

PATRIMOINE

TOUS LES CONSEILS POUR GÉRER VOTRE ARGENT

Comment protéger son portefeuille des secousses

PAR MYRET ZAKI Pour maîtriser la volatilité, il existe des stratégies sophistiquées de couverture, basées sur des algorithmes et des dérivés. Explications.

Un portefeuille construit sur des valeurs refuge reste vulnérable car ses actifs peuvent rapidement devenir toxiques.



PHOTOS: COLIN ANDERSON PRODUCTIONS/BETTY IMAGES, DR

«EST-CE QUE LA DIVERSIFICATION suffit, à elle seule, à contenir les baisses, à apporter la résilience espérée dans certaines situations de marché? Force est de constater que non», affirme Lionel Melka, directeur du bureau genevois de Homa Capital, spécialiste français de l'overlay, soit la couverture des risques de portefeuille. «En d'autres termes, on ne peut pas compter sur une diversification passive dans la gestion.»

Homa Capital se spécialise dans le «cross-asset hedging», une technique de couverture des risques multi-actifs, ou overlay. Elle consiste à recalculer en permanence les corrélations entre les différentes classes d'actifs d'un portefeuille. Chaque fois que les corrélations augmentent, le portefeuille est ajusté. Un actif refuge peut devenir un actif plus risqué: la gestion opère alors une rotation des actifs refuge en fonction des signaux de tendance que fournit l'algorithme. L'objectif est de sécuriser le portefeuille en recréant une diversification qui s'était affaiblie. Une stratégie d'overlay que Homa Capital a mis en place depuis février 2018.

Ces dernières années, l'expertise grandissante des techniques d'overlay a permis de les étendre à l'ensemble du portefeuille et non plus seulement aux devises. Parmi les pionniers du domaine à Genève, la Compagnie de trésorerie Benjamin de Rothschild était devenue un des leaders mondiaux dans ces stratégies, avant d'être intégrée par la maison mère Edmond de Rothschild en 2013. Mathieu Gilbert y a fondé et dirigé l'overlay entre 2000 et 2016, avant de prendre la tête de l'asset management de la Banque Berenberg à Hambourg: «Nous avons commencé par l'overlay sur devises, puis développé des programmes sur taux d'intérêt, sur actions, et même sur l'or, avant d'offrir une gestion overlay de l'ensemble des risques.»

Fondateur de Goal Management depuis l'été 2019, il conseille notamment les

institutionnels dans cette spécialité. «En théorie, la diversification d'un portefeuille sur plusieurs classes d'actifs lui permet de surperformer. Cela reste mathématiquement valable en termes de ratio de Sharpe. La fameuse «fuite vers la qualité» a volé en éclats avec la crise de 2008. On observe que les corrélations sont devenues aléatoires et que, souvent, la réaction de l'investisseur est soit «j'achète tout», soit «je vends tout» (risk-on/risk-off).»

Cette nouvelle crise du coronavirus a vu toutes ces corrélations classiques de nouveau se rompre lors du krach. Mathieu Gilbert a toujours préconisé de «gérer chaque poche de risque en ignorant

«ON NE PEUT PAS
COMPTER SUR
UNE DIVERSIFICATION
PASSIVE», AFFIRME
UN SPÉCIALISTE
DE L'OVERLAY

volontairement les éventuelles corrélations ou décorrélations qui existent, sachant qu'on ne peut s'y fier». Cette gestion ne passe pas par la vente d'actifs. «Je recommande de ne pas toucher au portefeuille s'il répond aux attentes de marché, mais d'utiliser les instruments dérivés: le marché des futures pour les actions, les contrats à terme (forward) pour les changes, et les futures pour les taux d'intérêt, ou les contrats OTC suivant les maturités du portefeuille.»

Chez Homa Capital, le CIO Jean-Jacques Ohana observe lui aussi que les corrélations évoluent sans cesse. «Il s'agit de ne pas ajouter de nouveaux risques en éliminant d'autres risques.» Pour lui, classer d'un côté les actifs risqués et de l'autre les actifs refuge ne suffit pas: «Il y a des changements de régime de corrélation dans les marchés. Une classe d'actifs qu'on a identifiée comme refuge peut être toxique demain. Notre système peut nous dire qu'il faut acheter des bons du Trésor. Mais si ces derniers deviennent plus risqués, le système va cesser de les acheter; il classe le risque de manière temporaire, dynamique, en fonction du marché du moment.» La concentration des risques vient aussi du fait que la plupart des gérants possèdent les mêmes actifs risqués pour faire du rendement, ce qui est source potentielle de déstabilisation des marchés.



Plutôt que de vendre, Mathieu Gilbert conseille d'utiliser les instruments dérivés.

Dérivés et volatilité

Les stratégies de Homa Capital reposent sur une maîtrise avancée des dérivés. L'une d'elles est appelée «Short put/short equity»: il s'agit d'une stratégie systématiquement vendeuse de puts (options de vente), explique Jean-Jacques Ohana, qui permet «d'enregistrer des primes de risque plus régulières que les stratégies longues sur actions». La performance est lissée, la capacité de récupération à la suite de baisses est rapide. Simultanément, la stratégie est vendeuse d'actions, pour neutraliser le bêta positif (part de la performance qui est corrélée au marché) des positions «short put». Contrariante et antimomentum, cette stratégie capture de la performance pendant les phases de marchés modérément baissières.

En outre, l'achat de volatilité est intéressant, estime le CIO de Homa Capital, car cette stratégie n'a quasi aucune corrélation avec les actifs refuge comme les bons du Trésor américain. Si ce dernier baisse, la volatilité augmente. Cela ajoute donc de la diversification. «On peut acheter de la volatilité en fonction de la courbe à terme des futures sur la volatilité (VIX), explique Jean-Jacques Ohana. Parfois la courbe s'inverse et on peut acheter les forwards de volatilité moins cher qu'elle ne l'est aujourd'hui: on va donc timer nos achats de volatilité.» Moins coûteuse qu'une stratégie long volatilité complètement passive, cette stratégie neutralise, décorrèle le portefeuille. Les meilleurs mois de cette stratégie sont associés aux pires mois des actions. La volatilité est retombée depuis son record du 27 mars, mais reste au plus haut depuis dix ans. Les stratégies d'overlay ont encore de beaux jours devant elles. ■