogation de tunnels court terme**
  - Chaque mois, la couverture est prorogée en un nouveau tunnel dont les strikes sont fixés et basés sur le spot alors en vigueur
- ❑ **A chaque date de prorogation, une règle dynamique détermine si le nouveau tunnel est “étroit” ou “large”**
  - ❑
    - Des règles techniques sont appliqués pour identifier si le risque est perçu comme élevé ou faible
- ❑ **Le MaCRO capture les bénéfices d’un tunnel classique tout en adressant deux limites principales:**
  - Maturité finale: Le MaCRO permet de capturer la liquidité et de figer les paramètres de la série d’instrument court terme jusqu’à la maturité finale
  - Couverture dynamique: la règle dynamique prend en considération le lien entre les devises émergentes et le sentiment de risque et adapte le profile de la couverture en fonction



# » MaCRo- Pricing indicatif en l'USDBRL

Termes indicatifs	
Date de Prorogation	Mensuelle pour 12 mois
Règle dynamique	<p>A chaque date d'expiration, Le Spot USDBRL spot est compare à sa moyenne des 10 derniers jours</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Si Spot &gt; moyenne, le tunnel sera étroit</li> <li>➤ Sinon le tunnel sera large</li> </ul>
Paiement	<p>A chaque date d'expiration et suivant la règle dynamique,</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Si USDBRL &lt; Put Strike, le Client achète l'USD et vend le BRL au Put Strike</li> <li>➤ Si USDBRL &gt; Call Strike, le Client achète l' USD et vend le BRL au Call Strike</li> <li>➤ Si l'USDBRL est a l'intérieur des bornes, il n' y a pas de cash flow pour ce mois</li> </ul>
Tunnel "Large"	<p>Call Strike: Spot prédédent + 4%</p> <p>Put Strike: Spot prédédent - 2.4%</p>
Tunnel "Étroit"	<p>Call Strike: Spot prédédent + 1%</p> <p>Put Strike: Spot prédédent - 0.2%</p>



## Note sur la règle dynamique

- ❑ Si le spot USDBRL est supérieur à sa moyenne des 10 derniers jours cela indique que la tendance du marché est baissière pour le BRL, un tunnel étroit permet de mieux se protéger contre une éventuelle nouvelle depreciation
- ❑ A l inverse un tunnel large permettra de profiter d une appreciation du BRL
- ❑ D'autres types de signaux peuvent être étudiés

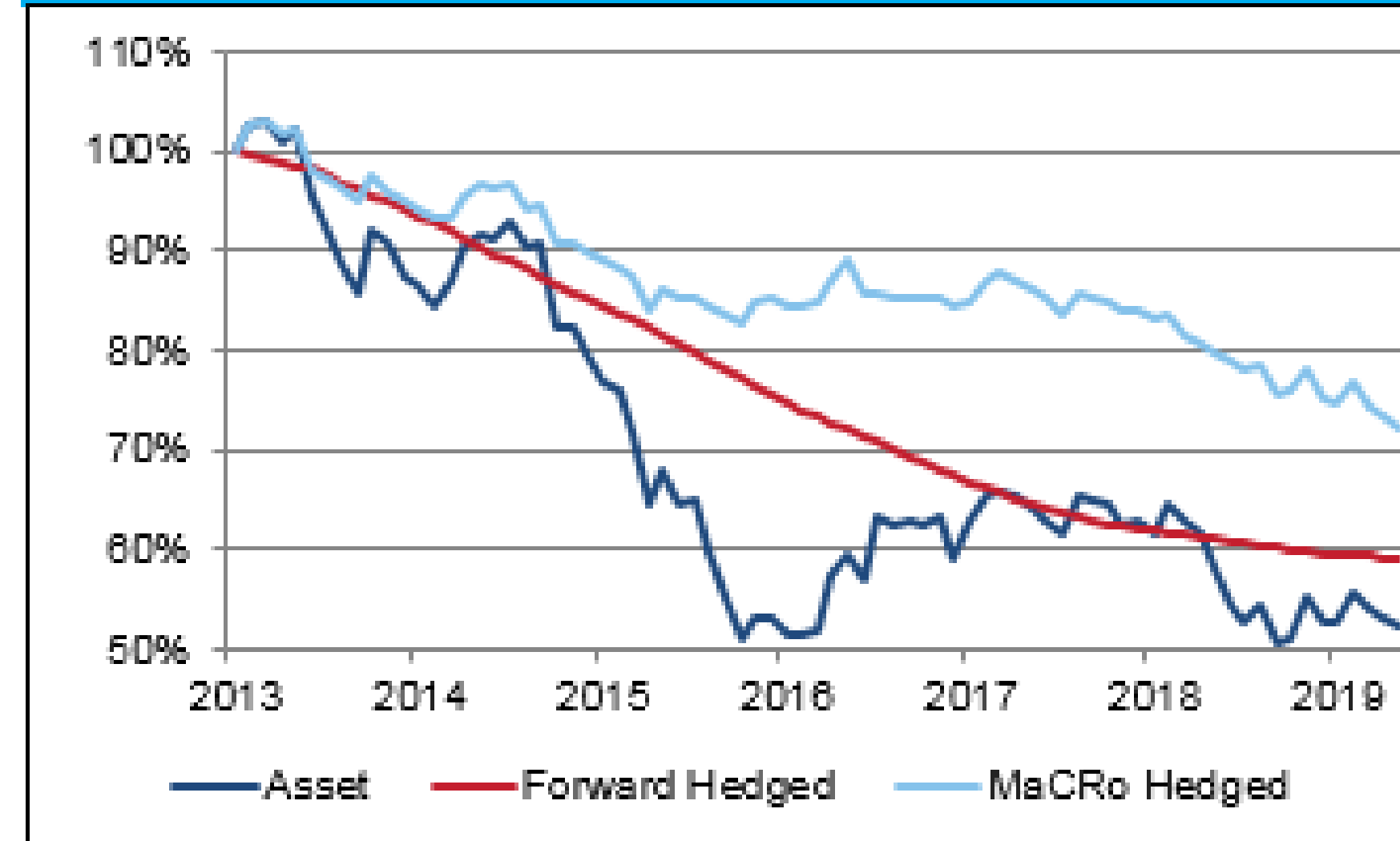


# » MaCRo- Performance historique – Cas de l'USDBRL

## Performance et Analyse

- ❑ Sur la période étudiée (depuis 2013), MaCRo a surperformé à la fois le fait de ne pas être couvert et la couverture systématique en forward.
  - Surperformance d'environ 5% par an par rapport au fait de ne pas avoir couvert
- ❑ En complément, la volatilité a largement diminué
- ❑ Enfin, l'impact cash est légèrement réduit par rapport à la stratégie des forwards

## Performance Indicative



## Statistiques

	Unhedged	Forward	MaCRo
Rendement	-9.3%	-7.9%	-4.6%
Volatilité	15.2%	1.0%	5.8%
Plus forte perte mensuelle	-10.9%	-1.1%	-3.9%
Plus fort impact cash mensuel	NA	-12.2%	-11.1%

