

BARRIER REVERSE CONVERTIBLE

Une réponse à l'environnement actuel

Le moins que l'on puisse dire, c'est que le pessimisme domine sur les marchés financiers. Et qu'il n'y a aucun signe d'optimisme à se mettre sous la dent...

Rien ne va plus. Ni en Europe, avec la crise de la dette qui fait planer la crainte d'un effondrement de l'euro, ni aux Etats-Unis, où les déficits massifs remettent en question le statut du dollar comme devise de réserve mondiale. Sans parler de la menace latente sur le pouvoir d'achat des consommateurs que ferait peser un retour de l'inflation, à cause des interventions massives de plusieurs banques centrales. De mémoire d'investisseur, la situation demeure sans précédent. Tout va très vite sur les marchés financiers, tandis que la conjoncture des principales économies peine à décoller, car plombée par des facteurs structurels, lourds et longs à résoudre. Dans cet environnement de bourses agitées, où les investisseurs ont de plus en plus de peine à prendre des décisions de manière sereine, leur principale question reste de savoir comment se protéger.

Or, la grande force des produits structurés est justement de pouvoir s'adapter, afin de répondre aux multiples préoccupations des investisseurs. Leur construction constitue un assemblage de plusieurs briques financières, leur conférant une flexibilité unique. Qu'il s'agisse d'une hausse, d'une baisse ou d'un cas d'évolution latérale du marché, il existe à chaque fois un produit structuré adapté au portefeuille. En Suisse, la situation du marché se caractérise par une volatilité élevée, et un rendement des liquidités proche de zéro. Dans cette configuration, le Reverse Convertible, plus précisément le Barrier Reverse Convertible (BRC), représente le profil de rendement le plus populaire parmi les structurés. Sa caractéristique, qui parti-

cularise son profil de risque, est précisément l'ajout d'une barrière, dont le rôle vise à offrir une protection conditionnelle du capital. Conditionnelle, car la protection n'est pas absolue et dépend de l'évolution du cours du sous-jacent, pendant la durée de vie du produit.

L'importance de l'observation

Petit retour en arrière sur le fonctionnement d'un Reverse Convertible. Le principe consiste à vendre une option put pour encaisser une prime, et conjointement à placer une certaine somme pour couvrir cette vente d'option. Le produit ainsi assemblé est ensuite titrisé, afin d'être coté sur Scoach, le segment de la Bourse suisse dédié aux produits structurés. Le montant de la prime est directement proportionnel à la volatilité du titre sous-jacent, à savoir que plus celle-ci est élevée et plus le montant sera conséquent. La volatilité étant une mesure du risque, il est aisé de comprendre qu'une rémunération plus importante récompense une prise de risque plus marquée. Le monde des options étant aussi vaste que la plus étendue des plaines fertiles, il est également possible de vendre des options moins risquées que des simples put, en modifiant les conditions d'exercice et en introduisant une barrière. Un Barrier Reverse Convertible est donc la vente d'une option put munie d'une barrière, abrégée «DIP» pour «Down & In Put», laquelle va s'exprimer en pourcentage du prix d'exercice. Par exemple, une barrière à 80% sur un BRC Nestlé, dont le prix d'exercice est fixé à 50 francs, vaudra 40 francs. Tant que l'action n'atteint pas le niveau de ces 40 francs, le capital est protégé.



GILLES CORBEL
Responsable des produits structurés,
Banque Cantonale Vaudoise

@ gilles.corbel@bcv.ch

FOCUS

Protection indispensable

Dans un environnement incertain, sans direction claire et caractérisé par une forte volatilité, les Barrier Reverse Convertible prennent tout leur sens. Ils peuvent générer une plus-value intéressante et significative, car la position prise est vendeuse d'une volatilité chère. Il n'en demeure pas moins indispensable de se protéger au maximum du possible, en portant le choix sur une observation unique de la barrière, à l'échéance du produit. Ce type de décision est aussi importante que la maîtrise des risques et que le choix d'un émetteur stable, à la solidité financière éprouvée...

Introduire une barrière répond donc à la question de savoir comment se protéger, dans un marché volatil et difficile. Un distinguo supplémentaire peut être introduit sur la manière de suivre la barrière. Si celle-ci est observée de manière continue, on qualifie l'option de «path dépendant», c'est-à-dire dépendante du chemin parcouru par le titre sous-jacent. Si dans le parcours du BRC Nestlé, le cours de la multinationale atteint ou passe en-dessous de 40 francs, alors la protection disparaît et l'option se transforme en un put classique. C'est comme si on avait les yeux rivés en permanence sur la barrière, pendant la période de cotation du sous-jacent. Mais avec ce type d'observation, la barrière peut être franchie brusquement et définitivement en cas de trou d'air du marché. En réduisant la période d'observation à une seule et unique, soit à l'échéance du produit, les chances augmentent que la protection ne soit pas désactivée. On parle alors de barrière «in fine», «européenne», «lastlook» ou «à maturité». Plus on réduit les chances d'exercice du put, et plus la prime à encaisser va diminuer. Si le principe de rajouter une barrière au Reverse Convertible est acquis dans le marché (l'essentiel des émissions se concentre sur ce type de produits), le choix se porte en fait davantage sur le type d'observation de cette dernière. Ce qui va intervenir, c'est la différence de prime à recevoir entre les deux types en regard du surplus de protection offert. Autrement dit, l'aban-

don de prime à concéder avec une barrière à observation unique en vaut-il la chandelle? Pour répondre à cette question, la BCV a réalisé une étude basée sur des simulations historiques de Barrier Reverse Convertible, entre janvier 2008 et août 2010. Les tests ont porté sur les quinze sous-jacents les plus représentatifs (Nestlé, Novartis, Roche, Siemens, Apple, etc.), en comptant une émission par jour et huit niveaux de barrières différents, soit de 50 à 85%, par incrément de 5%. Premier constat, en termes de remboursement: en calculant le prix de remboursement moyen pour chaque sous-jacent, une différence moyenne de 2,58% est obtenue en faveur des barrières à observation unique. Avec ce type de barrière, l'espérance de remboursement est donc plus élevée. Ce résultat est conforme à l'intuition. Deuxième constat, en termes de prime cette fois: le différentiel moyen s'élève à 1,23% et ceci pour des niveaux de volatilité variant de 15 à 35%. La conclusion est intéressante, car elle montre que l'écart moyen des primes est inférieur à l'écart moyen du remboursement. Cela tend à donner un avantage aux barrières à observation unique. Le jeu en vaut donc la chandelle. Pour confronter les résultats théoriques obtenus au monde réel, nous avons ensuite classé tous les produits émis depuis 2008 par la BCV. Dans le cas produits à barrière continue, celle-ci a été activée dans 46% des cas, et ce pourcentage descend à 32% pour les barrières lastlook! ■

DISTRIBUTION DE L'ÉCART DE REMBOURSEMENT PAR NIVEAUX DE BARRIÈRE

