

Le HUB

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS



> Plus d'informations sur :
im.natixis.com/fr-institutional

Volatilité : exploiter les biais comportementaux

Pourquoi le renforcement de la réglementation et le choc exogène lié à la pandémie ont fait basculer la prime de risque de volatilité en faveur des investisseurs

Point clés :

- Du fait des exigences réglementaires telles que Solvabilité II et Bâle III, de plus en plus d'investisseurs se retrouvent contraints de se couvrir contre de fortes corrections du marché et moins d'acteurs peuvent leur vendre cette couverture.
- Alors que nous venons de traverser un choc de marché et de volatilité important provoqué par la pandémie, le risque élevé d'une correction est encore présent à l'esprit de nombreux investisseurs. Les opportunités sont désormais très en faveur des vendeurs de volatilité.
- En 2017, Seeyond a lancé une stratégie basée sur la prime de risque de volatilité dont le profil de performance potentielle et de risque se rapproche à la fois de ceux des actions et du crédit à haut rendement. Cette stratégie offre une brique d'allocation d'actifs solide et diversifiante aux investisseurs institutionnels.

L'investissement dans les primes de risque suscite souvent une connotation positive ou négative dans l'esprit des investisseurs institutionnels, chacune se résumant souvent à une expérience préalable d'une stratégie de ce type dans un portefeuille. Loin de l'opacité des instruments complexes et des stratégies ésotériques, il existe une option transparente, liquide et classique pour les investisseurs cherchant à diversifier leur exposition aux actions ou au crédit à haut rendement. Avec le renforcement de la réglementation, le choc exogène lié à la pandémie et les inévitables biais comportementaux, la prime de risque de volatilité a désormais fermement basculé en faveur des investisseurs institutionnels.

L'aversion aux pertes est dans notre nature

La prime de risque de volatilité repose essentiellement sur la nature humaine : il s'agit de la prime que les investisseurs sont prêts à payer pour se couvrir contre des mouvements de marché importants. Elle est la conséquence d'un célèbre biais comportemental appelé « aversion aux pertes ».



Simon Aninat
Gérant de portefeuille
Seeyond

Le terme « aversion aux pertes » a été inventé à l'origine par les économistes comportementaux Amos Tversky et Daniel Kahneman dans un article de 1979 sur la probabilité subjective.

Il implique qu'un individu qui perd 100 euros sera, en proportion, plus déçu qu'il ne sera satisfait d'avoir gagné la même somme.

L'aversion aux pertes est une notion profondément ancrée dans la nature humaine, à tel point qu'elle évolue même parfois en une contrainte réglementaire. Prenons les tests de résistance des banques qui sont un outil de réglementation de plus en plus populaire depuis leur apparition au début des années 90, bien qu'ils consistent à l'origine en une forme d'auto-évaluation interne.

Les tests de résistance exigent des banques qu'elles effectuent une simulation garantissant qu'elles limitent leurs pertes en cas de choc extrême sur le marché.

Le HUB

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS



Elles doivent satisfaire à ce test ou faire face à une intervention réglementaire. Dans le secteur de l'assurance, le cadre de Solvabilité II repose sur un principe similaire. Les compagnies d'assurance sont tenues de mettre de côté un ratio de capital de solvabilité en fonction de la perte qu'elles subiraient en cas de choc soudain sur le marché.

Du fait de ces exigences réglementaires, de plus en plus d'investisseurs se retrouvent contraints de se couvrir contre les fortes corrections du marché et il y a moins d'acteurs qui sont prêts à leur vendre cette couverture. En conséquence, les vendeurs ont l'avantage dans la négociation et réclament donc généralement une prime pour assumer le risque. Cette prime est appelée prime de volatilité. Pendant les longues périodes de faible volatilité, les vendeurs de volatilité pourront encaisser cette prime. Mais bien entendu, ils subiront aussi inévitablement des pertes de temps à autre lorsque la volatilité augmente brutalement, comme c'est le cas pour n'importe quelle autre prime de risque.

Le concept de prime de volatilité peut être comparé au modèle économique d'une compagnie d'assurance. Les compagnies d'assurance perçoivent de manière récurrente des primes d'assurance auprès de leurs clients, mais ne sont tenues de couvrir leurs sinistres qu'en cas d'accident ou de catastrophe. Bien entendu, si de nombreux accidents ou catastrophes devaient se produire, la compagnie d'assurance subirait des pertes importantes.

Mais elle augmenterait alors inévitablement le montant des primes d'assurance de ses clients, ouvrant ainsi la voie à plus de revenus financiers futurs.

Alors que nous venons de traverser un choc de marché et de volatilité significatif provoqué par la pandémie de Coronavirus, le risque élevé d'une correction, en particulier celui résultant d'un choc exogène, est encore présent à l'esprit des investisseurs. Malgré le fait que de nombreux indices boursiers ont fortement rebondi, la volatilité reste très élevée et la prime de risque de volatilité est donc très importante.

De la même manière que les ventes de polices d'assurance contre un événement ou une catastrophe ont tendance à augmenter après que l'événement se soit produit – l'assurance contre les pandémies en est un exemple particulièrement frappant – l'intérêt pour une couverture contre le prochain ralentissement est lui aussi important. Si l'on ajoute à cela le fait que la prime de risque de volatilité existe grâce à la psychologie humaine et est maintenant, dans une certaine mesure, adoptée par le paysage réglementaire, c'est un moment particulièrement opportun pour les investisseurs de commencer à capter ce flux de performance dans leurs portefeuilles.

Prenez garde aux risques cachés

S'agissant des stratégies de volatilité, Seeyond souligne la nécessité pour les investisseurs de se méfier des risques cachés.

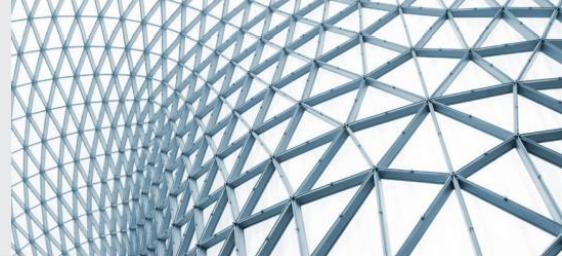
Dans une certaine mesure, pour toute stratégie qui fait appel à des produits dérivés, ce sont les détails qui comptent. Comme pour toute stratégie reposant sur une prime de risque, la prime de risque de volatilité peut essuyer des pertes dans des conditions défavorables. Afin d'atténuer ces pertes au maximum, il existe deux leviers essentiels pour élaborer une stratégie de vente de volatilité robuste et durable : la sélection et le calibrage des risques.

La sélection des risques est très importante, puisqu'il y a des risques qui valent la peine d'être encourus et d'autres qu'il vaut mieux éviter. Simon Aninat explique : « Les risques les plus pernicious sont ceux que nous appelons les risques cachés. Les risques cachés peuvent rester dormants pendant des années puis totalement exploser en cas de crise grave comme la Grande Crise Financière ou celle de la Covid-19 ».

« Il est évident que les produits comportant des risques cachés peuvent prendre plusieurs formes, mais leur point commun est qu'ils ont tendance à très bien fonctionner tant que l'instrument sous-jacent reste au-dessus d'un certain seuil pendant la durée de vie du produit. Dans ce cas, le produit générera un rendement intéressant et régulier. Toutefois, en cas de crise grave, lorsque le marché ou l'instrument tombe en dessous de ce seuil, il en résulte une perte très importante », ajoute-t-il. Il faut absolument connaître ces points d'inflexion, même s'ils peuvent sembler éloignés des niveaux actuels, car c'est l'exemple parfait d'un risque caché.

Le HUB

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS



La corrélation recèle un autre type de risque caché. Par exemple, en période de calme sur les marchés, les investisseurs peuvent estimer être correctement diversifiés, car les pertes à court terme sur les marchés actions peuvent être compensées par des gains sur les marchés obligataires. Toutefois, comme cela s'est avéré de plus en plus souvent au cours des dix dernières années, les corrélations entre les classes d'actifs peuvent rapidement tendre vers 1 en cas de forte correction. Les actions, les emprunts d'État et le crédit baissent tous ensemble et en même temps. C'est ce qui s'est produit en mars 2020, lorsque les emprunts d'État et les actions ont corrigé en même temps pendant plusieurs jours. Tout comme l'instrument qui peut être rentable pendant de longues périodes jusqu'à ce que son point d'inflexion soit franchi, un portefeuille peut sembler diversifié jusqu'à ce qu'il soit évident qu'il ne l'est plus.

Dans le cadre de sa stratégie de vente de volatilité, Seeyond identifie et sélectionne soigneusement les risques avec l'objectif d'éviter autant que possible les risques cachés. Autrement dit, la gestion privilégie les produits dont le niveau de risque n'augmentera pas en cas de tensions sur les marchés. Elle évite également la tentation d'abuser de l'effet de levier et du risque pendant les périodes de calme.

« Il peut être très tentant d'accentuer le niveau de risque du portefeuille et de renforcer les positions lorsque les marchés sont calmes, afin de doper la performance », concède Simon Aninat. « Si vous faites cela, dès que la volatilité du marché augmente, vous êtes contraints de réduire vos positions afin de respecter votre budget de risque, et vous finissez par réduire le niveau de risque au pire moment ».

« Au lieu de cela, nous adoptons une approche contrariante. Nous voulons réduire le risque lorsque la volatilité est faible et que les marchés sont calmes, afin de nous donner la possibilité de renforcer nos positions lorsque la volatilité est de retour. Pour paraphraser Warren Buffett, nous souhaitons réduire notre niveau de risque lorsque la volatilité est faible et les investisseurs euphoriques, pour au contraire le renforcer lorsque la volatilité explose et que les investisseurs paniquent. Cette philosophie contrariante est essentielle pour nous et c'est une approche commune à toutes nos stratégies de volatilité ».

Un test décisif pour les vendeurs de volatilité

Tout aussi importantes pour éviter les risques cachés, la conception et la structure de la stratégie sont également des éléments clés pour exploiter la prime de risque de volatilité.

Les stratégies de volatilité peuvent être complexes et il peut s'avérer difficile de les appréhender pleinement, même pour les investisseurs les plus chevronnés. En tant que gérant d'une telle stratégie, il existe deux façons très différentes d'aborder ce problème.

La première, qui est une méthode répandue parmi certains hedge funds, consiste à expliquer aux investisseurs que les stratégies et les produits sont si compliqués et techniques qu'il vaut mieux qu'ils se contentent de juger la stratégie à l'aune de sa performance globale et de son profil de risque, sans chercher à comprendre toutes les composantes sous-jacentes. Si le gérant se construit un historique assorti d'un bon profil de risque/rendement au fil du temps, les investisseurs se laisseront convaincre d'investir en toute confiance dans la stratégie.

La deuxième approche consiste à structurer et à mettre en place une stratégie de volatilité transparente, liquide et qui se comportent en terme de profil de risque de manière comparable aux stratégies que les investisseurs connaissent déjà. Seeyond a choisi la seconde. Simon Aninat explique : « Nous estimons qu'en ancrant notre stratégie par rapport à un potentiel de performance et un profil de risque de perte entre ceux des actions et du crédit à haut rendement, cela permettrait aux investisseurs de mieux comprendre ce à quoi ils doivent s'attendre et le rôle que la stratégie pourrait jouer dans leur portefeuille.

Le HUB

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS



« Cela signifie que les investisseurs peuvent diversifier leurs allocations d'actions ou de crédit à haut rendement grâce à une nouvelle composante qui les aidera à construire un profil de portefeuille plus diversifié à long terme ».

« Notre stratégie de prime de risque de volatilité est opérationnelle depuis 2017, mais l'année 2020 s'est avérée être un test décisif. Ce fut une année charnière compte tenu des fluctuations importantes de la volatilité, qui a atteint son plus haut niveau depuis la crise de 2008. Bien sûr, nous n'avons pas pu éviter tous les risques en 2020, mais nous avons réussi à éviter les risques les plus cachés et les plus toxiques qui ont été observés sur le marché ».

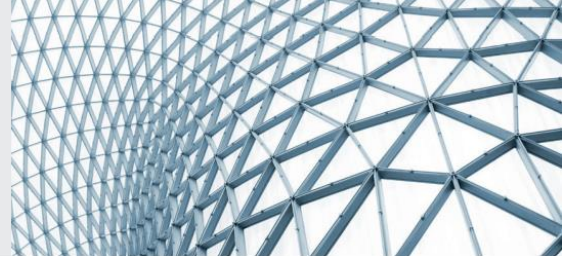
Grâce à sa philosophie contrariante, Seeyond a pu capitaliser sur les opportunités créées par la dislocation de marché apparue en mars 2020, en prenant toujours soin de ne relever le niveau de risque que lorsque la volatilité était très élevée et que le marché était survendu.

Malgré sa position vendeuse sur la volatilité tout au long de l'année, la stratégie de Seeyond sur la prime de risque de volatilité a permis de générer une performance nette supérieure à 8 % (environ 13 % depuis sa création le 29 décembre 2017), et une perte maximale de 13 % en mars qu'elle n'a mis que 89 jours ouvrés à effacer¹. Après avoir traversé avec succès une année comme 2020 et compte tenu de la volatilité qui reste élevée malgré les niveaux record affichés par de nombreux indices, les opportunités devraient clairement profiter aux investisseurs. Une telle stratégie dispose du potentiel pour offrir une nouvelle composante solide et attrayante à l'allocation d'actifs des portefeuilles des investisseurs institutionnels.

Redigé en février 2021

Principaux risques de la stratégie : risque de perte en capital, risque lié à la volatilité, risque lié à l'actif sous-jacent, risque lié au modèle

¹ Source : Seeyond, au 31/12/2020. Les chiffres font référence aux années précédentes. Les performances passées ne garantissent pas les résultats futurs.



MENTIONS LÉGALES

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.

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 anonyme 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 S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Belgique : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Gare Maritime, Rue Picard 7, Bte 100, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.

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.

Seeyond

43 Avenue Pierre Mendès-France – CS 81436
75 648 Paris Cedex 13 – France – Tel. +33 1 58 19 09 80
Société anonyme au capital de 4 963 183 €
Agrément AMF n° GP 17000034
RCS Paris n° 525 192 720
www.seeyond-am.com

Natixis Investment Managers

43 Avenue Pierre Mendès-France – CS 41432
75 648 Paris Cedex 13 – France – Tel. +33 1 58 19 09 70/ +33 1 58 19 09 80
Société anonyme au capital de 50 434 604,76 €
Agrément AMF n° GP 90-009
RCS Paris n° 329 450 738
www.im.natixis.com