

La volatilité, indicateur et protection contre les baisses de marché

Depuis 2008 et le traumatisme de la faillite de Lehman, elle a connu plusieurs pics. Faute de pouvoir l'appivoiser, les investisseurs cherchent à en tirer parti.

PAR XAVIER DIAZ

Les soubresauts de la volatilité sont devenus un sujet d'inquiétude pour les investisseurs. Cet indicateur faisait déjà partie de leur quotidien avant la crise. Mais il avait connu une longue période de régime bas jusqu'à la faillite de Lehman. Après avoir navigué pendant de longs mois autour de 15-20 %, l'indice VIX (volatilité de l'indice S&P 500) a, en octobre 2008, bondi à un plus haut historique de 90 % ! Depuis, le marché a connu plusieurs pics de volatilité. « De nombreux investisseurs se rendent compte à chaque pic que leurs portefeuilles manquent de robustesse », souligne Hatem Dohni, responsable de la gestion chez CCR AM. Plutôt que de subir la volatilité, autant savoir en tirer profit. Sa particularité est en effet d'avoir un comportement inverse à celui du marché actions (voir l'illustration).

Identifier un changement de régime

La volatilité peut en effet être utilisée comme indice de retournement du marché. Les investisseurs vont alors scruter son évolution pour ajuster leur portefeuille. C'est le cas du fonds FCOM Diversifié Vol 4 de FinanceCom AM. « Nous l'utilisons pour ajuster notre exposition aux trois classes d'actifs dans lesquelles nous investissons », explique Jean-Marc Divoux, le gérant. Notre modèle quantitatif nous a ainsi permis de sous-pondérer à temps les actions cet été et de limiter la baisse à 0,65 % en août. » En septembre, le fonds a regagné 0,65 %. A la fin du mois, les actions ne pesaient plus que pour 1 % du portefeuille.

Le plus compliqué pour un gérant est de savoir interpréter avec justesse les signaux envoyés par les indices de volatilité. « Après une première alerte fin juin,



les investisseurs n'ont pas cru à la chute des marchés et ont plutôt pris des profits sur des positions longues sur la volatilité, ce qui a provoqué un reflux de cette dernière, observe Brice Perin, responsable du pôle volatilité chez Acropole AM. Compte tenu de cette absence de flux, elle est donc restée dans un régime moyen jusqu'à début août alors que le marché poursuivait sa baisse. » La volatilité a en effet évolué entre 20 % et 25 % tandis que l'indice EuroStoxx 50 a cédé 10 % en juillet. « Le plus difficile est de savoir identifier le moment où l'on bascule dans un nouveau régime », estime Hatem Dohni. Il faut notamment que ces changements soient confortés par des faits économiques et financiers. En août, l'angle de vue a changé. Les tensions se sont exacerbées. Le marché a craqué après l'abaissement de la notation des États-Unis par S&P, entraînant des achats paniques de volatilité après le 2 août et portant cet indicateur à un pic de 60 %.

Outre son rôle d'indicateur de retournement de tendance, la volatilité est aussi devenue un outil de couverture. « Les études montrent que l'ajout d'une position sur la volatilité dans un portefeuille actions améliore le couple risque/rendement », assure Brice Perin. A condition toutefois de bien la calibrer. La volatilité n'étant pas un actif finan-

cier que l'on peut acheter ou vendre, l'un des moyens de parier dessus est de se positionner sur des options. Et pour limiter les inconvénients liés aux produits dérivés, les spécialistes des fonds volatilité vont opérer une gestion active. « Nous achetons des options pour jouer la volatilité mais nous ne voulons pas avoir de dépendance par rapport au sous-jacent, c'est-à-dire au delta, explique Brice Perin. Pour cela, nous neutralisons notre sensibilité au sous-jacent. Par exemple, si nous achetons 100 'puts' avec un delta de 30 %, nous achetons parallèlement 30 'futures'. »

D'autres facteurs peuvent coûter cher. C'est le cas de la valeur temps de l'option (le θ). « Pour contrer le θ , il faut avoir une répartition équilibrée du portefeuille par maturité », souligne Hatem Dohni qui applique cette pratique dans le fonds CCR Long Vol. Nous vendons alors des échéances courtes (3/6 mois par exemple), ce qui nous redonne de la valeur temps pour compenser celle résultant de l'achat de volatilité plus longue (12-15 mois). » L'autre inconvénient est la gestion des reports d'échéance (roll), nécessaires pour garder des échéances constantes. Le coût des rolls peut être réduit en limitant leur nombre à deux ou quatre par an. « Par ailleurs, nous allons chercher des points d'entrée et de sortie optimaux », poursuit Hatem Dohni. Avec pour objectif d'acheter la volatilité le moins cher possible, c'est-à-dire lorsqu'elle sera basse par rapport à son régime. » Plus important encore pour un investisseur, le calendrier de sa mise en place. « Tactiquement, il est intéressant de racheter de la volatilité lorsque cette dernière revient sur des niveaux bas, surtout lorsque l'investisseur renforce son exposition en actions dans ses portefeuilles, conclut Hatem Dohni. Pour profiter de la volatilité il faut savoir être contrariant. » ■

Les études montrent que l'ajout d'une position sur la volatilité dans un portefeuille actions améliore le couple risque/rendement.