

Qui a besoin de produits structurés?

Les produits structurés sont peu intégrés dans la gestion d'un portefeuille. Une intégration conceptuelle permettrait de satisfaire les exigences de nombreux clients.

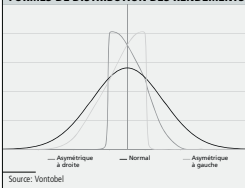


ANDREAS BLÜMKE
Responsable Produits Structurés
Vontobel Private Banking Genève

Les investisseurs ont des attentes de rendement de leur portefeuille qui se résume parfois à une phrase comme «je voudrais 5% de rendement annuel». Construire et gérer un portefeuille en conséquence n'est pas toujours possible avec un profil de risque classique tel que conservateur, balancé ou croissance. En effet, en théorie financière, un risque accru sera compensé par un rendement espéré élevé et vice versa. Mais que faire si le client souhaite obtenir des rendements plus élevés sans augmenter son risque? Cette exigence ne peut être satisfaite avec des portefeuilles classiques dont les rendements sont normalement distribués. Une piste consiste dès lors à considérer des investissements avec des distributions de rendements asymétriques, tel que les produits dérivés. En vulgarisant à l'extrême, le gestionnaire pour-

OBTENIR DES RENDEMENTS PLUS ÉLEVÉS SANS AUGMENTER SON RISQUE N'EST PAS RÉALISABLE AVEC UNE APPROCHE CLASSIQUE.

FORMES DE DISTRIBUTION DES RENDEMENTS



Source: Vontobel

rait soumettre trois nouveaux types de stratégies à son client: 1. Cut losses and let profits run; 2. Buy low, sell high; 3. Buy and hold.

Ces trois adages, bien connus dans le monde de la finance, bénéficient d'une sagesse nébuleuse qui semble a priori ardue à implémenter. Pourtant il est possible de les différencier clairement. En effet, avec la première stratégie, le client accepterait de prendre plusieurs petites pertes pour occasionnellement encaisser un grand gain. L'investisseur a comme objectifs de conserver son capital tout en gardant son potentiel de croissance; sa propension au risque est très faible. La seconde stratégie implique un comportement anticyclique de l'investisseur avec plus de transactions et est en vérité l'antithèse de la première; il est prévu d'acheter lorsque les cours se sont tassés puis de revendre lorsqu'un seuil de rentabilité prédéfini a été atteint. L'investisseur prend donc souvent de petits profits, mais il est conscient qu'une grande perte occasionnelle est possible. La troisième stratégie est plus passive, l'investisseur navigant les hauts et les bas du marché sans trop s'en préoccuper, persuadé du rendement à long terme des actifs.

Comment décrire ces stratégies d'un point de vue statistique? Pour cela, intéressons-nous aux 3^e et 4^e moments centraux d'une distribution à savoir l'obliquité (ou biais) et le kurtosis (voir graphique) et prenons l'exemple de l'investisseur cité plus haut qui ne veut pas prendre de pertes mais se garder l'opportunité de rendements positifs. Son souhait se traduit par le remplacement des occurrences de rendements négatifs par un rendement nul (ou moins négatif) prédéfini. La distribution se concentre et devient plus pointue (leptokurtic) à ce niveau. En même temps,

laisser la porte ouverte à d'éventuels rendements positifs biaise la distribution à droite. Cette forme de distribution correspond donc à l'adage «cut losses and let profits run». Par analogie, une distribution biaisée à gauche et avec un kurtosis prononcé correspondra à «buy low, sell high» et une distribution normale à «buy and hold».

Une fois la stratégie déterminée, le portefeuille doit être construit. C'est ici qu'entrent en jeu les produits structurés, qui sont répartis en trois grandes catégories: Protection du Capital, Optimisation de la Performance et Participation. Les produits à Protection du Capital classiques ont une distribution des rendements biaisée à droite: ils ne peuvent être remboursés en dessous de leur niveau de garantie et leur potentiel à la hausse n'est pas limité. Les produits de la classe d'Optimisation de la Performance ont une distribution des rendements biaisée à gauche et leur kurtosis est fortement prononcé: leur revenu maximum est limité à un coupon alors que le risque de perte reste présent. Enfin, les produits de Participation peuvent être considérés comme plus ou moins normalement distribués.

Pour conclure, on peut assimiler la stratégie «cut losses and let profits run» aux produits à Protection du Capital, «buy low, sell high» à la classe des produits d'Optimisation de la Performance, et enfin «buy and hold» à celle des produits de Participation. Il va de soi que la construction d'un portefeuille ne s'arrête pas là, mais les bases sont posées. Il est désormais possible de répondre à des besoins de clients demandant (parfois sans le savoir) une distribution des revenus asymétrique, et cette méthode permet d'inclure les produits structurés dans les portefeuilles de manière conceptuelle. ■