

INVESTISSEMENT-INNOVATION

LES GESTIONS « ACTIONS COUVERTES » : UNE SOLUTION BIEN ADAPTÉE AUX MARCHÉS INCERTAINS



Achille Moutard

Gérant de portefeuille senior

La Française Investment Solutions (LFIS)



Édouard Laurent-Bellue

Directeur du pôle Solutions, Gérant de portefeuille senior

La Française Investment Solutions (LFIS)

L'essoufflement du moteur obligataire pour couvrir les expositions actions d'un portefeuille légitime les solutions d'investissement dites « d'actions couvertes ». En quoi consistent-elles et quels sont leurs apports ? Cet article vise à expliquer la technologie des actions couvertes et décortiquer son intérêt dans un marché imprévisible.

L'existence d'une prime de risque actions a été documentée par les académiciens il y a plus de cinquante ans. Les praticiens en ont pris acte : ils génèrent une grande partie de leurs performances en s'exposant – explicitement ou implicitement – à ce facteur cardinal[1]. Les crises successives ont révélé la nécessité de diversifier cette exposition actions au

[1] Luc Dumontier, « L'origine de l'engouement des investisseurs pour les solutions "style premia" – Les écueils des méthodes d'allocation d'actifs traditionnelles », *Revue Banque* n° 797, juin 2016, p. 64.

travers d'actifs alternatifs ou de stratégies décorrelées. La classe d'actifs obligataire a parfaitement joué ce rôle jusqu'alors, à quelques soubresauts près (juin 2013, juillet 2015). Le krach de février 2018 annonce un changement de paradigme. Les obligations gouvernementales ont un potentiel de diversification limité compte tenu du faible niveau de taux ; à l'inverse, elles pourraient souffrir de la normalisation attendue des politiques monétaires. Dès lors, comment couvrir efficacement une exposition actions ?

LES OBLIGATIONS : D'UNE « SOURCE DE RENDEMENT SANS RISQUE » À UN « RISQUE SANS RENDEMENT » ?

Au cours des dernières décennies, le moteur obligataire a joué son rôle d'amortisseur en générant des rendements spectaculaires en période d'augmentation de l'aversion au risque. Contrairement à un outil classique de couverture, il s'est également bien comporté par-delà les phases de stress (voir Graphique 1).

Les événements récents sont un rappel à l'ordre. Face aux craintes du retour de l'inflation, la baisse des marchés actions a été concomi-

tante à celle des obligations. Entre le 23 janvier et le 9 février, le repli des actions[2] (-9,6 %) a même été aggravé par celui des obligations[3] (-1,7 %), illustrant le risque de recorrélation à la baisse des actifs[4]. La perception des investisseurs pour la classe d'actifs obligataire a basculé : d'un « rendement sans risque » à une « source de risque sans rendement ».

LES SOLUTIONS ALTERNATIVES

La tentation naturelle des investisseurs est de réduire le poids de leur poche obligataire[5]. Les primes de risque alternatives offrent un réel pouvoir de diversification par rapport aux classes d'actifs traditionnelles[6], mais elles ne constituent pas une garantie de

[2] Indice Euro Stoxx 50 dividendes réinvestis, en excès du taux sans risque.

[3] Future Bund (10 ans allemand).

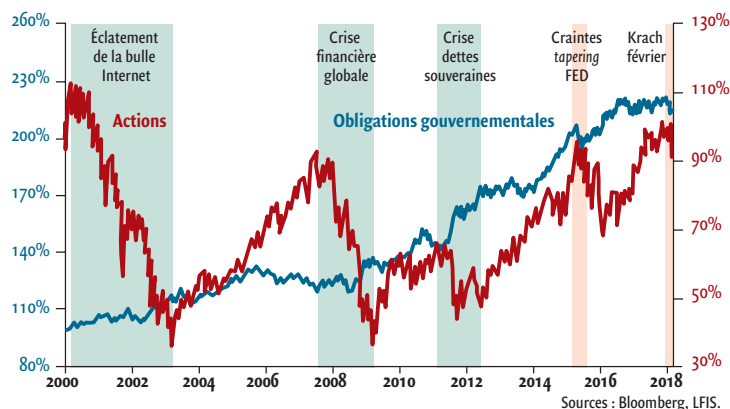
[4] Luc Dumontier, Guillaume Garchery et Sofiène Haj Taieb, « Investissement Factoriel 2.0 – La corrélation entre les facteurs au centre du jeu », *Revue Banque* n° 800, octobre 2016, p. 73.

[5] D'après la Commodity Futures Trading Commission (CFTC), les positions vendeuses de futures de taux de la part des investisseurs dits « spéculatifs » sont proches de leur plus haut niveau historique.

[6] Luc Dumontier et Guillaume Garchery, « La mise en œuvre des solutions d'investissement factoriel – L'espoir de la diversification effective par les primes de style académiques », *Revue Banque* n° 799, septembre 2016, p. 76.

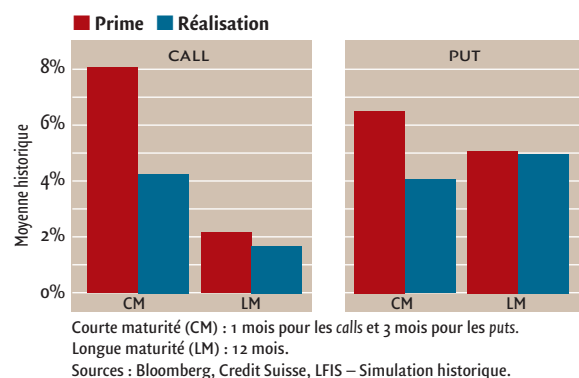
GRAPHIQUE 1

Performances des marchés actions et obligataires en Europe



GRAPHIQUE 2

Moyennes des primes optionnelles simulées et de leurs réalisations historiques



protection mécanique. La repondération au profit des classes d'actifs risquées (actions, crédit, *private equity*, immobilier, etc.) accroît l'exposition au « facteur croissance » dont elles dépendent toutes : leur mise en œuvre est d'autant plus critique.

VERS UNE APPROCHE SYSTÉMATIQUE DE COUVERTURE ACTIONS

Le Graal de tout investisseur est de réussir à anticiper les retournements des marchés actions pour n'activer les protections qu'au moment où celles-ci sont nécessaires. Historiquement, les gérants ont en moyenne failli dans cet exercice. L'expérience de février dernier en est la plus récente illustration : la plupart des portefeuilles ont souffert face à un mouvement soudain et technique. Finalement, il semble opportun de disposer en permanence d'une protection dont la mise en œuvre s'appuierait sur une approche systématique et agnostique. C'est avec ce cahier des charges que les premiers travaux sur les techniques dites « d'actions couvertes » (ou *Enhanced Collar*) ont été réalisés en 2006 lors de l'apparition de la directive Solvabilité en Europe. En effet,

selon celle-ci, une exposition actions classique requiert davantage de capitaux propres (réglementaires) que lorsque celle-ci mise en œuvre selon les techniques d'actions couvertes.

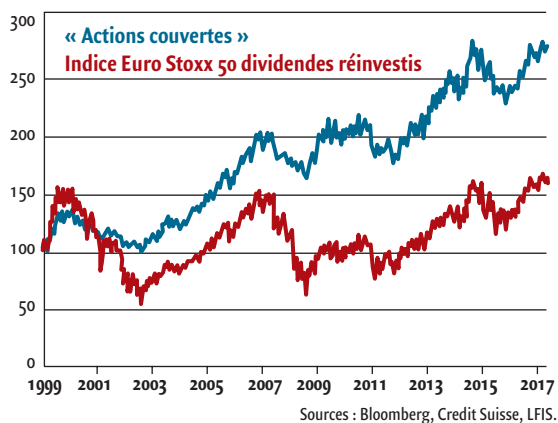
LA TECHNOLOGIE DES ACTIONS COUVERTES

Cette stratégie combine une protection et son financement. Son implémentation repose sur l'usage d'instruments simples et liquides : des options de vente (*put*) et d'achat (*call*). L'achat de puts protège le portefeuille de la baisse des actions (le « sous-jacent ») au-delà d'un certain niveau (le prix d'exercice ou *strike*) à un certain horizon (la maturité). Comme chaque assurance, cette protection s'échange contre une prime. Le financement de cette « police d'assurance » est réalisé au travers d'une vente de *calls* dont la contrepartie est de neutraliser la hausse à partir d'un certain niveau (le prix d'exercice). Dit autrement, le coût de l'assurance est ainsi transformé en un coût d'opportunité puisque l'on renonce à la hausse des marchés à partir d'un niveau fixé. Tant pour la couverture que son financement, l'enjeu est de trouver la combinaison

optimale des paramètres : maturité, prime et prix d'exercice. Pour ce qui est de la maturité, l'histoire montre que les périodes baissières ont souvent été longues. L'éclatement de la bulle internet s'est étiré sur presque trois ans entre juin 2000 et mars 2003. La crise financière s'est étendue sur deux ans entre 2007 et 2009. Enfin, la crise de la dette souveraine européenne a duré un peu plus d'un an à cheval sur 2011 et 2012. Ainsi cela incite à privilégier des maturités longues. Or il s'avère que le prix de ces protections « longue durée » (12 mois par exemple) est structurellement intéressant par rapport au renouvellement de protections de plus courte durée (1 mois par exemple), à niveau de couverture équivalent (cf. graphique 2). Pour ce qui est du volet financement (vente de *calls*), l'enjeu est de recevoir le maximum de prime sans trop altérer la participation à la hausse des actions. Dans ce cas, les études poussent à privilégier les maturités courtes (voir Graphique 2). Comme escompté, une approche systématique consistant (depuis août 1999) à acheter des puts 12 mois de prix d'exercice 90 % (rebalance-

GRAPHIQUE 3

Rendements cumulés de la simulation « actions couvertes » vs. indice Euro Stoxx 50 dividendes réinvestis

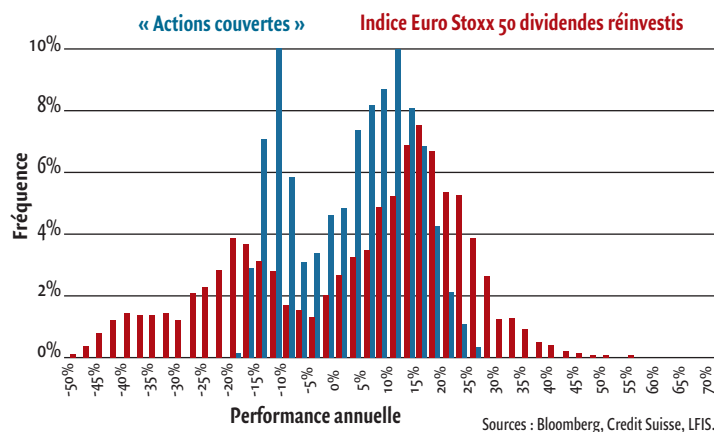


ment trimestriel) et à vendre des calls 1 mois de prix d'exercice moyen 106 %^[7] (rebalancement hebdomadaire) aurait permis de gommer

^[7] Les prix d'exercice des calls intègrent une composante de volatilité.

GRAPHIQUE 4

Distributions des rendements annuels de la simulation « actions couvertes » et de l'indice Euro Stoxx 50 dividendes réinvestis



les pertes importantes et rehaussé l'espérance de rendement (voir Graphiques 3 et 4). Cette approche, aujourd'hui populaire auprès des acteurs institutionnels et fonds de pension, se diffuse

progressivement à une plus large audience. Néanmoins, comme pour toute stratégie, la mise en œuvre reste déterminante et requiert une infrastructure d'investissement adéquate. ■