

Surévaluation de la volatilité implicite: l'anomalie de marché à exploiter

L'attrait des produits structurés d'optimisation de la performance s'explique par leur profil de risque et par le fait qu'ils exploitent une faille de marché.



SACHA DUPARC
Spécialiste produits structurés
Banque Cantonale Vaudoise

Dans un contexte de taux d'intérêt extrêmement faibles et de risques de crédit peu rémunérateurs, la recherche perpétuelle de rendements attrayants incite nombre d'investisseurs à transformer un risque action en produit de rendement semblable aux obligations. Les produits structurés d'optimisation de la performance répondent fréquemment aux besoins des gestionnaires de fortune en Suisse et représentent à ce jour plus de la moitié des émissions à la SIX. Leur succès repose sur deux qualités intrinsèques essentielles: des profils de risque calqués sur ceux des obligations avec des perspectives de rendement attrayantes et un moyen d'exploiter aisément une anomalie de marché liée à la surévaluation de la volatilité escomptée ou implicite.

LES PRODUITS structurés d'optimisation de la performance consistent en un placement du nominal auprès d'un émetteur et simultanément en la vente d'une forme d'assurance (généralement des puts avec barrière) pour laquelle l'investisseur reçoit une prime de risque correspondant pour l'essentiel au rendement du produit. Le rendement du produit correspond ainsi au coût d'opportunité potentiel à expiration du contrat. Son détenteur se prive en effet à maturité de tous les mouvements du sous-jacent au-dessus du niveau du prix d'exercice, rehaussé des intérêts reçus. En somme, le rendement associé à ce type de produit correspond généralement à la monétisation de la partie droite de la distribution de probabilité du sous-jacent, soit à la cession des droits à l'appréciation potentielle dudit actif sous-jacent.

Comme toute assurance, l'option a une prime ou valeur a priori commensurable à son risque et dont la composante prédominante est liée à la volatilité implicite du sous-jacent. Or l'une des anomalies de marché les plus persistantes et les mieux documentées est le phénomène de surévaluation de la volatilité implicite par rapport à la volatilité subséquentement réalisée. De nombreuses analyses empiriques ont confirmé que la vente systématique de la volatilité implicite d'une large majorité de sous-jacents a historiquement été rémunératrice. Cet écart de valorisation significatif et persistant est directement et aisément exploitable par le biais des produits structurés d'optimisation de la performance. En

CES SOLUTIONS D'INVESTISSEMENT OFFRENT UNE PROTECTION PARTIELLE DU CAPITAL ET PEUVENT REPRÉSENTER UNE SOURCE IMPORTANTE D'ALPHA.

effet, lors de l'acquisition du produit, l'investisseur vend indirectement une option dont la valorisation est fondée sur la volatilité implicite du sous-jacent pour une maturité donnée, tandis que l'ultime valeur de l'option est partiellement déterminée par la volatilité réalisée ex-post sur le sous-jacent. Cette dernière étant très fréquemment plus faible qu'escompté, l'acquéreur du produit parvient à capter le différentiel, généralement positif, entre volatilité implicite et volatilité réalisée ex-post.

LES CONCLUSIONS des recherches sur la surévaluation de la volatilité implicite de la majorité des sous-jacents doivent cependant être tempérées car elles omettent un facteur pourtant fondamental: empiriquement, la volatilité d'un sous-jacent est très négativement corrélée au rendement de ce dernier. Comme mentionné précédemment, la vente d'une option via une allocation à un produit structuré équivaut à la vente de la volatilité implicite d'un sous-jacent, et donc à s'exposer positivement aux risques de ce dernier.

En probabilité de monde réel, tout actif risqué doit inclure une prime de risque en congruence avec sa volatilité escomptée afin de compenser les risques additionnels encourus par l'investisseur. Ces produits étant principalement des stratégies

de vente de volatilité implicite; ils doivent ainsi logiquement comporter une prime de risque supplémentaire afin de compenser l'investisseur pour cet effet de corrélation jusque-là occulté. Une partie de l'anomalie de marché en question est donc attribuable au simple fait qu'en monde réel tout actif risqué comporte une prime de risque. Il n'en demeure pas moins que la surévaluation des volatilités implicites n'est pas intégralement compensée par cet effet de corrélation; cette anomalie étant vraisemblablement due aux demandes structurelles de couverture de portefeuille.

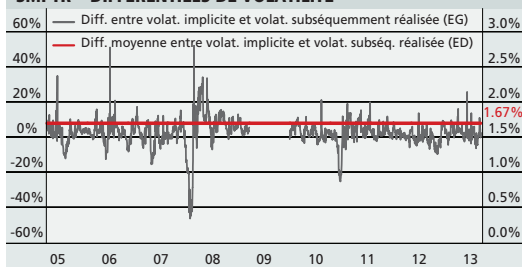
En conclusion, deux raisons principales expliquent l'engouement pour les produits structurés d'optimisation de la performance. D'abord, leur profil de risque répond aux exigences de la majorité des investisseurs et, comme les obligations, ils offrent généralement une protection partielle du capital ainsi qu'un rendement attrayant déterminé contractuellement à l'émission. En outre, ces solutions d'investissement simples permettent d'exploiter l'une des rares anomalies de marché et peuvent potentiellement se révéler être une source d'alpha significative à l'échelle d'un portefeuille. Sur le long terme, les stratégies de vente de volatilité ont démontré leur efficacité, réduisant la volatilité totale de portefeuilles diversifiés sans en sacrifier la performance. ■

Il vaut la peine d'investir: mes-fonds.ch

Pour que votre argent soit productif: Fonds de placement Swisscanto.



SMI TR – DIFFÉRENTIELS DE VOLATILITÉ



Concours:
CHF 10000
à gagner

Placements et prévoyance. Swisscanto