

# REGARDS CROISÉS

## Une question, trois experts

### COMMENT EXPLOITER LA PRIME D'AVERSION AU RISQUE INTÉGRÉE À LA VOLATILITÉ ACTIONS OU CRÉDIT ?



**Axel Botte**  
Directeur Stratégie  
de Marchés

#### DÉCOTE, RISQUES ET PRIME DE RISQUES

L'objectif de la gestion active est généralement de dégager un surcroît de performance par rapport à la référence sans risque ultime : le placement monétaire. Le prix d'un actif risqué, dont les flux monétaires (dividendes, coupons) sont incertains, doit intégrer une décote par rapport à son équivalent certain. Cette décote, qui détermine la prime de risque, n'est pas fortuite. Elle rémunère les risques encourus par les investisseurs. **Capter une prime de risque requiert donc un jugement sur l'adéquation entre cette décote et les risques identifiables.**

L'existence d'une prime *ex-ante* est indissociable de l'aversion pour la perte et pour le risque des investisseurs. Le marché du crédit est caractérisé par le défaut potentiel de l'émetteur. **La détention d'une obligation risquée est assimilable à la vente d'un *put* sur la valeur de l'actif de l'entreprise emprunteuse.** Le risque de défaut crée cette asymétrie qui justifie la prime liée à l'aversion pour la perte des créanciers. **On retrouve cette asymétrie sur les marchés d'actions.** La protection contre un krach boursier est notoirement plus coûteuse qu'une option à la hausse des indices.

Si l'asymétrie reflète l'aversion pour la perte, l'aversion pour le risque des investisseurs induit un second type de prime. **Les risques d'illiquidité d'un actif, de baisse de la notation d'un émetteur ou le risque financier systémique** sont présents sur tous les marchés à des degrés divers. Capter une prime de risque signifie ainsi identifier les excès de valorisations.



**Simon Aninat**  
Gérant Volatilité

#### CAPTER LA PRIME DE VOLATILITÉ DES MARCHÉS ACTIONS

La prime de risque de volatilité est étroitement liée à un biais comportemental connu, **le biais d'aversion à la perte** : les individus ressentent en moyenne deux fois plus de douleur face à une perte de 100 euros qu'ils ne ressentent de joie pour un gain équivalent. Sur le marché des options, ce biais crée un déséquilibre qui se matérialise en une demande pour des protection contre des baisses de marché qui dépasse largement l'offre. En conséquence, les vendeurs de protections se retrouvent en position de force et demandent une prime pour assumer le risque de baisse. Il existe donc **une prime de risque de volatilité sur les marchés actions qu'il est possible de capter et ainsi, générer de l'alpha.**

Pour ce faire, généralement cela passe par de la vente de volatilité, notamment par de la vente d'options sur des indices actions. Deux mises en œuvre principales sont possibles :

- Couvrir tous les risques sauf celui de volatilité afin d'obtenir **une stratégie de portage pur**
- Couvrir tous les risques sauf celui de volatilité et de directionnel pour **obtenir une stratégie qui bénéficie à la fois de la normalisation de la volatilité et du rebond des marchés**

Pour optimiser le profil rendement / risque d'une stratégie de vente de volatilité, nous avons la conviction qu'il faut **allouer dynamiquement entre ces stratégies en fonction des conditions de marché.** Dans des conditions de marché calmes, il est préférable de profiter du portage en réduisant le risque directionnel. A l'inverse, après un choc de marché, il y a une opportunité de profiter d'un potentiel rebond en augmentant son exposition au directionnel.



**Emmanuel Schatz**  
Gérant Crédit

#### CAPTER DES SPREADS DE CRÉDIT

Dans l'univers des obligations d'entreprises, l'aversion humaine au risque se matérialise par **le « spread de crédit » : la rémunération excédentaire pour la prise de risque de crédit** par rapport à la dette « sans risque ». Afin de capter cette prime avec un degré de stabilité raisonnable, nous nous focalisons sur les éléments suivants.

Tout d'abord, **la recherche** afin d'acquérir une compréhension approfondie des fondamentaux et de la dynamique de l'activité de l'entreprise ainsi que de sa capacité à générer des flux de trésorerie récurrents.

Deuxièmement, parce que, contrairement aux actions, les obligations sont une classe d'actif asymétrique, **la diversification** des émetteurs est nécessaire pour atténuer les chocs idiosyncratiques inattendus. Une exposition maximale de 3 % du portefeuille par émetteur semble être un bon niveau pour la plupart des situations.

Troisièmement, il convient **d'optimiser la valeur relative** parmi les nombreux candidats à l'inclusion dans le portefeuille. Selon l'approche quantitative classique du **modèle de Merton, une obligation d'entreprise s'assimile à une position courte sur une option de vente sur les actifs de l'entreprise, et par conséquent, le niveau de son spread de crédit est positivement corrélé avec la volatilité de son action.** Évidemment, la vie réelle est plus complexe, mais cette approche peut être utilisée pour identifier des opportunités ou des inefficiences. Par exemple, une réduction de dividende peut augmenter la volatilité des actions et le spread de crédit, alors qu'un tel événement est plutôt favorable pour les détenteurs d'obligations. Alternativement, la valeur relative peut être évaluée de manière plus qualitative en comparant le spread de crédit à la perception des fondamentaux de l'entreprise.

Enfin, le maintien d'un **niveau de liquidités confortable** permet de saisir les opportunités dans des conditions de marché volatiles. Certes, les liquidités diminuent le rendement en période calme, mais cela est plus que compensé lorsque les marchés se tendent et que des opportunités d'investissement à bon marché se présentent. Cette stratégie revient à détenir une option hors de la monnaie sur la volatilité des spreads de crédit.

## MENTIONS LÉGALES

### Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018. Société anonyme au capital de 50 938 997 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – [www.ostrum.com](http://www.ostrum.com)

Ce document est destiné à des clients professionnels et non professionnels, au sens de la Directive MIF. Il 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 sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management. Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management. Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix, un label ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier. 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. Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

### Natixis Investment Managers

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.

Veillez lire attentivement le prospectus et le Document d'Information Clé avant d'investir. Si le fonds est enregistré dans votre juridiction, ces documents sont également disponibles gratuitement et dans la langue officielle du pays d'enregistrement sur le site Internet de Natixis Investment Managers ([im.natixis.com/intl/intl-fund-documents](http://im.natixis.com/intl/intl-fund-documents)).

Pour obtenir un résumé des droits des investisseurs dans la langue officielle de votre juridiction, veuillez consulter la section de documentation légale du site web ([im.natixis.com/intl/intl-fund-documents](http://im.natixis.com/intl/intl-fund-documents)).

**En France** : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société par actions simplifiée –SAS immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

**Au Luxembourg** : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International, Luxembourg BRANCH (Numéro d'immatriculation: B283713), 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

**En Belgique** : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International, Belgian BRANCH (Numéro d'immatriculation: 1006.931.462), Gare Maritime, Rue Picard 7, Bte 100, 1000 Bruxelles, Belgique.

**En Suisse** : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl (Numéro d'immatriculation: CHE-114.271.882), 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 analyses, les opinions et certains des thèmes et processus mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur(s) référencé(s) à la date indiquée. Celles-ci, ainsi que les valeurs mobilières en portefeuille et les caractéristiques présentées, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Il n'y a aucune garantie que les développements se produiront comme cela peut être prévu dans ce matériel. Les analyses et opinions exprimées par des tiers externes sont indépendantes et ne reflètent pas nécessairement celles de Natixis Investment Managers. Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

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.

Natixis Investment Managers peut décider de cesser la commercialisation de ce fonds conformément à la législation applicable.

Natixis Investment Managers International

Société anonyme au capital de 51 371 060,28 euros - RCS Paris: 329 450 738 - Agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), sous le numéro GP 90-009 - 43 avenue Pierre Mendès France 75013 Paris - [www.im.natixis.com](http://www.im.natixis.com)

