

DU CALME DE 2017 A LA TEMPETE DE LA VOLATILITE EN 2018.



LE GRAND RETOUR DE LA VOLATILITE

C'EST VOL-MAGEDDON !!!

PARTIE II: MARCHES DE COMMODITIES

Bruno Syrmen

CIO Alternatif - Partner

bsyrmen@seven-cm.com

+33 1 42 33 75 22

I/ INTRODUCTION

Dans cette seconde partie de notre étude consacrée aux volatilités de marchés en 2018, nous nous intéresserons aux marchés de Commodities.

Ceux-ci étant beaucoup trop nombreux pour que l'on puisse les étudier tous en détails, nous ne considérerons que les trois plus gros et les plus liquides, mais aussi les plus importants: Crude Oil, US Natural Gas, et Gold.

Nous commencerons donc cette seconde partie avec une analyse détaillée de la volatilité du Crude Oil ; et plus précisément de celle du WTI (West Texas Intermediate le benchmark US).

II/ LA VOLATILITÉ DU CRUDE OIL

***OU COMMENT PERDRE 35% EN 6 SEMAINES
ET ANNIHILER LES VENDEURS DE VOLATILITE.....
UNE AUTRE BIEN TRISTE HISTOIRE DU CRUDE OIL***

1/ Comment l'année 2018 a commencé?

Après une année 2017 en deux temps qui a vu les prix du brut toucher un point bas au premier semestre à 43,45 USD le baril (juin) pour remonter de manière calme et régulière au cours du second semestre jusqu'à 60.51 (le 29 décembre), le WTI s'établissait le 2 janvier 2018 à 60,42 USD le barril. Voir le chart ci-dessous (le front month NYMEX WTI Future) :

CL1 Comdty (Generic 1st 'CL' Future)

Bloomberg

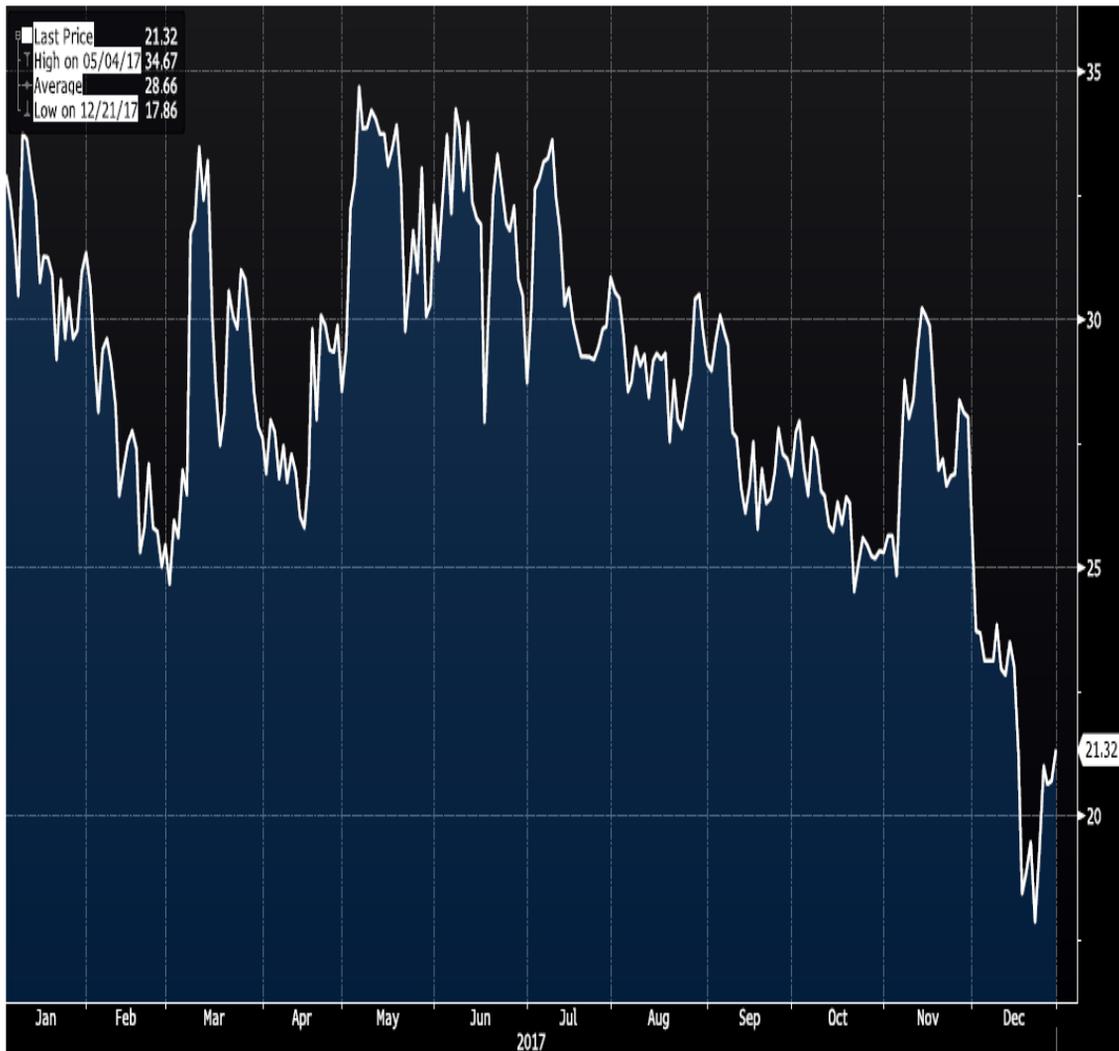


Source: Bloomberg

Bien sûr, cette hausse régulière et calme de 39.25% en six mois et demi a entraîné des ventes massives de la volatilité du Crude, qui est passée d'un plus haut autour de 35% vers son point (très) bas annuel de 17,86% atteint le 1er décembre. Et suite à quelques rachats de positions vendeuses sur la volatilité, celle-ci a fini 2017 à 21.32% comme le montre le chart de l'indice OVX , qui est l'équivalent du VIX index pour le WTI.

Bloomberg

OVX Index (CBOE Oil ETF VIX Index)



Source: Bloomberg

Les intervenants, peu au fait du marché du Crude Oil ou de sa volatilité, peuvent avoir l'impression que l'année 2017 ne fut en fait pas si calme puisque la volatilité fut divisée par 2. Mais pour avoir une meilleur perspective, il suffit de regarder le chart de l'OVX depuis le début de 2014 jusqu'à la fin du mois de Septembre 2018. La fourchette de prix dans laquelle la volatilité a évolué en 2017-2018 apparait très clairement. Mais ce type de compression dans la volatilité du Crude Oil se termine souvent de façon brutale, comme ce fut le cas en juillet 2014 quand le crude commença sa grande baisse qui devait durer 20 mois (depuis 113.77 jusqu'à 26 en 2016). Durant cette même période, la volatilité du WTI explosa de 14.5% en juin 2014 à 50% en décembre. Certainement pas un bon moment pour être short de la volatilité.....

Bloomberg

OVX Index (CBOE Oil ETF VIX Index)



Source: Bloomberg

Ainsi 2018 débuta comme 2017 s'était terminée, avec une hausse régulière des prix du WTI d'un point bas de 54.61 \$/Bbls en février (durant la 1ère grosse correction des marchés actions) jusqu'à un plus haut de 77.53 \$/Bbls le 3 octobre, le jour même où le Dow Jones atteint son plus haut historique.

Bloomberg

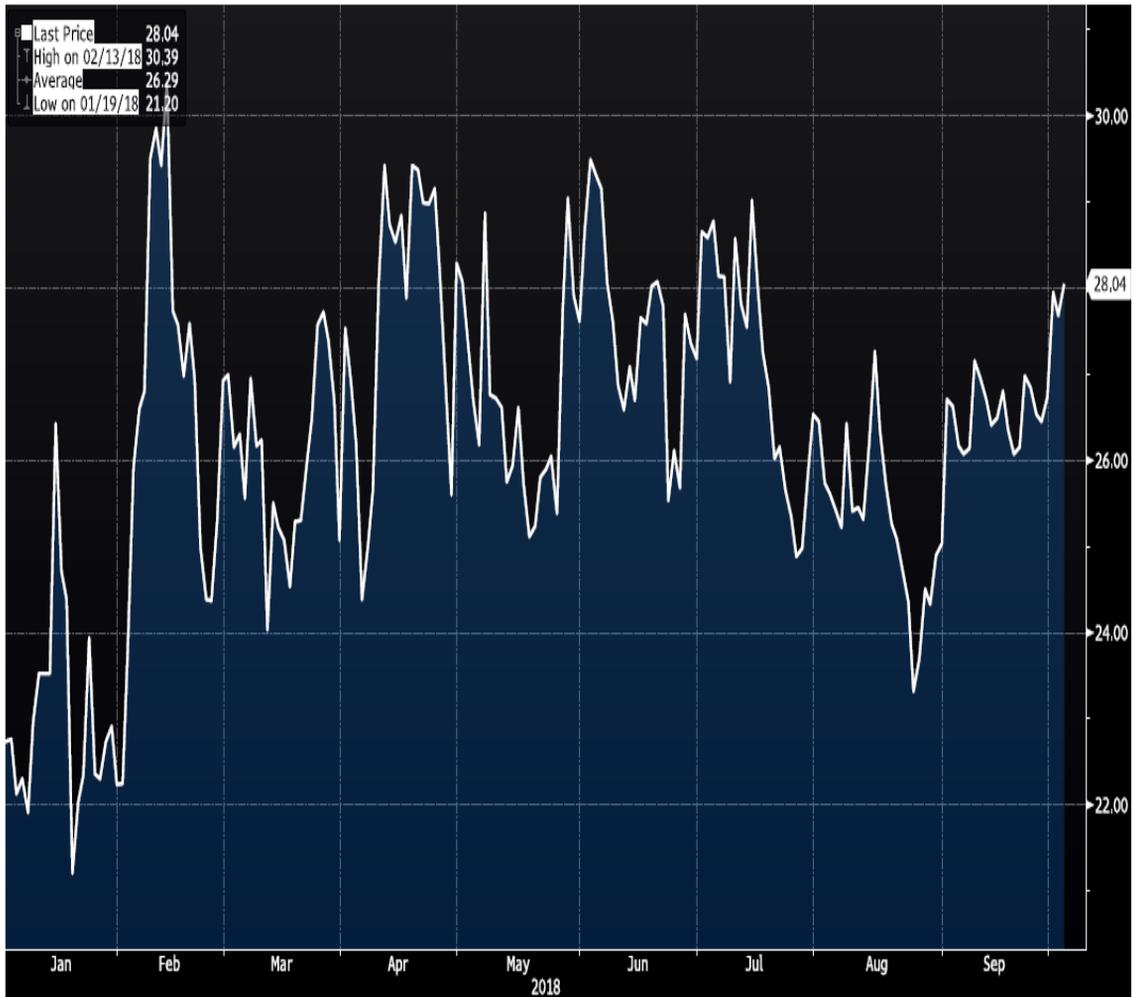
CL1 Comdty (Generic 1st 'CL' Future)



Source: Bloomberg

Cette hausse de 42%, continue régulière et prévisible n'attira pas vraiment de potentiels acheteurs de volatilité. Celle ci est donc restée sagement dans sa fourchette de prix entre 21% et 30% comme on peut le voir dans le graphe ci dessous:

OVX Index (CBOE Oil ETF VIX Index)



Source: Bloomberg

2/ L'explosion de la volatilité

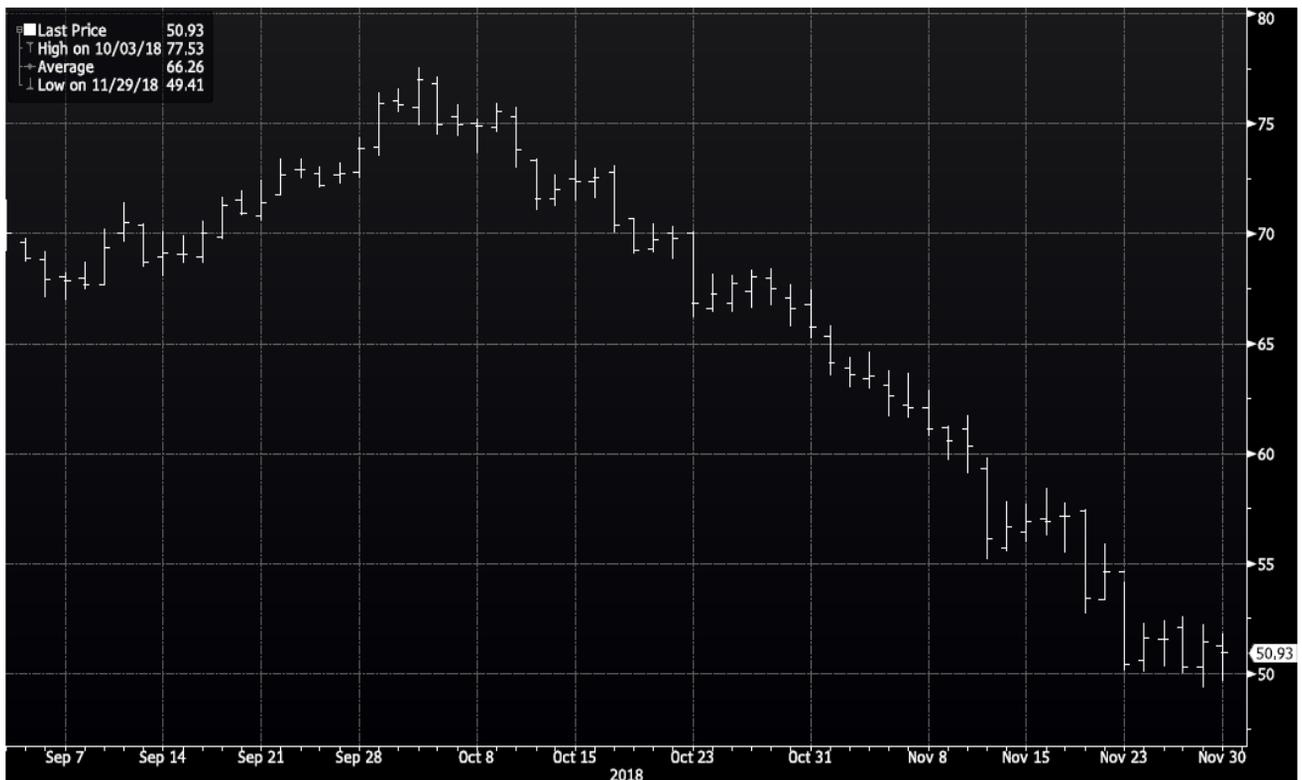
C'est donc avec un baromètre au beau fixe que le marché du WTI entama le mois d' octobre 2018. Mais, comme d'habitude, quand la peur s'empare des marchés actions, le WTI ne tarde pas à suivre. Et avec une seconde correction de 10% se développant en octobre, le WTI s'est soudain arrêté de grimper puis a commencé à piquer du nez. Par sympathie avec l'indice SP500. mais pas seulement.....



En effet comme c'est souvent le cas, il fallait prendre en compte le contexte géopolitique (élections de mi-mandat aux USA, assassinat de Kashoggi, négociations OPEC-Russie) et un autre facteur d'importance grandissante: les USA étaient en train de devenir le plus gros producteur de Crude Oil au monde, avec jusqu'à 11.70 millions de barrils produits CHAQUE JOUR en novembre. Grace à ce qu'il est convenu d'appeler la révolution du Shale Oil. Ce que beaucoup d'intervenants ne réalisaient pas, c'est que parmi la myriade de petits producteurs indépendants de Shale Oil la plupart étaient forcés de couvrir une grosse partie de leur production avec leurs prêteurs (c'est à dire leur banques), ceci pour éviter une nouvelle vague de faillites comme en 2015/2016 quand les prix s'étaient effondrés. Pour ce faire, beaucoup ont vendu des Swaps WTI, et au moins autant ont acheté des Put Options (options de vente) sur WTI. Les strikes (prix d'exercice) utilisés étaient principalement concentrés entre \$55 et \$60 puisque cette activité de production est profitable tant que les prix du WTI restent au-dessus de 50\$/Bbls. Ainsi le marché des options (le marché de la volatilité) a du absorber d'ÉNORMES achats de Put. Un montant trop gros pour être recyclé entre tous les intervenants. Et donc une quantité considérable de volatilité vendue par les market makers et les banques sur chaque maturité mensuelle jusqu'à Dec 2019 au moins.....

Bloomberg

CL1 Comdty (Generic 1st 'CL' Future)



OVX Index (CBOE Oil ETF VIX Index)



Source: Bloomberg

Ces 2 graphes montrent la chute ininterrompue du future front month WTI et l'explosion de la volatilité qui ont toutes deux pris place au mois de novembre. Deux jours en particulier sortent réellement de l'ordinaire:

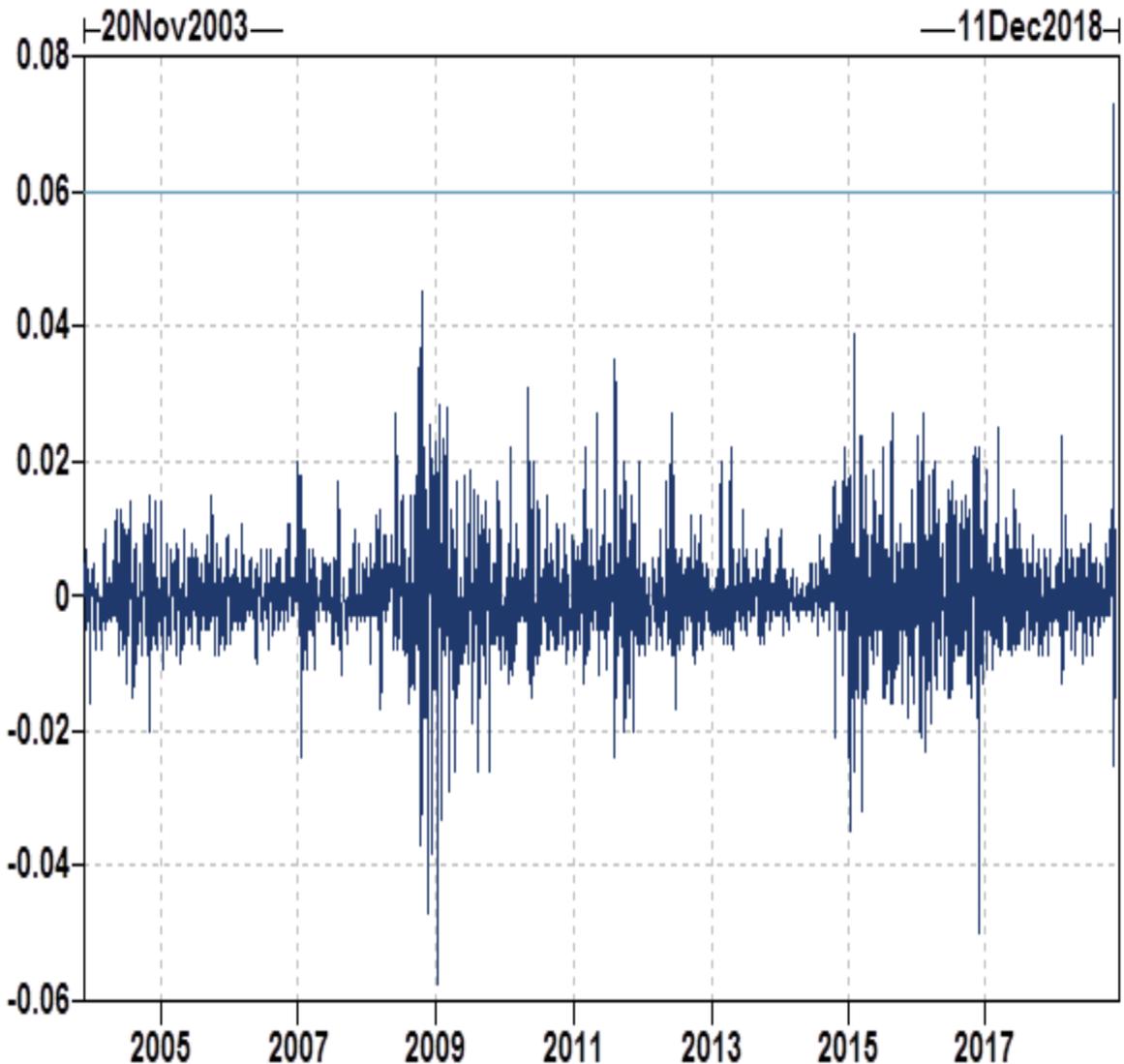
- Le 13 novembre, quand le WTI a cassé franchement la barre des 60\$ (tombant même aussi bas que 55.19, grâce à l'effet bien connu du Gamma négatif des options) et déclenchant la 1ère explosion de la volatilité, jusqu'à 55%. Cette journée est, jusqu'à présent, celle ayant connu le **plus gros mouvement quotidien de volatilité de tous les temps sur le marché du WTI et ce quelles que soient les mesures considérées**. Volatilité à 3 mois, 6 mois, 9 mois. Sur toutes les maturités, ce fut le **plus gros mouvement quotidien de tous les temps**.



Et nous parlons ici d'un marché qui est renommé pour avoir connu de nombreuses périodes très volatiles durant sa longue histoire. Un marché qui a traversé 2 guerres du Golfe, la grande récession (de 147 \$/Bbls à 30 \$/Bbls en 6 mois et la Vol ATM à 100% pendant plus d'un mois) et pourtant personne n'avait jamais vu une telle journée. Une incroyable bond de 40.14% à 55.71% sur l'indice OVX (volatilité à trois mois).....soit une hausse de

38,79%!

Le chart ci-dessous, sur 15 ans, montre ce mouvement, sur une maturité en général assez stable: la volatilité 9 mois. En hausse de presque 8% sur un seul jour!



1day change in 9mo wti vol Today's Move

Source: GS Desk Analytics

- Et le Black Friday: 23 nov. Durant cette journée le future WTI traita 50\$/Bbls pour la 1ère fois après avoir cloturé à 54.63 à la veille de Thanksgiving. Une chute de 7.70% qui déclencha une autre explosion de volatilité avec l'OVX passant de 51.79% à 65.17% (+25,83%).

3/ Les Conséquences

Comme souvent, de tels mouvements brutaux dans les marchés de volatilité provoquent quelques dégâts . Puisque cette fois les acheteurs d'options de vente étaient à l'origine de toute l'affaire, les victimes se trouvaient toutes parmi les market makers options qui portaient à la fois le risque de gamma et le pur risque de Vol, le risque de Vega, que Goldman a estimé, de façon conservatrice, à plus de 50 Millions \$ au total: c'est à dire que pour chaque augmentation de 1% de la volatilité, la perte est de 50 Million \$. Et la Vol 3 mois a augmenté de plus de 35% en deux semaines... Il est toujours très difficile de connaître le montant exact des dommages subis par les desks de trading dans les banques. Ce que nous savons de façon certaine, c'est que 3 petites boutiques indépendantes de market making options ont sauté. Notamment une qui était très active sur les "back months" (de 6 mois à 2 ans, où le risque de Vega est considérable). Au moment où ces lignes sont écrites, la volatilité du Dec 2019 WTI (Vol 1 an) traite toujours autour de 32%, bien plus haut que le niveau moyen de 25% connu durant les 2 dernières années.

III/ VOLATILITE DU NATURAL GAS US

*DU DANGER D'OUBLIER LA SAISONNALITE
OU COMMENT ANNIHILER LES VENDEURS DE VOLATILITE
DURANT UN ENORME MOUVEMENT A LA HAUSSE DU MARCHE.....*

1/ Comment l'année 2018 a commencé?

Suite à l'établissement d'un top majeur en juin 2008 à 21.74 \$/Mmbtu, le future "Front month" du US Nat Gas a entamé une longue descente aux enfers jusqu'à 2.08 atteint le 21 dec 2017. Le coupable de cette baisse quasi ininterrompue: SHALE GAS, le gaz de schiste, qui dès 2007 a contribué à une augmentation permanente de la production de gaz aux USA.

La courbe jaune du graphe ci-dessous donne un aperçu de la baisse sur les 5 dernières années. Comme pour beaucoup d'autres produits, un mouvement de baisse aussi long et régulier s'accompagne de ventes de volatilité systématiques, comme le montre la courbe blanche: indice IVOLNG (volatilité implicite du 3 months US NG échelle de droite)

Bloomberg

IVOLNATG Index (Natural Gas 3M Implied Volatility)
NG1 Comdty (Generic 1st 'NG' Future)

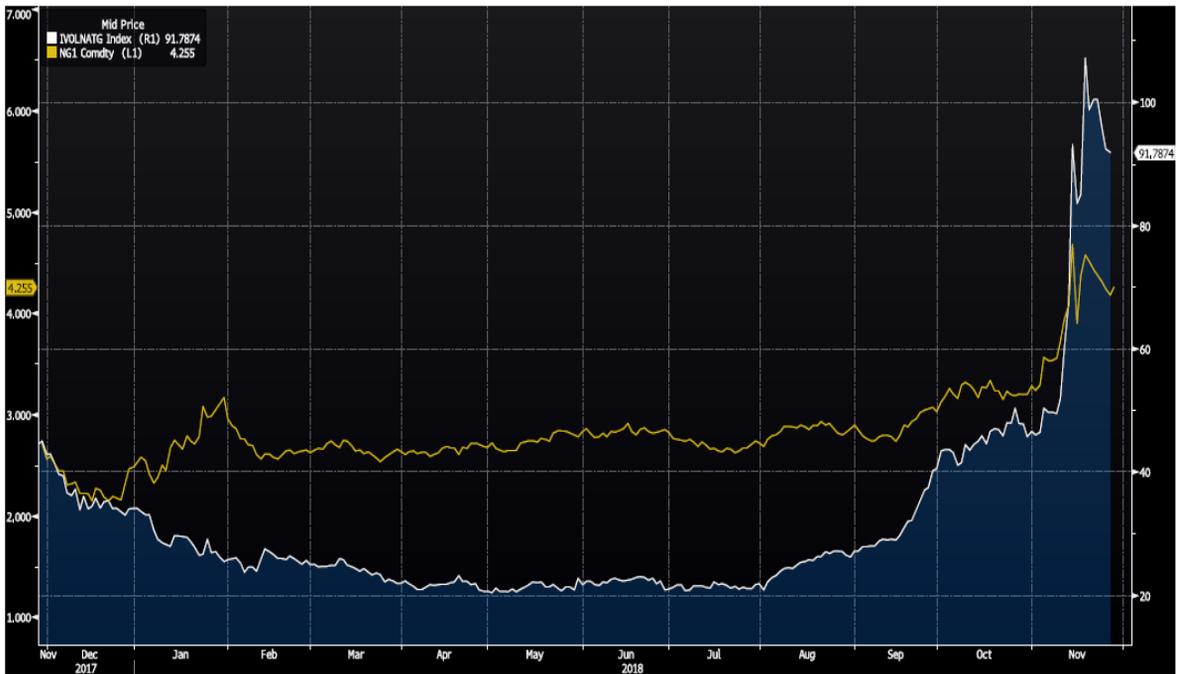


Source: Bloomberg

2/ L'explosion de la Volatilité

Le début de 2018 ne déroge pas à cette règle. Pourquoi changer une méthode qui gagne (pour les shorts s'entend)? Et, même si le Future Front Month a rebondi depuis ses bas de Dec 2017 pour s'établir au dessus de 2.5 \$/Mmbtu à partir de janvier, la Vol. implicite à 3 Mois a continué à se détendre jusqu'à former une compression durant l'été 2018, pour rester juste au-dessus de 20% pendant environ 4 mois. Cf chart suivant: la courbe blanche est plate comme une crêpe....

IVOLNATG Index (Natural Gas 3M Implied Volatility)
NG1 Comdty (Generic 1st 'NG' Future)



Source: Bloomberg

A l'inverse de ce qui a déclenché l'énorme hausse de volatilité du Crude, les causes de l'explosion de Vol. du Nat Gas sont beaucoup plus fondamentales. Quand arrive l'hiver en Amérique du Nord, les prévisions météo à 5, 10 et 15 jours constituent un des principaux moteurs des prix du Nat Gas.

Et le mois de novembre 2018 fut froid, TRÈS froid. Si froid que la demande de gaz pour le chauffage a explosé! D'où l'explosion des prix: 3.5 \$/Mmbtu atteint le 08 nov. puis 4 US\$/Mmbtu le 13 et l'inéluctable extension parabolique: 4.66 traité le 14!

En conséquence de quoi les vendeurs de Vol. furent forcés de constater que leurs positions en delta devenaient de plus en plus vendeuses, à cause du gamma négatif.... Et bien évidemment ils finirent tous par se ruer en même temps pour couvrir/cloturer leurs positions! Ce mouvement est illustré dans le graphe ci-dessous du future front month Nat Gas (courbe jaune) et de la Vol. implicite à 3 mois (courbe blanche) sur les 3 derniers mois (de mi septembre à mi décembre).

IVOLNATG Index (Natural Gas 3M Implied Volatility)
NG1 Comdty (Generic 1st 'NG' Future)



Source: Bloomberg

Evidemment, exactement comme dans le marché du Crude Oil, un nombre record d'intervenants étaient vendeurs de volatilité. Après tout, cela avait été très profitable jusqu'en septembre 2018. Après par contre... Et comme on peut le voir, certains sont allés jusqu'à payer la volatilité plus de 100% pour couper leurs positions vendeuses! Même un investisseur qui aurait patiemment attendu un rebond de la volatilité vers 50% (comme en oct 18 ou le 8 nov 18) avant d'initier une position vendeuse aurait souffert d'énormes pertes si sa position avait été débouclée le 19 nov quand la volatilité implicite à 3 mois a traité jusqu'à 107.15% soutenue par des achats effectués en pleine panique...

3/ Les Conséquences



Comme vous pouvez le voir sur ce même graphe les prix du Nat Gas baissent à nouveau, vers 3.65 \$/Mmbtu, et bien entendu, la volatilité implicite à 3 mois est revenue vers 50%, suite à ce qui constitue un autre exemple parfait de “short squeeze”. Notez ainsi que sur les 3 fois où les futures Nat Gas ont traité au-dessus de 4.5, la Vol implicite à 3 mois n’a traité au-dessus de 100% qu’UNE SEULE FOIS.

Dans le cas du Nat Gas, la principale victime est une petite boutique, optionsellers.com, dont on pense qu’elle gérait environ 150 Millions USD avec essentiellement, UNE stratégie: vendre la volatilité (comme l’indique d’ailleurs son nom!). Cette compagnie a été liquidée à la fin du mois de novembre, ne laissant pas d’autres choix à son CEO que de s’excuser vis à vis de ses “clients” dans une video! (vidéo que ceux qui sont intéressés peuvent voir avec le lien suivant : <https://www.youtube.com/watch?v=VNYNMM0hXXY>)

Après analyse des positions tenues par Optionsellers.com, il apparait qu’ils étaient short de nombreuses options d’achat (Call) SANS COUVERTURE. C’est à dire qu’ils n’avaient pratiquement pas de positions longues en futures Nat Gas pour couvrir leurs positions vendeuses d’options d’achat, rendant ainsi la fin inéluctable lors d’une explosion des prix puis de la volatilité. Pour le co-auteur d’un livre sur ce sujet: “The Complete guide to Option Selling” (May 2018), il semble que leur CEO puisse maintenant rajouter un chapitre (final?): Comment exploser en vendant des options.....

IV/ VOLATILITE DE L’OR

L’ EXCEPTION A LA REGLE!

1/ Comment l’année 2018 a commencé?

Suite à ce qui ressemble de plus en plus à un plus bas majeur du prix de l’once d’or en décembre 2015 (1112.80), en 2017 l’or a continué à se remettre gentiment de son grand marché baissier, pour finir l’année à 1341 US\$/Oz.

Le graphe ci-dessous montre en parallèle le prix du future “Front month” Gold (courbe blanche, échelle de droite) et la variation de l’indice CBOE Gold Volatility GVXX (courbe jaune, échelle de gauche.)

GC1 Comdty (Generic 1st 'GC' Future)
GVXX Index (CBOE/COMEX Gold Vol Indx)



Source: Bloomberg

Comme on peut le constater, la compression de la Volatilité de l'or n'a connu aucune interruption depuis la dernière poussée vers 25% (début 2016), et s'est même amplifiée durant les derniers 20 mois.

2/ La compression de la Volatilité....

L'or commença à grimper un peu plus en janvier avant de rebaisser jusqu'à 1173 atteint le 11 aout, et de rebondir lentement vers 1250 \$/Oz où nous nous trouvons à l'heure où j'écris ces lignes. Soit un canal d'évolution de 16% au plus...

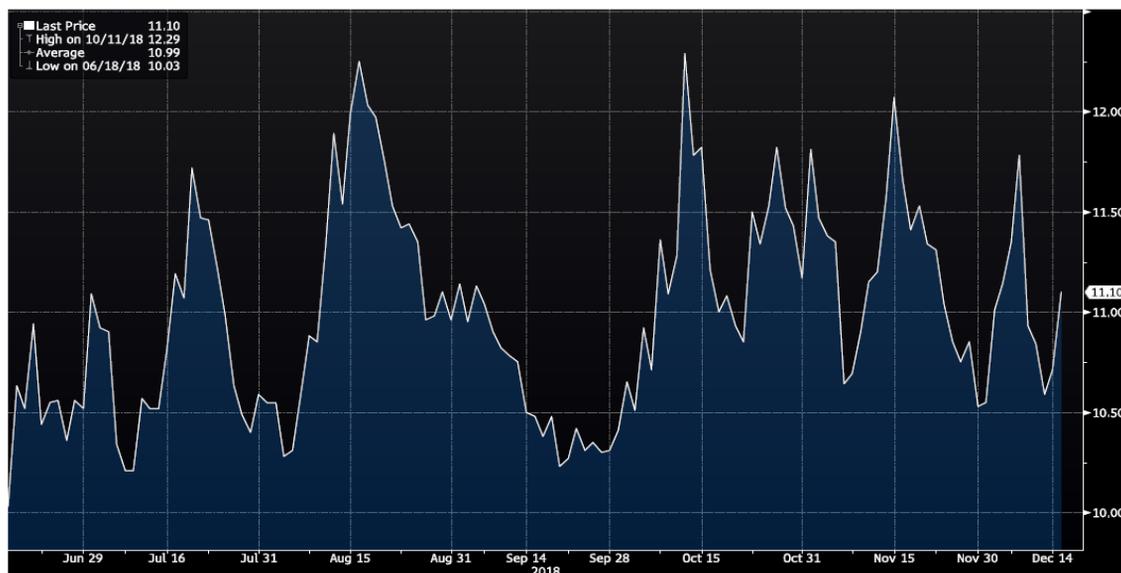
Certainement pas assez pour effrayer les vendeurs de volatilité....

Tout le contraire en fait puisque cette relative stabilité de l'or finit par attirer des vendeurs de volatilité sortis des marchés actions et d'autres commodities.

Le graphe suivant montre que le trading range de la volatilité de l'or, cette année, s'est établi entre 10% et 12.3%!

Excellente période pour les vendeurs d'options sur l'or!

GVXX Index (CBOE/COMEX Gold Vol Indx)



Source: Bloomberg

3/ Les Conséquences

La première conclusion que nous pouvons en tirer est que l'opération consistant à vendre de la volatilité sur l'or fut en général très profitable.

La seule question qui reste est: combien de temps cette opération restera-t-elle profitable? En effet, comme on peut l'observer dans le 1er graphe du paragraphe sur l'or, la figure de compression de la volatilité de l'or ressemble de plus en plus à celle observée sur la volatilité du Crude Oil ou celle de la volatilité du Nat Gas à la fin de 2017....

Et nous savons tous maintenant ce qui est arrivé à ces volatilités en 2018!

Néanmoins, cette seconde partie de l'étude consacrée à la volatilité nous montre clairement qu'au sein d'une classe d'actifs, ici les matières premières, toutes les volatilités ne se comportent pas de la même façon au même moment. Loin de là! Comme le prouve le calme du marché de la volatilité sur l'or, très éloigné de l'effervescence vue sur les marchés de la volatilité du Crude Oil ou celle du US Nat Gas.

De nombreux facteurs contribuent à expliquer cette différence, notamment des facteurs géopolitiques, des facteurs saisonniers, ou la façon dont est perçue une matière première à un certain moment. Typiquement, l'or, très souvent vu comme une valeur refuge, est bien moins volatile que la plupart des autres commodities.