

Federer, tronçonneuse et roulette russe: leçons des pics de volatilité

Depuis quelques années, la volatilité s'est imposée comme une classe d'actif à part entière. Nous parlons ici de la volatilité dite « implicite », c'est-à-dire représentant la volatilité attendue dans le futur, calculée à partir du prix des options, et dont l'indice VIX est la mesure la plus connue. Alors qu'elle était un marché de niche il y a encore dix ans, la crise de 2008 a révélé son potentiel de diversification et de protection dans le contexte d'un portefeuille global. Beaucoup d'investisseurs se sont précipités pour en acheter.

Malheureusement, détenir de la volatilité, c'est un peu comme dormir à l'Hôtel des Bergues: très confortable, mais très cher. Pas très utile non plus, puisque, depuis 2012, les banques centrales ont conduit une politique monétaire ultra-accommodante qui a favorisé le marché des actions et la prise de risque financier en général.

Par conséquent, après avoir déteint une position longue volatilité pendant des années à grand coût, de nombreux investisseurs ont vendu de la volatilité afin de dégager du rendement dans un environnement de taux bas. Ces ventes ont été très marquées après des pics récents tels ceux survenus durant le Brexit, l'élection présidentielle en France ou la crise des missiles en Corée du Nord.

Ce mouvement a été particulièrement suivi aux États-Unis, où le grand public s'est mis à vendre de la volatilité court terme (la plus risquée) à travers des ETF [fonds de placement cotés en bourse, ndlr] « inverse » sur le VIX. Les investisseurs institutionnels ont également vendu de la volatilité

soit de manière explicite, à travers des programmes de capture de primes de risques (dits « risk premia »), soit de manière implicite, à travers des programmes d'égalisation du risque (dits « risk parity ») qui utilisent la volatilité comme critère d'allocation, une volatilité basse conduisant à une augmentation des positions.

Au fil du temps, ces ventes ont contribué à faire baisser la volatilité à des niveaux extrêmement bas, ce qui a anesthésié l'aversion au risque des investisseurs. Mes collègues de Dominic & Co et moi-même, ainsi que d'autres gestionnaires expérimentés, ont régulièrement lancé des mises en garde à propos de la complaisance des investisseurs qui vendent aveuglément de la volatilité. Le 5 février, leurs investissements ont été balayés de façon spectaculaire. Quelles sont les leçons à en tirer ?

1. « SMALL IS BEAUTIFUL »:

En période de marchés agités, un opérateur plus modeste pourra retourner ses positions plus rapidement. Ceci est particulièrement vrai pour un actif tel que la volatilité, qui peut subir de grandes fluctuations. Ceci est également vrai sur les marchés d'aujourd'hui, qui sont devenus plus fragiles, à cause d'une réglementation excessive des banques et des bourses ces dernières années.

2. « 50 SHADES OF VOL »:

Il vaut mieux prendre un risque clair avec quelques instruments standards listés, plutôt qu'avec un portefeuille de placements complexes qui ne sont vraiment que 50 nuances d'une position « short volatility »: en cas de chute des

marchés, ces positions, apparemment diversifiées, généreront des pertes de manière simultanée et prendront plus de temps à liquider.

3. N'EST PAS ROGER FEDERER QUI VEUT

Il y a une différence entre voir et faire. Nombreux sont ceux qui ont vu Roger Federer jouer mais très peu peuvent faire ce qu'il fait. De même, les analyses historiques des stratégies de vente de volatilité semblent montrer des rendements sûrs et faciles à un analyste quantitatif junior, mais, quand la volatilité s'emballe, l'expertise et l'expérience font toute la différence.

4. MÉFIEZ-VOUS D'UN COUTEAU QUI TOMBE

Vendre de la volatilité à son pic fonctionne, jusqu'à ce que ce ne soit plus le cas. Acheter des actions dans une correction, c'est comme attraper un couteau qui tombe, mais vendre de la volatilité à son pic, c'est comme attraper une tronçonneuse. Comme la volatilité ne connaît pas de maximum, vous risquez beaucoup plus qu'une simple blessure.

5. LA ROULETTE RUSSE

Ceux qui systématiquement vendent de la volatilité font remarquer qu'il existe un déséquilibre structurel dans le marché de la volatilité, qu'il est inutile d'essayer de gérer activement la

position, et que les investisseurs devraient non seulement accepter les baisses, mais les utiliser afin d'accumuler des positions. Cependant, ils ne se rendent pas compte qu'ils jouent à la roulette russe. Le revers de la médaille peut être catastrophique. Vous pouvez vous remettre d'une baisse dans le marché des actions, mais vous ne pouvez pas vous remettre d'une perte catastrophique dans une position vendeuse de volatilité qui peut balayer plus de 90% de votre placement.

6. SUPÉRIORITÉ DE LA GESTION ACTIVE

Le point commun de toutes ces leçons est le suivant: la gestion active est supérieure à la gestion passive, particulièrement en temps de crise. Ceci est vrai non seulement pour la volatilité mais aussi pour les autres classes d'actifs. Quand le monde change, il n'est pas possible de faire confiance à une recette toute faite.

Depuis dix ans, nous avons été témoins d'une hausse des bourses exceptionnelle, aidée par un gonflement des bilans des banques centrales sans précédent. Il est possible que ce à quoi nous assistons soit le début d'un retournement profond de cette tendance.

L'opportunité de mettre en pratique ces leçons pourrait donc bientôt revenir, avant qu'elles ne soient de nouveau oubliées. ■

PIERRE DE SAAB ASSOCIÉ ET RESPONSABLE DE LA GESTION D'ACTIFS CHEZ DOMINICÉ

