

Investir autrement dans les actions à faible volatilité

Les stratégies put-write affichent des performances quasiment similaires à celles des actions, mais avec des pertes moins fréquentes.

Points clé :

- Une stratégie put-write rigoureuse et sécurisée peut répondre aux besoins des investisseurs souhaitant profiter de la progression des marchés actions sans prendre les risques qui en découlent.
- Une approche active permet d'équilibrer les risques et les opportunités par rapport au marché grâce à une gestion active des options qui s'adapte à l'évolution du marché, plutôt que d'attendre l'expiration de l'option.
- La stratégie put-write permet aux investisseurs d'être immunisés contre les risques extrêmes, en sacrifiant un peu de performance pendant les phases haussières afin de ne pas subir de plein fouet l'impact des épisodes de krach.

Depuis des décennies, les actions montrent qu'elles peuvent offrir des niveaux de rémunération élevés aux investisseurs désireux et capables de rester exposés au marché sur le long terme. Malgré les guerres et les crises économiques qui se sont succédé, les valeurs boursières ont réussi à s'inscrire dans une tendance haussière.

Certains acteurs, comme les investisseurs particuliers fortunés et certains fonds de dotation, ont pu rester investis sur toute cette période. Pour les autres, en particulier la plupart des investisseurs institutionnels ayant des engagements de passif à respecter, la volatilité et les krachs de marché sont des risques inacceptables. Comment atténuer ces risques ?

Réduire le risque, une tâche difficile

Réduire les niveaux de risque tout en maintenant une exposition élevée aux actions n'est pas une tâche aisée. De nombreux investisseurs s'y sont essayé.

Les stratégies à faible volatilité investies en actions comprennent notamment les actions versant des dividendes, mais le rendement qu'ils offrent peut constituer une protection limitée face aux baisses des marchés. Il existe également des stratégies d'indexation sur les actions à faible volatilité, dont les performances dépendent de la capacité des valeurs individuelles à conserver un écart-type historiquement modeste. Certains investisseurs se sont tournés vers les stratégies d'arbitrage de



Paul R. Stewart,
CFA®,
CEO, President, Portfolio
Manager
Gateway Investment
Advisers, LLC



Michael T. Buckius,
CFA®,
Chief Investment Officer,
Senior Vice President,
Portfolio Manager
Gateway Investment
Advisers, LLC



D. David Jilek,
CAIA,
Chief Investment Strategist,
Vice President
Gateway Investment
Advisers, LLC

fusions et d'obligations convertibles, mais celles-ci ne sont efficaces qu'à certains moments du cycle de marché et présentent généralement des capacités limitées.

Existe-t-il une stratégie capable à la fois d'accompagner le potentiel de performance à long terme des marchés actions et d'assurer une réduction certaine et importante du risque ? Absolument, il s'agit de la stratégie "put-write".

LE HUB

PERSPECTIVES DE MARCHÉ

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS



Tout savoir sur la stratégie put-write

"Put-write" n'est peut-être pas un nom très accrocheur mais il a l'avantage de synthétiser les atouts de cette stratégie.

La stratégie put-write de Gateway Investment Advisers repose sur une conviction claire : sur le long terme, ce sont les marchés actions qui offrent la source de performance la plus sûre. C'est pourquoi Gateway, un affilié de Natixis Investment Managers, a conçu une stratégie d'investissement censée afficher une corrélation élevée aux indices actions [et capable de réduire de manière régulière et sensible la volatilité et le risque de baisse inhérents aux marchés boursiers].

Au début du processus d'investissement, l'équipe de gestion de Gateway vend une option de vente sur un indice actions et reçoit en contrepartie un montant en cash. Dans les faits, l'équipe vend de très nombreuses options de vente et le cash reçu est intégré dans un portefeuille constitué par exemple d'emprunts d'État de maturité courte et de titres monétaires, qui couvrent ou sécurisent les pertes potentielles des options de vente vendues. Contrairement à la plupart des stratégies actions, la stratégie put-write dégage un revenu immédiat, qui fait office de protection contre les mouvements baissiers de l'indice concerné.

AU CŒUR DE LA STRATÉGIE, LES OPTIONS DE VENTE

Une option de vente est un contrat donnant à son détenteur le droit, mais pas l'obligation, de vendre un montant donné d'un titre ou d'un indice sous-jacent à un prix déterminé dans un délai imparti.

En règle générale, le prix d'une option de vente évolue en sens inverse du prix du titre ou de l'indice sous-jacent : il augmente si celui du sous-jacent baisse et vice versa.

Principales caractéristiques des options cotées sur indice :

- Liquidité
- Transparence
- Cotées sur un marché, sans risque de contrepartie
- Corrélation éprouvée aux indices actions

Une fois les options de vente vendues, il convient d'évaluer les avantages et les risques quelle que soit l'orientation de l'indice.

- Si la valeur de l'indice augmente, cela génère une performance positive : le cash reçu initialement est "encaissé" car la valeur de l'option de vente vendue diminue. Dans un scénario de marché haussier, il existe un risque : le cash reçu initialement peut se révéler inférieur à l'ampleur de la progression de l'indice sous-jacent. Dans ce scénario, la stratégie put-write engrange une performance positive mais qui peut ne représenter qu'une portion de la performance de l'indice sous-jacent. Si la valeur de l'indice diminue, la stratégie put-write assure une protection contre la baisse, alors que le risque est une performance potentiellement négative.
- Si l'ampleur de la baisse de l'indice est plus importante que le montant de cash reçu initialement, la stratégie put-write peut enregistrer une perte, mais celle-ci sera plus faible que celle de l'indice sous-jacent. Si la baisse de l'indice sous-jacent est moins importante que le cash reçu initialement via la vente de l'option de vente, la stratégie peut engranger un gain modeste, alors que l'indice enregistre une performance négative.

Au final, la stratégie peut bénéficier des performances positives générées la plupart du temps par les marchés actions, mais son niveau de volatilité est plus faible et elle assure une protection solide contre les mouvements de baisse des marchés, sans que le gérant n'ait besoin d'anticiper correctement l'orientation des marchés ou de sélectionner les "bons" titres.

Pourquoi cette stratégie fonctionne-t-elle ?

En général, l'objectif des stratégies d'investissement est d'améliorer les performances en achetant un actif sous-évalué et en le cédant à un prix plus élevé. La stratégie put-write fonctionne de manière légèrement différente.

En vendant des options de vente, Gateway vend effectivement un actif surévalué. Pourquoi est-il surévalué ? Car, dans ce cas, l'actif est la volatilité implicite (la volatilité prévisionnelle intégrée dans les cours des marchés d'options sur indices) et les investisseurs ont tendance à payer un prix trop élevé pour s'assurer contre la volatilité.

La stratégie fonctionne donc en collectant une prime de volatilité. Cette prime de volatilité existe bel et bien dans la mesure où la volatilité réalisée (qui est une mesure rétrospective de la variation réelle du cours d'un indice) est généralement plus faible que la volatilité implicite, qui correspond à la volatilité future anticipée par le marché. Par exemple, entre janvier 1990 et mars 2018, la volatilité implicite de l'indice actions américaines de grande capitalisation fut surévaluée environ 90 % du temps (données mensuelles).

Les opérateurs ont tendance à surestimer la volatilité car ils ne connaissent pas l'orientation future du marché dans les semaines et les mois à venir, ce qui est source de nervosité. Pour affronter leurs craintes, certains n'hésitent pas à dépenser de l'argent : autrement dit, ils sont disposés à acheter une assurance les protégeant contre des événements négatifs qu'ils anticipent. Dans cette optique, la vente d'options de vente sur indice ressemble à s'y tromper à la souscription d'une assurance contre des risques plus connus, comme la maladie et les accidents de la route.

Des performances similaires à celles des actions, sans les risques extrêmes

Très peu d'investisseurs sont familiers avec les stratégies put-write et ils veulent connaître leur potentiel de performance dans divers scénarios de marché.

Ils sont généralement séduits par leur capacité à surperformer les indices boursiers pendant les phases de baisse des marchés. La stratégie put-write permet aux investisseurs d'être immunisés contre les risques extrêmes, en sacrifiant un peu de performance pendant les phases haussières afin de ne pas subir de plein fouet l'impact des épisodes de krach.

LE HUB

PERSPECTIVES DE MARCHÉ

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS



Chaque année depuis son lancement en 1986, jusqu'en 2017, l'indice de référence des stratégies put-write, a affiché une perte plus faible que l'indice d'actions américaines de grande capitalisation. Sa perte maximale moyenne par an est de 9,3 %, contre 13,7 % pour les actions américaines de grande capitalisation.

En d'autres termes, lors de marchés baissiers, la stratégie tire son épingle du jeu en réduisant son niveau de perte. Si les investisseurs peuvent éviter les lourdes pertes à court terme associées à une exposition à long terme aux actions, ils peuvent ainsi effacer les pertes de leur portefeuille dans un délai très court et recommencer plus rapidement à capitaliser des performances.

Parallèlement, sur des marchés haussiers, la stratégie porte également ses fruits. La vente systématique de l'actif surévalué (la volatilité) permet de générer une performance ajustée du risque plus élevée que celle de l'indice actions. Entre juin 1986 et décembre 2017, l'indice de référence des stratégies put-write a enregistré une performance moyenne de 10,07 % par an, contre 10,26 % pour l'indice des actions américaines de grande capitalisation. Ces performances sont quasiment identiques mais celle de l'indice de référence des stratégies put-write a été générée avec seulement 75 % de la volatilité (écart-type)¹.

Des options de vente dans le portefeuille

Les investisseurs se demandent parfois comment une stratégie optionnelle, qui peut être très différente de celles auxquelles ils ont déjà eu affaire, peut s'intégrer dans leur portefeuille.

Les possibilités sont diverses, mais deux sortent du lot : soit dans le cadre de l'allocation stratégique aux actions, soit comme une alternative génératrice de revenu se substituant aux obligations à faible rendement. Compte tenu de sa corrélation élevée

avec les marchés actions, cette stratégie s'inscrit parfaitement dans un portefeuille d'actions. Une stratégie optionnelle peut donc clairement faire partie des composantes stratégiques d'une allocation aux actions en raison de sa faible volatilité, qui typiquement annule entre un tiers et la moitié du risque actions.

Dans le même temps, de nombreux investisseurs recherchent des alternatives aux obligations à faible rendement et peuvent se tourner vers des stratégies comme les actions versant des dividendes élevés. Toutefois, ces stratégies présentent un risque de pertes important, qui renforce le risque global d'un portefeuille par rapport aux actifs obligataires. En générant un revenu, la stratégie put-write permet de participer régulièrement à la progression des marchés tout en amortissant potentiellement le choc lors des phases baissières.

Adopter une gestion active

Toutes les stratégies put-write ne sont pas identiques. De solides compétences de gestion de portefeuille et une réelle discipline en matière de trading sont nécessaires pour réduire la volatilité et générer de l'alpha.

Des impératifs en opposition avec les caractéristiques de l'indice des stratégies put-write, qui fonctionne selon des règles prédéfinies et conserve ses options jusqu'à leur maturité, quel que soit l'environnement de marché. Même si l'échéance n'est parfois que de quelques semaines, les marchés, dans l'intervalle, peuvent évoluer rapidement, modifiant la valeur de l'option et donc le profil de risque de l'indice put-write.

- Si l'indice des actions américaines de grande capitalisation chute peu après la vente de l'option de l'indice reflétant les stratégies put-write, son profil de risque augmente car la stratégie de vente d'options bénéficie à ce moment d'une très faible protection en cas de baisse ultérieure du marché, jusqu'à son remplacement.

- A l'inverse, si l'indice des actions américaines de grande capitalisation progresse fortement entre les deux dates d'expiration, son profil de risque diminue et l'exposition au marché de l'indice reflétant les stratégies put-write peut, pendant un temps, se révéler très faible, tout comme sa participation au potentiel haussier supplémentaire du marché. Dès lors qu'expire l'option de vente de l'indice reflétant les stratégies put-write, ce dernier en vend une nouvelle et le cash reçu "recharge" son potentiel de performance si le marché progresse, et son potentiel de protection si le marché recule.

Une approche active, comme celle adoptée par Gateway, permet d'équilibrer les risques et les opportunités par rapport au marché grâce à une gestion active des options qui s'adapte à l'évolution du marché, plutôt que d'attendre l'expiration de l'option. L'équipe de gestion de Gateway s'efforce de faire en sorte que les investisseurs ne soient pas trop exposés si jamais le marché s'inscrit en forte baisse, et veillent à ce qu'ils participent autant que possible aux phases de rebond, afin de potentiellement capter une performance plus élevée qu'un indice reposant sur des règles prédéfinies.

Toutes les sociétés de gestion de portefeuille ne possèdent pas cette expertise. Les stratégies optionnelles sont la spécialité de Gateway, développée depuis quarante ans, et non une démarche ponctuelle censée compléter une gamme de fonds diversifiée. Les gérants de portefeuille de Gateway, dont l'ancienneté dans la société est en moyenne de 18 ans, ne sont pas déconcentrés par la gestion en parallèle d'une autre stratégie, obligatoire ou CTA par exemple.

Grâce à leur longue expérience, ils savent que la complexité n'est ni nécessaire ni souhaitable dans un fonds put-write. La stratégie de Gateway est relativement "classique" dans la mesure où elle cherche essentiellement à gérer et à réduire le risque actions à l'aide d'options

¹ Source: Gateway Investment Advisers, LLC. Les chiffres mentionnés font référence à des années précédentes.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Les caractéristiques de performance d'indice reflétant les stratégies put-write ne reflètent pas la performance de la stratégie Put Write de Gateway.

LE HUB

PERSPECTIVES DE MARCHÉ

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS



liquides, cotées en bourse et valorisées de manière transparente. L'équipe de gestion de Gateway adopte une approche mesurée pour mettre en œuvre la stratégie. Ils font leur possible pour conserver un portefeuille diversifié composé de ventes d'options et apporter progressivement des ajustements pour réduire la dépendance de la stratégie au timing de ses transactions.

Conclusion

Une stratégie put-write rigoureuse et sécurisée peut répondre aux besoins des investisseurs souhaitant profiter de la progression des marchés actions en réduisant les risques qui en découlent.

Comparativement aux marchés boursiers, la stratégie peut bénéficier d'une corrélation élevée mais aussi d'un écart-type et de pertes potentielles plus faibles, ce qui lui permet de dégager des performances positives plus fréquemment.

Rédigé le 9 avril 2018

LE HUB PERSPECTIVES DE MARCHÉ

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS



Le présent document et ses contenus constituent une présentation conçue et réalisée par Natixis Investment Managers et Gateway Investment Advisers, LLC à partir de sources qu'elle estime fiables et sont fournis uniquement à des fins d'information aux clients professionnels. Les analyses et opinions mentionnées dans ce document représentent la vision de l'auteur mentionné au 9 avril 2018 et peuvent être soumis à changements. Il n'est en aucun cas garanti que les points présentés dans ce document se dérouleront tel qu'anticipés. Ce document ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie.

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

Dans les pays francophones de l'UE Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. ou sa succursale Natixis Investment Managers Distribution. Natixis Investment Managers S.A. est une société de gestion luxembourgeoise qui est autorisée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, constituée conformément à la loi luxembourgeoise et immatriculée sous le numéro B 115843. Siège social de Natixis Investment Managers S.A. : 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. France : Natixis Investment Managers Distribution (immatriculée sous le numéro 509 471 173 au RCS de Paris). Siège social : 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

En Suisse Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.

Gateway Investment Advisers, LLC

Un affilié de Natixis Investment Managers
312 Walnut Street, 35th Floor
Cincinnati, Ohio 45202-9834, USA
www.gia.com

Natixis Investment Managers

RCS Paris 453 952 681
Capital: €178 251 690
43 avenue Pierre Mendès France
75013 Paris
www.im.natixis.com