

SEEYOND
investing beyond beta



Investir dans la volatilité : un nouvel horizon pour les solutions traditionnelles de diversification des portefeuilles

Destiné aux clients professionnels au sens de la directive MIF

www.seeyond-am.com

UNE EXPERTISE

 **NATIXIS**
GLOBAL ASSET MANAGEMENT

SEAYOND

Pôle d'expertise en gestions de volatilité et de produits structurés de Natixis Asset Management

Les marchés financiers ont été marqués ces dix dernières années par l'interconnexion grandissante entre les classes d'actifs, la fréquence et l'intensité des chocs ainsi que l'épuisement des tendances de marchés. De nombreux investisseurs considèrent désormais que la gestion traditionnelle ne suffit plus pour générer une performance sur le moyen / long terme.

Pour répondre à ces nouveaux défis, le pôle d'expertise Seeyond met en œuvre des stratégies allant au-delà de la gestion active traditionnelle pour offrir des placements alliant la recherche de performance et de réduction du risque.

Pour chercher à transformer l'incertitude des marchés en opportunités d'investissement, Seeyond développe une gamme complète de fonds dans 3 domaines d'expertise :

- Gestions structurée et active protégée
- Gestions modélisées actions
- Gestion allocation flexible et volatilité

Les équipes de gestion s'appuient sur une plateforme de recherche quantitative dédiée.

Avec 32 collaborateurs, Seeyond gère 15,1 milliards d'euros au 30/09/2014 (source : Natixis AM).

TABLE DES MATIÈRES

Introduction	5
Disséquer l'environnement afin de mieux appréhender les limites de la diversification	6
Repousser les limites de la diversification traditionnelle des portefeuilles	9
Conclusion	12

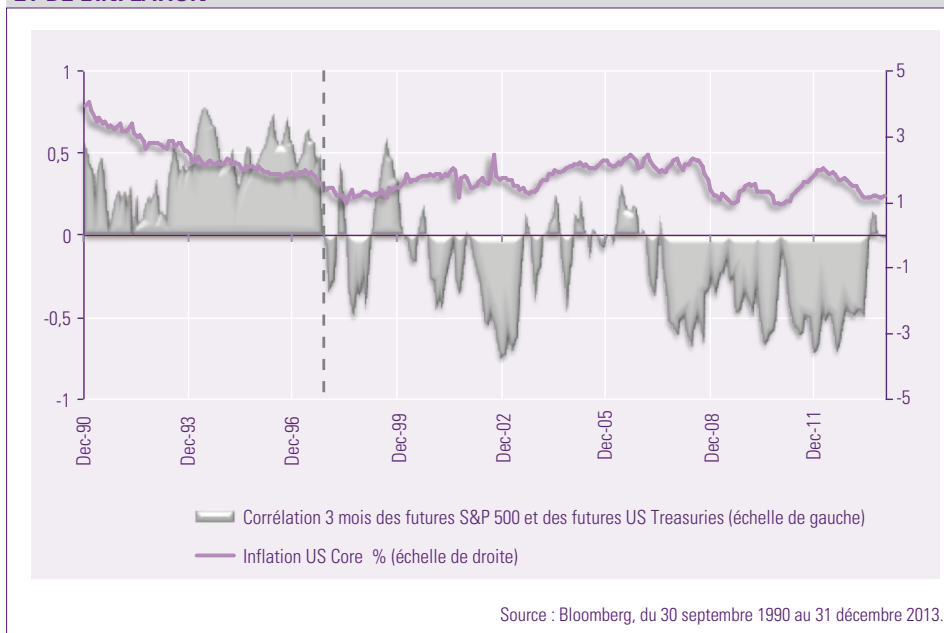
RESUMÉ

La diversification est au centre de la réflexion des investisseurs. Les récentes évolutions des politiques macroéconomiques, largement influencées par la Fed, ont mis en évidence les limites de la diversification procurée par les classes d'actifs actions et obligations. Notre analyse montre qu'inclure la volatilité actions comme classe d'actifs alternative peut améliorer la diversification en tant que moyen de réduction du risque. Nous démontrons également qu'une gestion active de la volatilité actions contribue significativement à l'amélioration de la diversification.

INTRODUCTION

Le débat concernant la diversification que procure l'association de classes d'actifs traditionnelles telles qu'actions, obligations et liquidités est une nouvelle fois d'actualité compte tenu des récentes évolutions qu'ont connues les marchés. La réduction progressive des mesures de soutien de la Fed annoncée en juin 2013 a de fait eu une incidence négative tant sur les marchés actions qu'obligataires. Ces impacts simultanés ont renforcé les corrélations entre les différentes classes d'actifs, mettant en évidence le problème lié à la stabilité de ces corrélations et jetant ainsi un doute sur les avantages potentiels liés à la diversification. L'analyse de la relation entre les rendements des actions et des obligations au cours des 25 dernières années permet de conclure que leur corrélation varie significativement au fil du temps (graphique 1). Une analyse des données historiques permet certes d'identifier certaines variables qui influencent cette relation mais notre étude empreinte une voie différente. Elle consiste à identifier les différentes configurations dans lesquelles les rendements de ces deux classes d'actifs varient les unes par rapport aux autres. Cela permet d'apporter un éclairage sur la manière dont les niveaux de corrélation réagissent selon les conditions économiques. Cette analyse constitue le point de départ de notre étude qui vise à explorer les limites de la diversification apportée par les classes d'actifs traditionnelles et à examiner l'intérêt de la volatilité action en tant que nouvelle source de diversification.

GRAPHIQUE 1 | ÉVOLUTION HISTORIQUE DES CORRÉLATIONS ACTIONS / OBLIGATIONS ET DE L'INFLATION

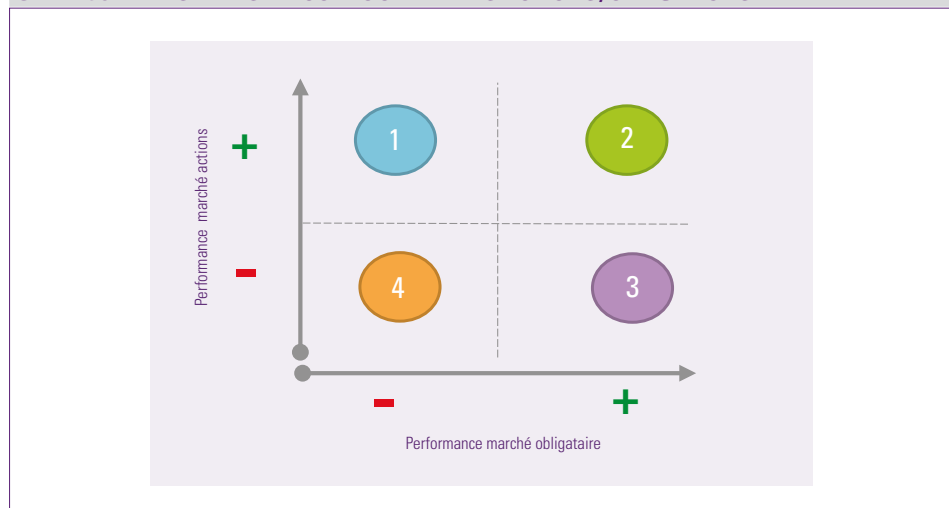


Le graphique 1 montre, qu'avant 1998, la corrélation entre les rendements des actions et des obligations était constamment positive, une tendance influencée dans une large mesure par le niveau relativement élevé de l'inflation. Après 1998, la Réserve Fédérale s'est focalisée sur un monitoring de l'inflation inspiré par le modèle Taylorien. Celui-ci consistait à gérer les taux courts de manière à stabiliser l'économie à court terme et à maîtriser l'inflation sur le long terme. L'application de cette règle a eu pour conséquence de réduire considérablement l'influence de l'inflation sur les corrélations des actions et des obligations tandis que d'autres facteurs, tels que la politique monétaire, le taux de chômage et la prime de risque actions, présentaient des effets de plus en plus perceptibles. Ceci a eu pour conséquence de rendre la corrélation actions-obligations plus versatile et confinée le plus souvent dans un territoire négatif. Il est dès lors intéressant d'analyser les déterminants de ces changements de comportement au fil du temps.

DISSÉQUER L'ENVIRONNEMENT AFIN DE MIEUX APPRÉHENDER LES LIMITES DE LA DIVERSIFICATION

En se focalisant sur la même période d'observation (1990 à 2013), nous pouvons distinguer quatre configurations représentant des états de variations jointes (i.e. co-mouvements) des cours des actions et des obligations tels qu'illustrés dans le graphique ci-dessous :

GRAPHIQUE 2 | LES ÉTATS DE CO-MOUVEMENTS ACTIONS/OBLIGATIONS



Le cas de figure 1 (actions + et obligations -) est révélateur d'une croissance économique positive et d'un contexte d'augmentation des dépenses de consommation. Les bénéfices des entreprises et les valorisations ont tendance à augmenter et la politique monétaire à devenir plus restrictive dans un souci de maîtrise de l'inflation, ce qui se répercute sur le niveau des taux et sur les prix des obligations. L'incertitude entourant la politique monétaire est faible et la volatilité des actions tend à se confiner dans des niveaux bas.

CAS DE FIGURE 1 | TABLEAU RÉCAPITULATIF

	MOYENNE MENSUELLE
PERFORMANCE DES ACTIONS	+3,3 %
PERFORMANCE DES OBLIGATIONS	-1,2 %
CORRÉLATION ENTRE ACTIONS ET OBLIGATIONS	-0,33
VARIATION DE LA VOLATILITÉ IMPLICITE DES ACTIONS (INDICE VIX)	-7,2 %
PERFORMANCE DE L'INDICE INVESTISSABLE DE LA VOLATILITÉ IMPLICITE ACTIONS (INDICE SPVXSP)	-9,4 %

Source: Bloomberg.

Données basées sur les observations quotidiennes du 31 déc. 1990 au 31 déc. 2013. Performance des actions : indice des futures sur S&P 500. Performance des obligations : futures sur les bons du Trésor américains à 10 ans. L'indice VIX reflète les anticipations du marché concernant la volatilité future de l'indice S&P 500 en fonction de la volatilité implicite d'un large éventail d'options. L'indice SPVXSP mesure la performance d'une position longue 1 jour glissant sur futures court terme sur le VIX négociés sur le CBOE.

Cas de figure 2 (actions + et obligations +) correspond à une période de récession caractérisée par des difficultés de financement de l'économie. En réaction à ce problème, la politique monétaire devient accommodante et les taux d'intérêt commencent à baisser, entraînant une hausse des prix des obligations. Les coûts de financement se réduisent et l'aversion au risque diminue globalement, entraînant potentiellement une hausse des prix des actifs risqués. L'incertitude demeure, mais commence à se dissiper progressivement.

CAS DE FIGURE 2 TABLEAU RÉCAPITULATIF	
	MOYENNE MENSUELLE
PERFORMANCE DES ACTIONS	+3,0 %
PERFORMANCE DES OBLIGATIONS	+1,3 %
CORRÉLATION ENTRE ACTIONS ET OBLIGATIONS	+0,2
VARIATION DE LA VOLATILITÉ IMPLICITE DES ACTIONS (INDICE VIX)	-6,0 %
PERFORMANCE DE L'INDICE INVESTISSABLE DE LA VOLATILITÉ IMPLICITE ACTIONS (INDICE SPVXSP)	-9,8 %

Source: Bloomberg.

Données basées sur des observations quotidiennes du 31 déc. 1990 au 31 déc. 2013. Performance des actions : futures sur l'indice S&P 500. Performance des obligations : futures sur les bons du Trésor américains à 10 ans. L'indice VIX reflète les anticipations du marché concernant la volatilité future de l'indice S&P 500 en fonction de la volatilité implicite d'un panier d'options listées L'indice SPVXSP mesure la performance d'une position longue à maturité constante d'un mois sur des futures sur le VIX.

Cas de figure 3 (actions - et obligations +) est révélateur d'un contexte économique en surchauffe et, par conséquent, en proie au risque de récession. La croissance des investissements et les bénéfices des entreprises ont tendance à décliner. Le degré d'incertitude et l'aversion au risque tendent à augmenter. Les prix des actifs risqués peuvent baisser et le « flight to quality » soutient les prix des obligations. Le degré d'incertitude reste globalement élevé.

CAS DE FIGURE 3 TABLEAU RÉCAPITULATIF	
	MOYENNE MENSUELLE
PERFORMANCE DES ACTIONS	-3,7 %
PERFORMANCE DES OBLIGATIONS	+1,7 %
CORRÉLATION ENTRE ACTIONS ET OBLIGATIONS	-0,37
VARIATION DE LA VOLATILITÉ IMPLICITE DES ACTIONS (INDICE VIX)	13,3 %
PERFORMANCE DE L'INDICE INVESTISSABLE DE LA VOLATILITÉ IMPLICITE ACTIONS (INDICE SPVXSP)	8,4 %

Source: Bloomberg.

Données basées sur des observations quotidiennes du 31 déc. 1990 au 31 déc. 2013. Performance des actions : futures sur l'indice S&P 500. Performance des obligations : futures sur les bons du Trésor américains à 10 ans. L'indice VIX reflète les anticipations du marché concernant la volatilité future de l'indice S&P 500 en fonction de la volatilité implicite d'un panier d'options listées L'indice SPVXSP mesure la performance d'une position longue à maturité constante d'un mois sur des futures sur le VIX.

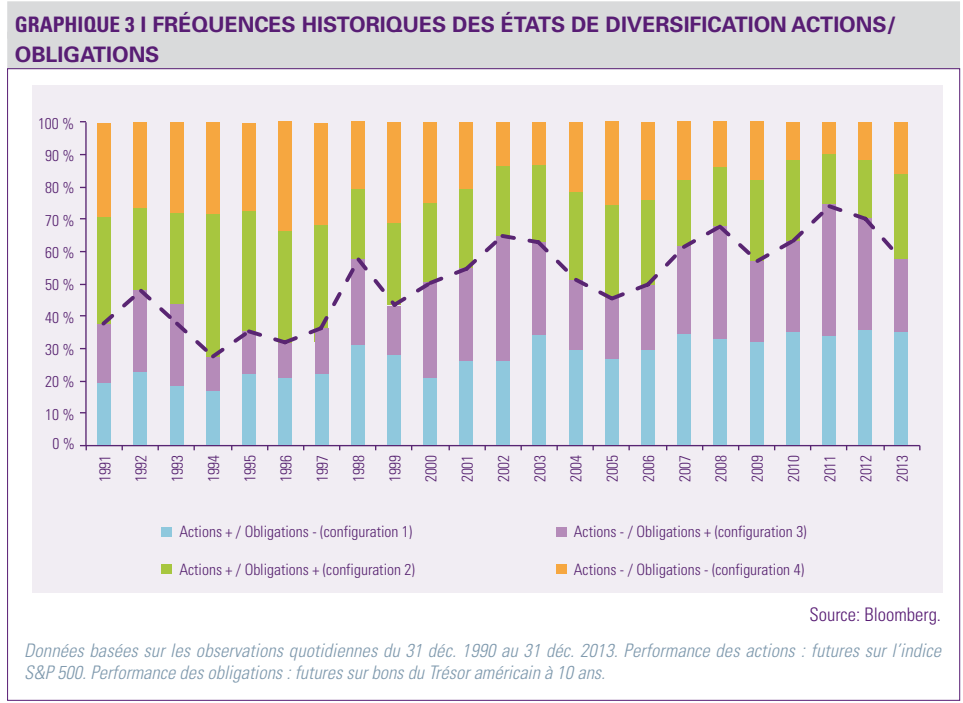
Cas de figure 4 (actions - et obligations -) correspond à un contexte de redressement progressif de l'économie. Les anticipations d'un resserrement potentiel des taux d'intérêt ont un impact négatif sur les prix des obligations. Les bénéfices des entreprises ne sont pas suffisamment solides pour absorber la hausse des coûts de financement ; l'incertitude tend à augmenter et les prix des actions à baisser. L'incertitude entourant la politique monétaire reste élevée.

CAS DE FIGURE 4 TABLEAU RÉCAPITULATIF	
	MOYENNE MENSUELLE
PERFORMANCE DES ACTIONS	-3,4 %
PERFORMANCE DES OBLIGATIONS	-1,3 %
CORRÉLATION ENTRE ACTIONS ET OBLIGATIONS	+ 0,2
VARIATION DE LA VOLATILITÉ IMPLICITE DES ACTIONS (INDICE VIX)	15,1 %
PERFORMANCE DE L'INDICE INVESTISSABLE DE LA VOLATILITÉ IMPLICITE ACTIONS (INDICE SPVXSP)	9,0 %

Source: Bloomberg.

Données basées sur des observations quotidiennes du 31 déc. 1990 au 31 déc. 2013. Performance des actions : futures sur l'indice S&P 500. Performance des obligations : futures sur les bons du Trésor américains à 10 ans. L'indice VIX reflète les anticipations du marché concernant la volatilité future de l'indice S&P 500 en fonction de la volatilité implicite d'un panier d'options listées L'indice SPVXSP mesure la performance d'une position longue à maturité constante d'un mois sur des futures sur le VIX.

Les statistiques rapportées dans les tableaux ci-dessus montrent que la corrélation entre les rendements des actions et des obligations est versatile. Elles font apparaître des périodes de transition où les incertitudes économiques entraînent une correction des prix des actions et des obligations. Partant de ce constat, la volatilité présenterait une source alternative de diversification à des moments où l'effet de diversification s'estompe entre les classes d'actifs traditionnelles.



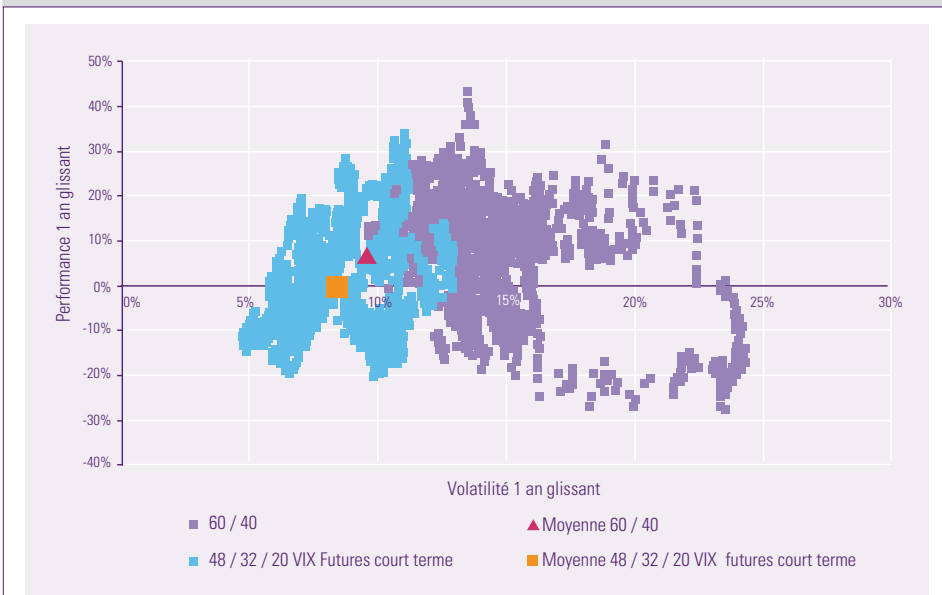
Le graphique ci-dessus représente les fréquences historiques des états de co-mouvement schématisés précédemment dans le graphique 2, autrement dit, les états de diversification actions/obligations. Il montre que deux configurations se sont clairement manifestées depuis le début des années 1990. L'absence d'opportunités de diversification (cas de figure 2 et 4) l'a emporté jusqu'en 1999 dans un contexte inflationniste. Depuis cette période, les opportunités de diversification prévalaient (cas de figure 1 et 3), mais ont commencé à s'amenuiser au cours des trois dernières années. Ce phénomène soulève alors la problématique de dégradation de l'effet de diversification des classes d'actifs traditionnelles durant les périodes de transition.

REPOUSSER LES LIMITES DE LA DIVERSIFICATION TRADITIONNELLE DES PORTEFEUILLES

En principe, la volatilité peut constituer une source potentielle de diversification en périodes de transition. Il est dès lors important de comprendre les avantages et les inconvénients d'une exposition à la performance de cette nouvelle classe d'actif et de comparer ses effets à ceux d'autres solutions alternatives (expositions aux actifs monétaires).

Comme le montre le graphique ci-dessous, l'intégration d'une exposition longue et passive à la volatilité actions, via les futures court terme sur VIX, révèle que le coût de portage dégrade largement la performance du portefeuille et annihile les bénéfices procurés en terme de protection contre les chocs de marché. Ainsi, ce coût de portage de la volatilité constitue une prime d'assurance onéreuse qui, si elle permet de réduire le risque au sein d'un portefeuille équilibré, dégrade parallèlement le couple rendement/risque dans une plus large mesure.

GRAPHIQUE 4 | EFFET D'UNE EXPOSITION PASSIVE À LA VOLATILITÉ ACTIONS AU SEIN D'UN PORTEFEUILLE ÉQUILIBRÉ ACTIONS/OBLIGATIONS



Source: Bloomberg.

60/40 correspond à 60 % d'actions et 40 % d'obligations. 48/32/20 correspond à 48 % d'actions, 32 % d'obligations et 20 % de futures 1 mois sur VIX. Analyse couvrant la période 31 déc. 1990 au 31 déc. 2013, basée sur les performances journalières des futures sur S&P 500, des futures sur bons du Trésor américain à 10 ans et de l'indice SPVXSP.

Il est néanmoins tout à fait possible de tirer profit de ce coût de portage au travers de positions vendeuses de futures sur volatilité. Une première approche « naïve », qui constitue le point de départ de notre analyse comparative, consiste à acheter ou à vendre la volatilité, de façon binaire, en fonction des cas de figure (1, 2, 3 et 4). Autrement dit, à acheter la volatilité en périodes d'incertitude et, inversement, à la vendre lorsque les conditions se normalisent afin de bénéficier de la prime d'assurance sous-jacente.

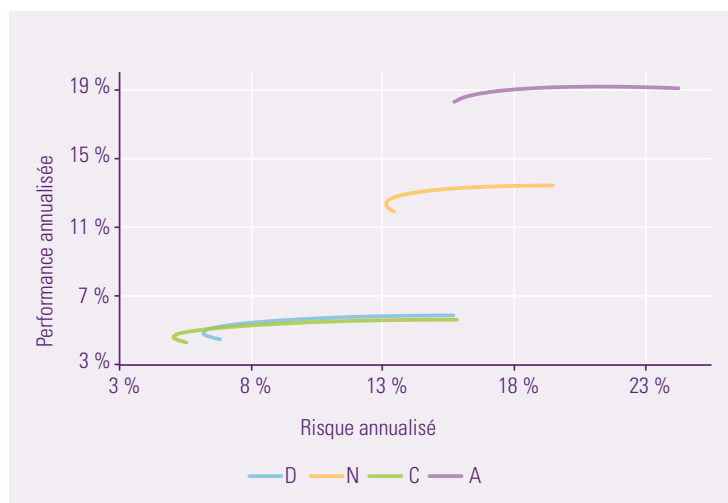
Une approche plus élaborée consisterait à mettre en œuvre une stratégie active qui gère d'une manière graduelle l'exposition à la volatilité en exploitant certaines de ses caractéristiques structurelles, à savoir le retour à la moyenne (« mean reversion »)¹ et le momentum.

Afin de comparer la performance de ces différentes approches, ainsi que leurs avantages/inconvénients par rapport à une approche qui fait appel aux actifs monétaires plutôt qu'à la volatilité, nous présentons ci-dessous des exemples simples de frontières efficaces pour les portefeuilles et stratégies suivants :

1. La volatilité a tendance à revenir à sa moyenne à long terme

- **D** représente un ensemble de portefeuilles diversifiés actions/obligations.
- **N** représente un ensemble de portefeuilles diversifiés actions/obligations/volatilité contenant une allocation constante de 20 % à une stratégie naïve de volatilité sous forme de futures 1 mois sur VIX. La règle d'allocation consiste en une position vendeuse de futures sur VIX dans les régimes 1 et 2, et une position acheteuse dans les régimes 3 et 4.
- **C** représente un ensemble de portefeuilles diversifiés actions/obligations/cash constitués d'une allocation constante en cash de 20 %.
- **A** est un ensemble de portefeuilles diversifiés actions/obligations/volatilité contenant une allocation constante de 20 % à une stratégie d'indexation flexible au VIX. La stratégie consiste à passer graduellement d'une position acheteuse à vendeuse et vice versa, en passant pas une position neutre. Les positions vendeuses visent à tirer parti de la baisse de la volatilité (l'effet de retour à la moyenne) et/ou de la prime d'assurance (le coût du portage). Les positions acheteuses visent à exploiter les hausses de la volatilité (spikes).

GRAPHIQUE 5 | FRONTIÈRES EFFICIENTES SELON LES APPROCHES ALTERNATIVES DE DIVERSIFICATION

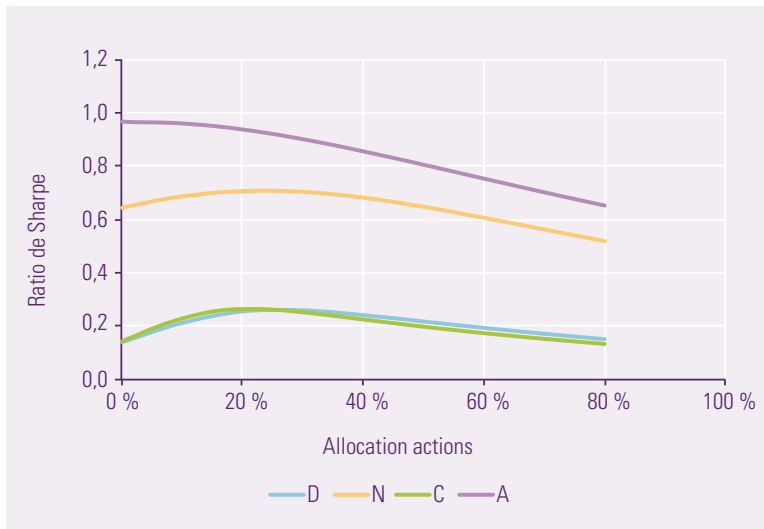


Source: Bloomberg.

Données basées sur les observations quotidiennes du 31 déc. 1990 au 31 déc. 2013. Performance des actions : futures sur indice S&P 500. Performance des obligations : futures sur bons du Trésor américain à 10 ans. Les stratégies de volatilité naïve (N) et flexible (A) intègrent chacun des futures VIX représentés par l'indice SPVXSP. L'indice SPVXSP mesure la performance d'une position longue à maturité constante d'un mois sur des futures sur le VIX.

Les avantages liés à l'adoption d'une approche flexible de la gestion de la volatilité se révèlent clairement dans le profil rendement/risque de la famille de portefeuilles diversifiés « A » qui s'avère dominer les autres familles de portefeuille sur ce plan. Un autre angle de vue permettant d'évaluer les vertus diversifiantes de la volatilité consiste à appliquer la même analyse comparative en se basant sur le ratio de Sharpe comme critère de performance.

GRAPHIQUE 6 | RATIO DE SHARPE SELON LES APPROCHES ALTERNATIVES DE DIVERSIFICATION

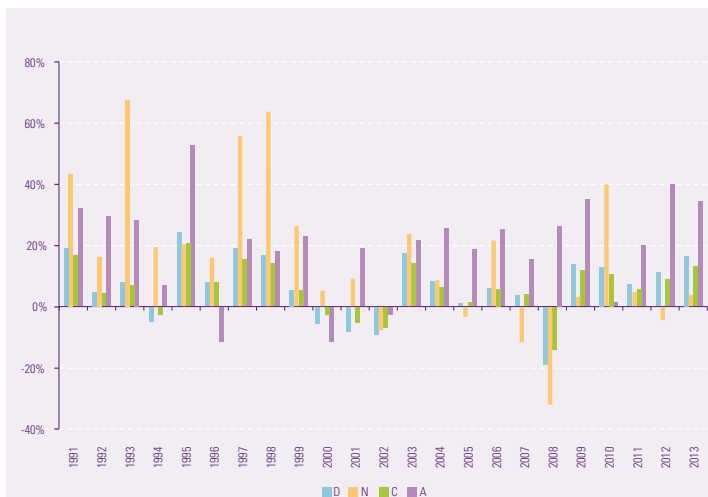


Source: Bloomberg.

Données basées sur les observations quotidiennes du 31 déc. 1990 au 31 déc. 2013. Performance des actions : futures sur indice S&P 500. Performance des obligations : futures sur bons du Trésor américain à 10 ans. Les stratégies de volatilité naïve (N) et flexible (A) intègrent chacun des futures VIX représentés par l'indice SPVXSP. L'indice SPVXSP mesure la performance d'une position longue à maturité constante d'un mois sur des futures sur le VIX.

Les résultats représentés dans le graphique ci-dessus confirment la supériorité des approches faisant appel à une allocation dynamique dans les futures sur VIX, plus particulièrement celle exploitant les caractéristiques intrinsèques de la volatilité. Les performances annuelles présentées ci-dessous confirment également la supériorité d'une telle approche et mettent en exergue les limites d'une approche naïve de gestion de la volatilité (telle que décrite auparavant) particulièrement dans les phases de chocs de marché telles qu'en 2007 et en 2008 par exemple.

GRAPHIQUE 7 | ANALYSE COMPARATIVE DES PERFORMANCES ANNUELLES DE DIFFÉRENTS PORTEFEUILLES



Source: Bloomberg.

Données basées sur les observations quotidiennes du 31 déc. 1990 au 31 déc. 2013. Performance des actions : futures sur indice S&P 500. Performance des obligations : futures sur bons du Trésor américain à 10 ans. Les stratégies de volatilité naïve (N) et flexible (A) intègrent chacun des futures VIX représentés par l'indice SPVXSP. L'indice SPVXSP mesure la performance d'une position longue à maturité constante d'un mois sur des futures sur le VIX.

CONCLUSION

« *Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs* ». Nous pourrions désormais avoir atteint un tournant annonçant une situation dans laquelle les relations historiques entre les différentes classes d'actifs ne prévalent plus à l'avenir. A travers les mesures de soutien adoptées pour leurs économies respectives, les banques centrales ont provoqué une baisse des taux d'intérêt à des niveaux historiquement bas. Cependant, un certain degré d'incertitude continue d'entourer les politiques monétaires et les perspectives de croissance à travers le monde. Les marchés financiers sont certes incertains par nature, mais partout où l'on se tourne cette incertitude semble s'accroître.

Les approches traditionnelles en matière d'allocation d'actifs sont remises en question alors que la relation entre actions et obligations devient de plus en plus volatile et que l'incidence négative de la hausse des taux est susceptible de limiter le pouvoir de diversification des obligations dans le cadre d'une allocation globale. Une solution initiale pour remédier à ce problème serait d'adopter une approche flexible pour gérer la volatilité du portefeuille à court terme et d'allouer de façon dynamique le capital au fil du temps sur un univers d'investissement global.

L'augmentation de la volatilité sur les marchés mondiaux ces dix dernières années a alimenté la quête de placements moins corrélés aux traditionnels placements actions et obligataires. Les stratégies de ce type sont généralement désignées sous le nom d'allocation tactique globale. Cependant, de telles approches tendent à être particulièrement avantageuses lorsque la visibilité est élevée et qu'il est possible de prendre des décisions d'allocation entre les différentes classes d'actifs.

Or, comme nous venons de le montrer, la volatilité actions constitue un investissement à fort potentiel de création de valeur en périodes de transition, c'est à dire lorsque les classes d'actifs traditionnelles n'offrent plus d'opportunité de diversification. C'est pourquoi nous sommes convaincus que l'intégration d'une stratégie de gestion active de la volatilité actions au sein d'un portefeuille global permet de disposer d'une source durable de diversification.

MENTIONS LÉGALES

Ce document est destiné à des clients 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 le consentement préalable et écrit de Natixis 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 Natixis Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Natixis Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Natixis Asset Management.

Natixis 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 des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé, sont à la date indiquée et sont susceptibles de changer. Il n'y a aucune garantie que les développements futurs correspondront à ceux prévus dans le présent document.

Lorsque la réglementation locale l'exige, ce document est fourni uniquement sur demande écrite. Aux pays francophones de l'UE, le présent document est fourni aux Clients Professionnels par NGAM S.A. ou sa succursale sous-mentionnée. NGAM S.A. est une société de gestion luxembourgeoise qui est autorisée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, constituée conformément à la loi luxembourgeoise et immatriculée sous le numéro B 115843. Siège social de NGAM S.A. : 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. France : NGAM Distribution (n.509 471 173 RCS Paris). Siège social: 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris. En Suisse, le présent document est fourni aux Investisseurs Qualifiés (Qualified Investors) par NGAM, Switzerland Sàrl.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Global Asset Management, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Bien que Natixis Global Asset Management considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

Document réalisé en décembre 2014.

Natixis Asset Management

Société anonyme au capital de 50 434 604,76 €

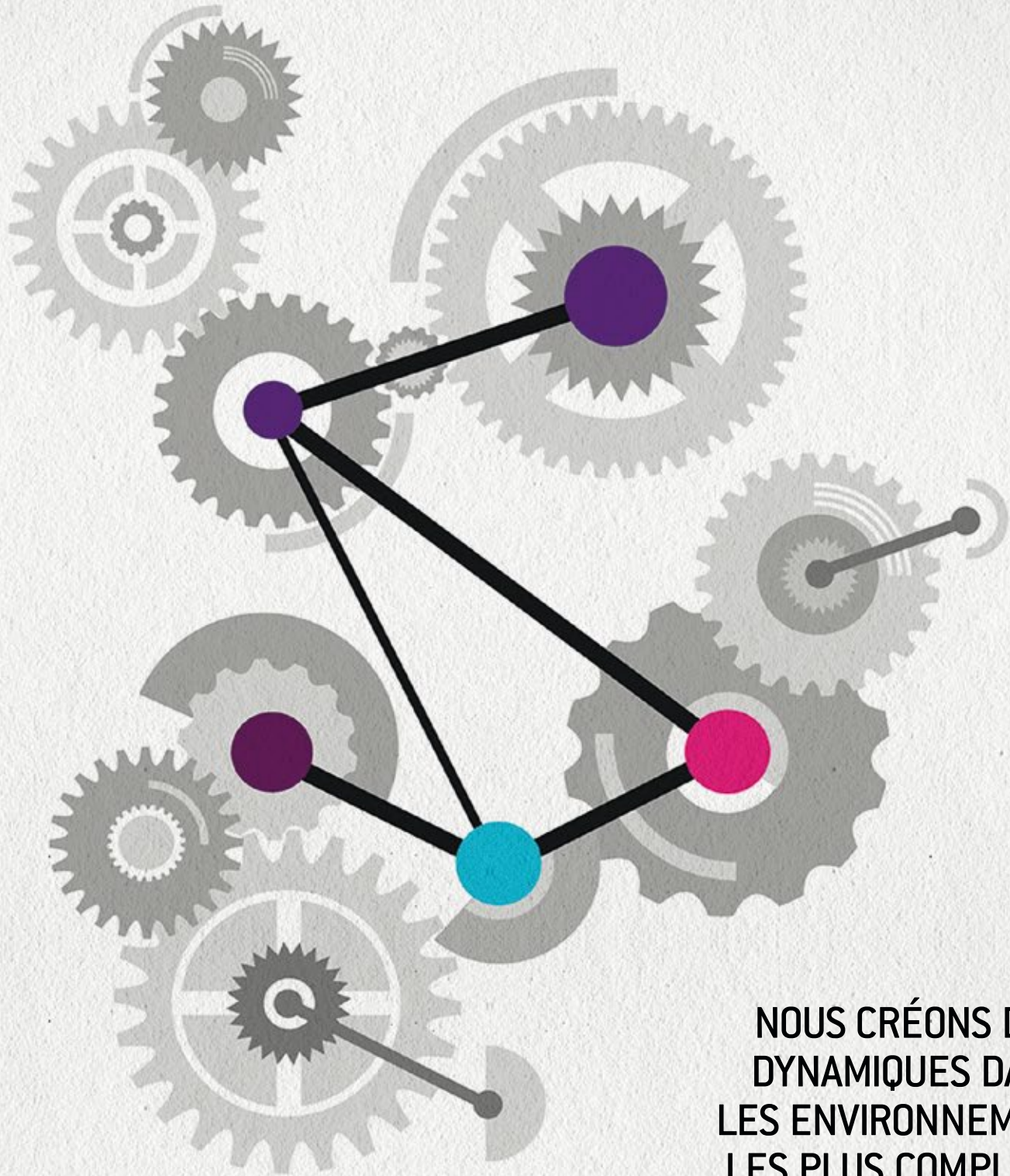
Agrément AMF n°GP 90 009 - RCS Paris n°329 450 738

21, quai d'Austerlitz

75634 Paris cedex 13

Tél. +33 1 78 40 80 00

Seeyond est une marque de Natixis Asset Management.



NOUS CRÉONS DES DYNAMIQUES DANS LES ENVIRONNEMENTS LES PLUS COMPLEXES

L'incertitude des marchés financiers exige de nouvelles réponses. Pour créer de la valeur dans cet environnement, Seeyond conçoit des solutions d'investissement visant à transformer la volatilité en source de performance.

seeyond-am.com

SEEYOND
investing beyond beta 