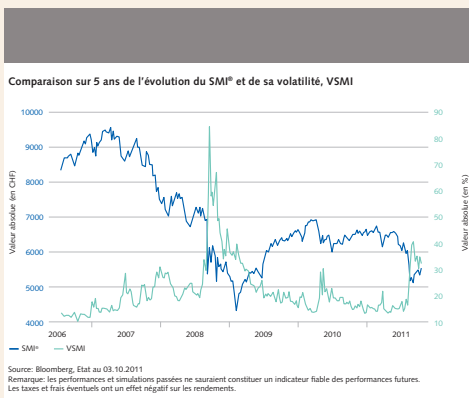


VOLATILITÉS ÉLEVÉES DES PRODUITS STRUCTURÉS

Quelles conséquences pour les investisseurs?

Depuis le mois d'août, l'évolution des politiques budgétaires dans le monde met les bourses à genoux, sur fond de pic des volatilités. Comment réagir?



Depuis le début du mois d'août dernier, les places financières internationales sont soumises à de fortes fluctuations, lesquelles se manifestent sous forme d'une volatilité élevée, communément considérée comme un indicateur fiable de l'incertitude sur les marchés financiers. La volatilité constitue une mesure financière qui représente l'ampleur de la fluctuation d'un sous-jacent, sur une période déterminée. Du point de vue mathématique, la volatilité représente donc l'écart-type, qui décrit en principe la dispersion moyenne autour d'un cours moyen sur une période donnée. Plus la volatilité est élevée, plus l'écart entre les cours les plus hauts et les plus bas d'un sous-jacent est important au cours de cette période. Elle permet également d'estimer le risque de cours. Aussi, la règle générale suivante s'applique, à savoir qu'une volatilité plus élevée recèle un risque plus important dès que les pertes de cours éventuelles sont fortes, mais elle présente également une plus grande chance de pouvoir réaliser des gains de cours supérieurs.

Une distinction est établie entre les volatilités réalisées et implicite. La volatilité réalisée (ou historique) mesure les fluctuations de cours effectives du sous-jacent sur une période passée, tandis que la volatilité implicite (voir graphique relatif à l'indice SMI) est déterminante pour le prix des options, lequel est intégré dans la plupart des produits structurés. A la différence de la volatilité réalisée, celle étant implicite ne repose pas sur des périodes historiques, mais plutôt sur l'ampleur des fluctuations de cours des futures, attendue par les marchés des options. Contrairement aux autres facteurs déterminant le prix des options (cours du sous-jacent, prix d'exercice/strike, durée résiduelle, taux d'intérêt sans risque et dividendes), la volatilité implicite doit être évaluée, car elle ne

peut pas être observée. Elle correspond donc globalement à la volatilité attendue par le marché.

Maîtrise des actifs

Les Managed Accounts sont des fonds indépendants établis la plupart du temps sous la forme d'une LLC, et regroupés au sein d'une plate-forme (Société Générale, BNP, Deutsche Bank, Crédit Agricole, etc.). Juridiquement, ces fonds sont donc des véhicules distincts, disposant de leurs propres personnalités juridiques. Ils sont, en fait, un clone du programme original du hedge fund. Le gestionnaire, devenu ainsi conseiller du Managed Account, applique la même politique d'investissement que celle du fonds qu'il gère habituellement, mais selon les termes d'un mandat de gestion prédéfini, comportant des règles et des limites strictes d'investissement, de même qu'offrant une liquidité quotidienne, hebdomadaire voire mensuelle, selon les stratégies.

Structurellement, les avantages des Managed Accounts sont indéniables. Tout d'abord, ils améliorent la sécurité des investisseurs. En effet, au terme d'une due diligence approfondie, un mandat de gestion encadrant la stratégie d'investissement est élaboré pour chaque Managed Account, et une liste des marchés et des instruments autorisés est dressée. Ensuite, les Managed Accounts répliquent la performance du programme original du hedge fund, en respectant le niveau de risque imposé par le mandat de gestion. Cette procédure stricte permet un contrôle étendu des risques, car ils ne dupliquent pas les positions illiquides, trop fortement concentrées ou leveragées en dehors des limites du mandat. Grâce à une vue exhaustive de l'intégralité des positions prises par les gérants, l'équipe de contrôle des risques de la plate-forme veille ainsi au respect des règles de gestion définies dans chaque mandat. Les Managed Accounts assurent également la maî-



LIONEL PILLOUD
Head of Advisory &
Distribution Financial
Products Suisse
romande,
Banque Vontobel SA

@ lionel.pilloud@vontobel.ch

trise des actifs, puisqu'ils sont déposés sur un compte ségrégué, ce qui réduit considérablement tout risque de fraude. Enfin, ce n'est pas le conseiller du hedge fund qui valorise ses propres positions, mais un indépendant de renom de la valorisation, qui travaille selon une méthode appropriée à chaque type d'instruments financiers.

Incertitude manifeste

Comme les indices de volatilité reflètent souvent la nervosité des investisseurs, ils sont donc qualifiés de «baromètres de la peur». Ils évoluent fréquemment à l'inverse du marché des investisseurs en général (voir les facteurs d'influence), car si les cours boursiers baissent, la volatilité augmente. Ces dernières années, les volatilités ont flirté avec les extrêmes, notamment pendant la crise financière lorsque, poussées par l'effondrement des cours, elles ont atteint des sommets inédits. Quand la volatilité augmente, les options call et put prennent également de la valeur. L'explication de cette hausse est simple. Si le cours du sous-jacent subit de fortes fluctuations et entraîne une hausse de la volatilité, la probabilité qu'il cote dans la monnaie à l'échéance augmente aussi. Durant la crise financière, les investisseurs ont dû investir beaucoup d'argent pour acheter des options put, afin de se couvrir contre de nouvelles baisses des marchés. Pour les émetteurs des produits structurés, il était également difficile de proposer des produits à capital garanti, à des conditions intéressantes. Les options call, entrant dans la composition de ces produits, étaient d'ailleurs devenues inabordable en raison des volatilités élevées.

Participer à la hausse du sous-jacent

Bien qu'inférieures aux niveaux observés durant le mois d'août dernier, les volatilités implicites restent toujours relativement élevées. L'investisseur peut donc profiter de cette situation, en investissant dans des certificats lui permettant de vendre («shorter») des options. C'est notamment le cas avec les Multi Defender VONTI ou les Defender VONTI (désignation ASPS Barrier Reverse Convertibles). Dans l'environnement actuel, ces produits présentent des conditions attractives avec des barrières de protection particulièrement basses et des coupons élevés. En outre, les investisseurs peuvent également bénéficier du niveau de volatilité actuel avec les certificats discount ou bonus.

Le remboursement d'un certificat bonus dépend non seulement du cours du sous-jacent à l'échéance,

mais également de son évolution tout au long de la durée de vie du produit. Les certificats bonus permettent aux investisseurs de participer de manière illimitée à la hausse d'un sous-jacent, mais au minimum de recevoir une prime (le bonus) à l'échéance du produit, à condition que le sous-jacent soit resté, pendant toute la durée de vie du produit, au-dessus du niveau de la barrière de protection fixée à l'émission. Si ce niveau de protection est atteint, ne serait-ce qu'une seule fois au cours de la durée de vie du certificat, le bonus est désactivé et le produit sera remboursé à son échéance au cours de clôture du sous-jacent, à l'instar d'un certificat tracker standard.

Un certificat bonus se compose d'une LEPO (Low Exercise Price Option) et d'une option de vente à barrière désactivante ("down and out"). Celle-ci perd toute sa valeur lorsque la barrière est touchée. En cas de volatilité élevée, ce type d'option devient ainsi meilleur marché, car la probabilité de franchir cette barrière augmente avec, pour conséquence, une valeur d'option nulle à l'échéance. Le certificat bonus est dès lors très intéressant dans le cadre d'un marché caractérisé par des volatilités importantes, ainsi que de hauts rendements de dividendes. Il s'adresse à des investisseurs persuadés que le sous-jacent ne subira plus de correction importante à la baisse, pendant toute la durée de vie considérée. En choisissant ce certificat, l'investisseur renonce au dividende pour s'offrir une protection conditionnelle, en cas de baisse, et un éventuel bonus minimum en cas d'évolution latérale du sous-jacent, si la barrière n'est jamais franchie. ■

DE PLUS

L'indice de volatilité

Un indice de volatilité mesure la volatilité implicite d'un indice boursier, donc son intensité de fluctuation actuellement attendue par les participants au marché, pour une période donnée future. Un niveau d'indice élevé reflète un marché fébrile, alors des valeurs basses indiquent une évolution sans fluctuations de cours importantes.

