

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



Bruno Syrmen

CIO Alternatif - Partner

bsyrmen@seven-cm.com

+33 1 42 33 75 22

C'EST VOL-MAGEDDON !!!

PARTIE I: MARCHES ACTIONS

Initialement, l'idée sous tendant cet article était, en fait, de mettre en exergue les divers risques et dangers de ce qu'il est convenu d'appeler les « crowded trades », c'est-à-dire les positions partagées au même moment par un grand nombre d'intervenants. Comme au début de l'année 2018 les 2 positions les plus partagées dans le monde financier étaient short US-Treasuries et surtout short volatilité, il nous apparut très vite que le trade consistant à vendre la volatilité nécessiterait une étude spécifique. Plus particulièrement en raison des comportements différents des volatilités des différentes classes d'actifs. Nous vous présentons cette étude ci-après. Cette étude sur les volatilités des marchés financiers en 2018 ayant pour vocation d'être la plus complète possible, elle sera divisée en cinq parties : une pour chacune des cinq principales classes d'actifs :

- 1/ Marchés Actions**
- 2/ Marchés de matières premières**
- 3/ Marchés des Changes**
- 4/ Marchés Emergents**
- 5/ Marché du Credit et des Bonds**

Dans chacun de ces cinq épisodes, nous étudierons l'évolution de la volatilité, à la fois implicite quand les données le permettent, et historique, tout au long de l'année, en expliquant pourquoi elle a bougé ou pas...

Et nous mettrons en évidence quelques faits qui pourraient surprendre certains lecteurs. Commençons donc avec l'épisode 1/ consacré au marché des actions US.

Pour lequel le sous-titre pourrait être:

Volatilité: Et vous pensiez que vous n'étiez pas exposé...

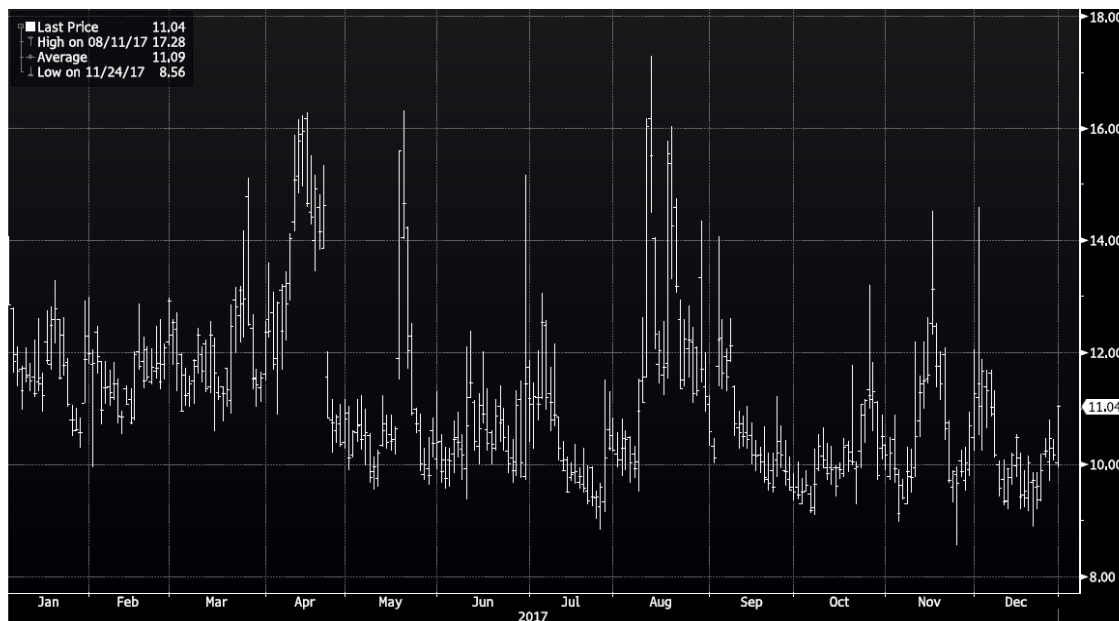
1/ INTRODUCTION: COMMENT COMMENCA L' ANNEE 2018

Il est de notoriété publique que l'année 2017 a été l'une des moins volatile pour tous les indices actions US. En tous cas la moins volatile en 50 ans. Et évidemment quand la volatilité est si basse pendant si longtemps, cela finit par attirer l'attention de beaucoup d'intervenants. Les vendeurs de volatilité professionnels (Vol Funds, Prop traders), les chasseurs de carry positif (toujours très nombreux dans l'environnement actuel...), certains trend followers (CTAs) et bien sur la horde des suiveurs, avant d'atteindre finalement les dindons de la farce (Aka les investisseurs particuliers, comme l'ancien manager de Target présenté dans l'article suivant :

<https://www.businessinsider.fr/us/former-target-manager-becomes-millionaire-using-short-volatility-trade-2017-8>).

Si l'on considère le principal indice de la volatilité des actions US: le VIX, qui mesure la volatilité de l'indice SP500, coté sur le CBOE, l'année calendaire 2017 ressemble à ceci :

VIX Index (Chicago Board Options Exchange SPX Volatility Index)



Source: Bloomberg

Où l'on peut voir que le VIX a coté au-dessus de 16, soit 16% de volatilité, seulement 7 fois, et au-dessus de 17 seulement UNE fois (le plus haut de l'année atteint le 11 août).

Et pour vous donner un meilleur sens de la perspective voici le graphique de ce même indice sur la période s'étalant du 1er janvier 2015 au 31 décembre 2017. Entre la première semaine de novembre 2016, la dernière fois où le VIX a traité au-dessus de 20% (élection de Trump) et la fin de 2017, le trend baissier et la baisse continue de la volatilité sont évidents.

VIX Index (Chicago Board Options Exchange SPX Volatility Index)

Bloomberg

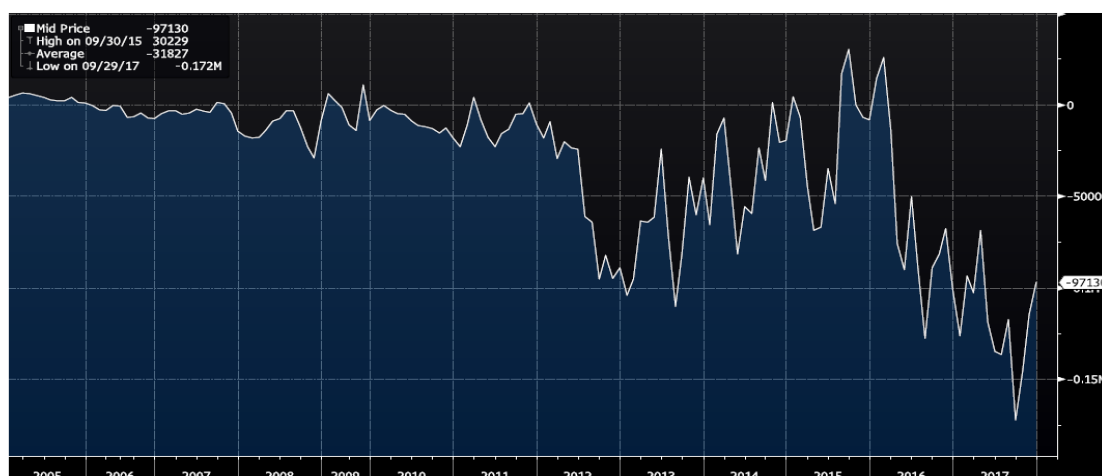


Source: Bloomberg

Ainsi, avec le VIX bougeant de moins en moins mais surtout continuant à faire de nouveaux plus bas historiques, les vendeurs de volatilité ont gagné de plus en plus d'argent, contribuant ainsi à attirer de plus en plus d'intervenants attirés par des bénéfices « rapides et surs ». Finalement, au 1er janvier 2018, la position nette VENDEUSE détenue par la catégorie “managed money” (essentiellement des fonds) sur le VIX future se montait à environ 100000 contrats.

CVXCTNCN Index (CFTC CBOE VIX Futures Non-Commercial Net Total/Combined)

Bloomberg



Source : Bloomberg

C'est-à-dire qu'elle était proche de son plus haut historique atteint en Octobre. Au moins certains des vendeurs de volatilité avaient pris quelques profits quand l'opportunité s'était présentée....

Les premières semaines de Janvier ont été marquées par ce que l'on ne peut qu'appeler des achats frénétiques sur les marches actions ET des ventes permanentes d'emprunts du Trésor US.

En conséquence, les principaux indices actions US n'ont pas eu besoin de beaucoup de temps pour atteindre ce qui constituait à l'époque de nouveaux plus haut historiques le 26 janvier, alors que dans le même temps les US Treasuries (Emprunts d'État américain) étaient vendus sans relâche ! Observons les 2 graphiques ci-dessous, tout d'abord le chart 60 mins du SPX (SP500) puis le 60 mins du 10 years T-note future (marché à terme sur Emprunts d'État américain à 10 ans)

SPX Index (S&P 500 Index)

Bloomberg



TY1 Comdy (Generic 1st 'TY' Future)



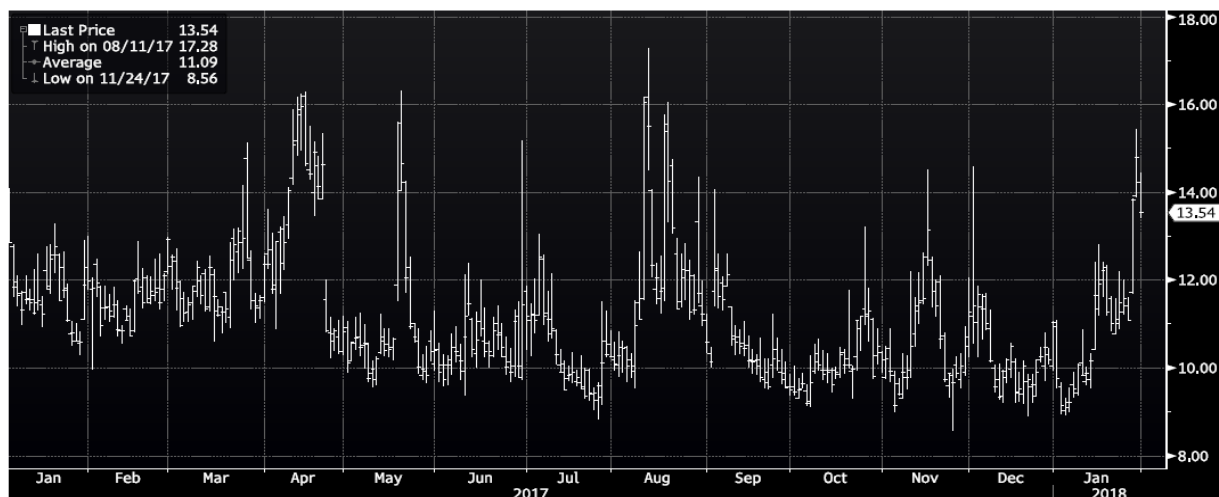
Source: Bloomberg

Mais on ignore toujours les marchés de taux à son propre péril....

II/ L'EXPLOSION DE LA VOLATILITE ACTIONS EN FEVRIER

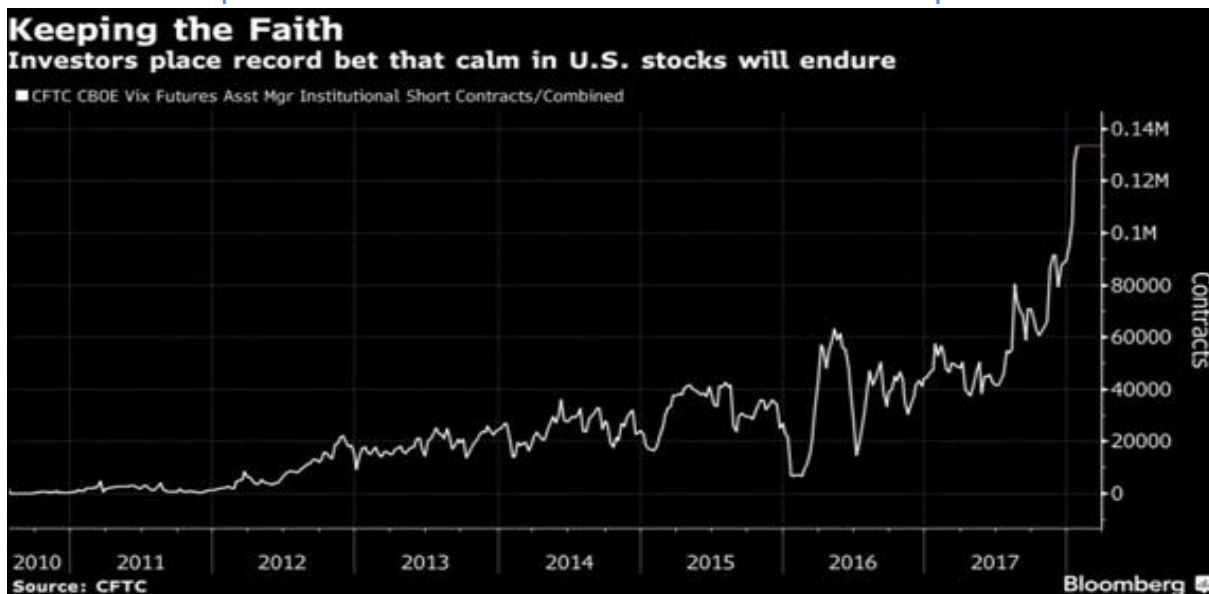
Le massacre des obligations américaines commença alors à être remarqué par les investisseurs actions. Certains s'en inquiétèrent et le VIX cessa de baisser et commença même à remonter sous l'effet combiné de rachats de positions vendeuses et d'achats de couvertures. Et le lundi 29 janvier au soir, le future S&P perdait encore 10 points, soit moins de 0.5%, pas de péril en la demeure ... MAIS, mais, voici l'indice VIX sautant de 11.08, son précédent cours de clôture, à 13.84, +2.76 points, c'est à dire une augmentation de 17.29%. Mouvement qui s'est prolongé le 30 jusqu'à 15.42, soit une hausse de 39.17% en 2 jours!

VIX Index (Chicago Board Options Exchange SPX Volatility Index)



Source/ Bloomberg

Evidemment avec le marché actions grimpant régulièrement en janvier, de plus en plus d'investisseurs avaient sauté dans le train déjà bondé des vendeurs de volatilité, faisant du « Short Vol trade » l'un des 2 trades les plus surpeuplés, comme le montre le graphe ci-dessous. Ce qui s'est passé les 29 et 30 janvier était dû à la prise de conscience de quelques participants du fait qu'une hausse constante des rendements obligataires pourrait forcer nombre d'investisseurs institutionnels qui avaient vendu la volatilité à déboucler leurs positions.



Source: The Daily Shot January 30th

Suite à la publication d'un autre chiffre économique US étonnamment plus fort qu'attendu, le rapport mensuel sur l'emploi (NFP) aux USA, le premier vendredi de février, la probabilité de nouvelles hausses de taux de la FED se renforça plus que jamais, et les ventes de Bonds s'accéléchèrent encore !

Cette fois, même les plus fervents supporters des marchés actions durent reconnaître qu'il y avait un problème

Le graphique suivant, chart 10 Minutes de l'indice SP500, prouve qu'en effet beaucoup d'intervenants avaient pris conscience du malaise des marchés obligataires!

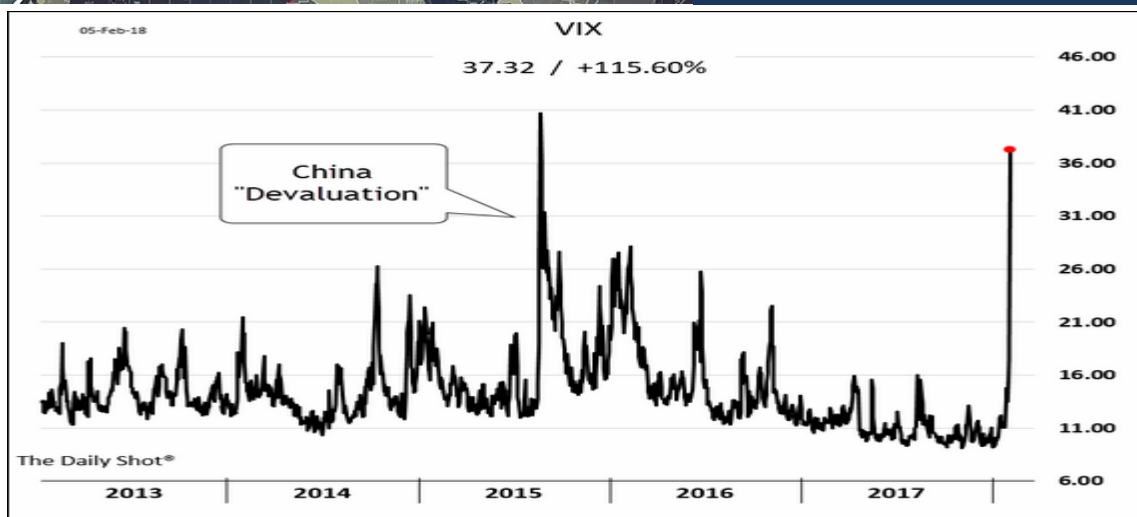
SPX Index (S&P 500 Index)

Bloomberg



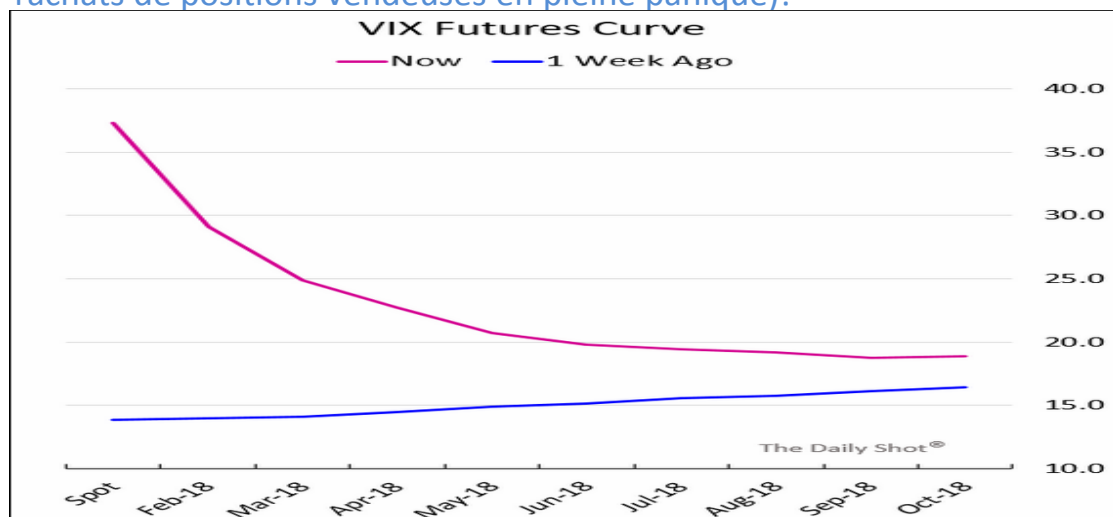
Source: Bloomberg

Dans le même temps les marchés de la volatilité se sont littéralement embrasés conduisant l'indice VIX à son plus haut niveau depuis la dévaluation du Yuan Chinois à l'été 2015. Pour la multitude d'intervenants ayant vendu la volatilité d'une manière où d'une autre, le lundi 5 février 2018 restera comme le jour où il a fallu solder tous les comptes.....



Source: The Daily Shot 6th of Feb 2018

Comme on peut le constater sur le graphique précédent, l'augmentation de la volatilité a été vraiment massive. Et ses effets se sont répercutés sur toutes les structures de volatilité, comme le montre par exemple le changement de forme de la courbe de volatilité, passant en quelques jours d'un « contango » (forme similaire à une courbe des taux normale) à une claire inversion, où les niveaux des premiers mois sont toujours plus hauts que ceux des maturités plus éloignées (comme une courbe des taux inversée). Une courbe de volatilité **inversée** constitue d'ailleurs un des critères de STRESS de marché les plus fiables. Tout ceci fournit un exemple presque parfait de ce que l'on appelle un short squeeze (Avalanche de rachats de positions vendeuses en pleine panique)!

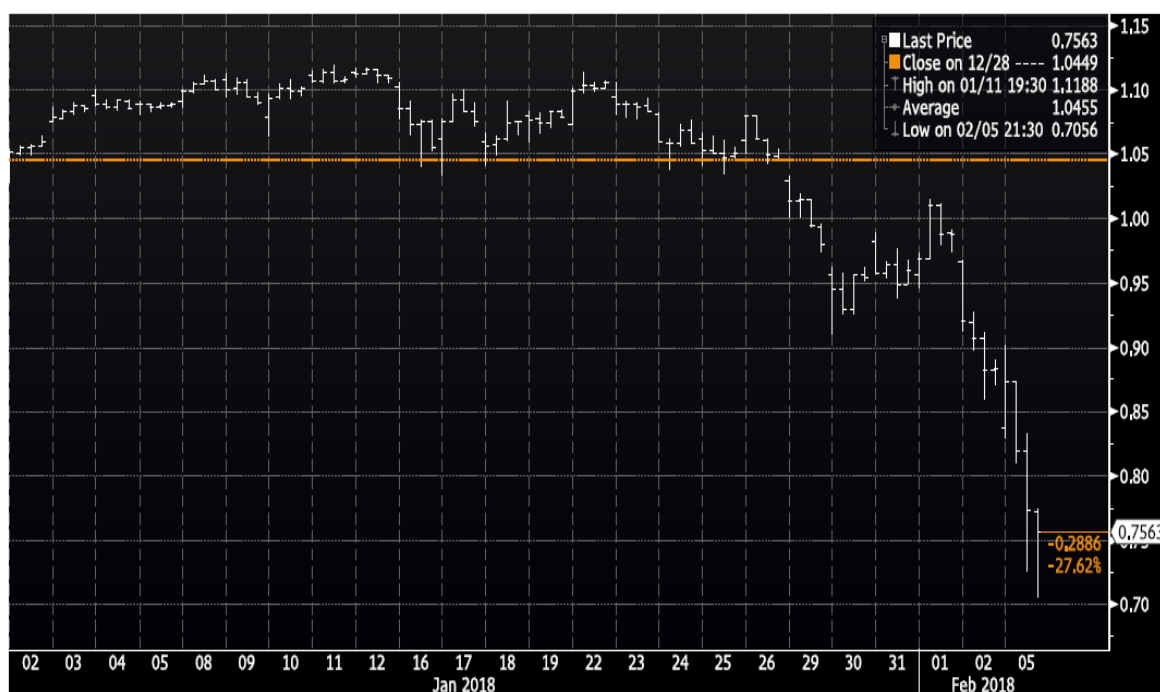


Source: The Daily Shot 6th of Feb 2018

Les divers ETFs indexés sur l'inverse du VIX, c'est à dire ceux permettant de parier sur une BAISSÉ de la volatilité, furent proprement massacrés durant la séance de bourse. Tout d'abord le plus populaire, le XIV ETN, qui pesait un peu plus de 1 milliards de USD à cette époque:

bloomberg

XIV US Equity (VelocityShares Daily Inverse VIX Short Term ETN)



Source: Bloomberg

Sur cette séance le XIV s'effondra de 90.15 to 70.56, soit une chute de 21.73%. Rien d'anormal jusque là....

Et voici le second plus populaire, le PROSHARES SVXY, pour des investisseurs plus "prudents" dans la mesure où celui-ci ne retourne que la MOITIE de l'opposé du VIX Future. Soit -0.5 fois la performance du VIX

SVXY US Equity (ProShares Short VIX Short-Term Futures ETF)

Bloomberg



Source: Bloomberg

Cette chute, de 428.76 à 280.6, correspond à un déclin de 34.55% dans la valeur de l'ETF SVXY dans la journée. Beaucoup plus que la performance théorique dans ce cas.

Mais c'est surtout ce qui s'est passé après la clôture du marché qui fait penser à la fin du monde. Un véritable Armageddon pour les vendeurs de Vol, comme le montre les graphiques post clôture de ces 2 principaux produits indexés sur l'inverse du VIX (XIV et SVXY).

Tout d'abord le XIV et son chart 5 minutes, où l'on peut se rendre compte de l'idée des dégâts: un incroyable effondrement de 94.70% en 24 heures. XIV était une note émise par le Crédit Suisse qui payait l'investisseur avec l'exact opposé de la performance du Future sur indice VIX. Aussi, quand le VIX DOUBLE en une journée, quand il s'envole de 100% ou plus, l'estimation du retour de XIV en pareil cas est assez facile à faire....

XIV US Equity (VelocityShares Daily Inverse VIX Short Term ETN)



Source: Bloomberg

La NAV de XIV est même passée sous 4% bien que l'ETN eût clôturé la séance à 75.63% quelques heures auparavant! Ce que les investisseurs avaient oublié ou pas réellement compris, c'est que cette note était conçue de telle façon qu'il y a aurait toujours un risque qu'ils finissent un jour avec **ZERO**, et ce même si le VIX recommençait à baisser après une forte hausse. Dans le jargon technique des produits dérivés, les investisseurs dans ce type de produits sont effectivement vendeurs d'un Put "knockout". Si le 7 février le future VIX Future était retombé de 50 à 10, soit 80% de baisse, les détenteurs de parts de XIV auraient bien sur regagné 80%, mais la NAV aurait terminée à ...7.2% ($4 \times (1 + 0.8) \%$).

Examinons maintenant le cas du moins ambitieux SVXY:

SVXY US Equity (ProShares Short VIX Short-Term Futures ETF)

Bloomberg



Source: Bloomberg

Là aussi un collapse de plus de 80% pour un instrument supposé retourner “seulement” une **moitié** de l’inverse de la performance du future VIX...

Ainsi donc, ces 2 produits furent rayés du monde des ETF en 24 heures et leurs investisseurs quasiment ruinés dans le même délai.

Bien évidemment le monde entier l’apprit très vite. Au point que ce qui constituait à l’origine une pure information financière devint rapidement un bon matériau pour les unes de la presse générale !

Voici par exemple, la façon dont CNBC traita la nouvelle tard dans la soirée.

Obscure security linked to stock volatility plummets 80% after hours, sparking worries of bigger market effect

 CNBC



Evrin Aydin | Anadolu Agency | Getty Images

An exchange-traded security which is supposed to be a bet on calm markets was collapsing after hours.

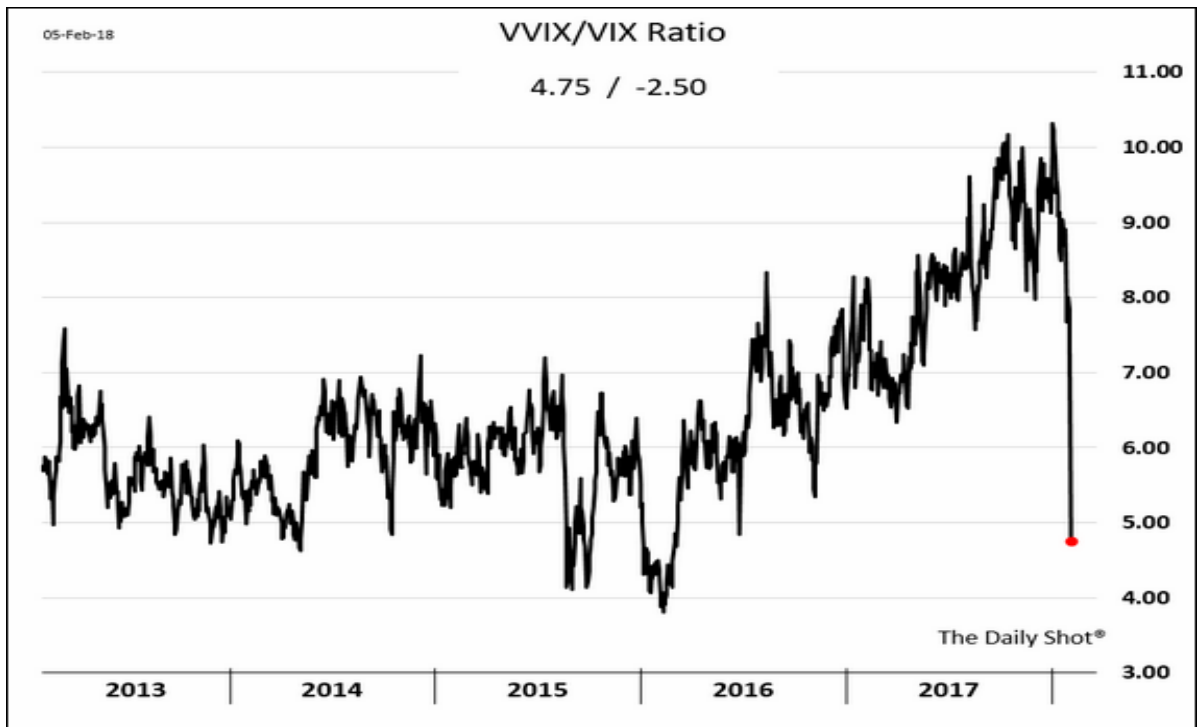
The **VelocityShares Daily Inverse VIX Short-Term exchange-traded note (XIV)** is down more than 80 percent in extended trading Monday. The security, issued by Credit Suisse, is supposed to give the opposite return of the **Cboe Volatility index (VIX)**, the market's widely followed turbulence gauge.

Source: CNBC

L'une des questions essentielles à ce moment était de savoir quelle serait l'impact sur les marchés actions au sens large?

La correction tant attendue des actions US étant déjà bien entamée, est ce que cet événement de type "Black Swan" pouvait se transformer en quelque chose de plus grave?

Il est très vite apparu que cela ne serait pas le cas, puisque, par exemple, l'un des indicateurs les plus fiables des mouvements de volatilité dans le futur, l'indice de la volatilité-de-la-volatilité (VVIX), s'apprécia beaucoup moins que le VIX, suggérant que les investisseurs étaient beaucoup moins enclin à acheter des calls sur le VIX à ces niveaux de volatilité. Voir ci-dessous le graphe du ratio VVIX/VIX.



Source: The Daily Shot February the 6th

Il est clair que de très nombreux investisseurs ayant des positions vendeuses de volatilité avaient été “stoppés” (obligés de clôturer leurs positions) où même parfois balayés en l’espace d’une semaine.

Les choses peuvent donc devenir très volatiles quand on joue sur la volatilité....

III/ LES SUITES DU VOL-MAGEDDON

Dans les jours qui ont suivi l’explosion du XIV, la note a été liquidée par le Crédit Suisse, selon son prospectus. Six ans et demi de gains réguliers ont été effacés en quelques jours, comme le montre l’édifiant graphe suivant:

XIV US Equity (VelocityShares Daily Inverse VIX Short Term ETN)



Source: Bloomberg

En ce qui concerne l'ETF SVXY, la compagnie PROSHARE Advisors a sorti le communiqué suivant le 6 février:

(BUS) ProShare Advisors Statement on ProShares Short VIX Short-Term Futures ETF

BFW 02/06 14:47 ProShares: Monday's SVXY Performance 'Consistent' with Objective
 BN 02/06 14:39 *PROSHARES: MONDAY'S SVXY PERFORMANCE CONSISTENT WITH OBJECTIVE
 BN 02/06 14:38 *PROSHARES SAYS PLANS TO CONTINUE TO MANAGE FUND AS USUAL
 BN 02/06 14:37 *PROSHARE: EXPECT THE FUND TO BE OPEN FOR TRADING TODAY
 BN 02/06 14:37 *PROSHARE ADVISORS STATEMENT PROSHARES SHORT VIX S-T FUTURES ETF
 ProShare Advisors Statement on ProShares Short VIX Short-Term Futures ETF
 2018-02-06 14:37:00.155 GMT

BETHESDA, Md. -- February 6, 2018

ProShares, a premier provider of ETFs, announced today the performance on Monday of the ProShares Short VIX Short-Term Futures ETF (SVXY) was consistent with its objective and reflected the changes in the level of its underlying index. We expect the fund to be open for trading today and we intend to continue to manage the fund as usual.

Le spectacle doit continuer dit on.... Et il s'est donc poursuivi (cf graphique ci-dessous) même si les AUM (encours gérés) de l'ETF SVXY eux ne représentent plus maintenant que 47 millions de USD.....

SVXY US Equity (ProShares Short VIX Short-Term Futures ETF)

BLOOMBERG



Source: Bloomberg

En ce qui concerne les marches actions US dans leur ensemble, ils ont fini par repartir à la hausse pour atteindre de nouveaux plus hauts historiques vers la fin de l'été, quand une nouvelle correction violente, due au durcissement de la guerre commerciale, les a pris par surprise

IV/CONCLUSION: CONSCIENCE DU RISQUE DE VOLATILITE

L'effondrement apocalyptique d'un des principaux ETF répliquant l'inverse des fluctuations du Future VIX en quelques jours comme nous venons de le voir, devrait fournir aux investisseurs les éléments à prendre en compte quand ils envisagent de traiter des instruments de volatilité.

-1/ Vendre la volatilité n'a jamais été, n'est jamais, et ne sera jamais un jeu sans risques !

-2/ Ce n'est pas parce qu'une opération a été profitable pendant longtemps, 2 ans dans le cas présent, de février 2016 à février 2018, qu'elle marchera toujours.

3/ Le TIMING de N'IMPORTE QUELLE transaction sur la volatilité est la chose la plus importante.

Et le timing pour déterminer quand on ne doit PAS initier une position est tout aussi crucial que celui qui est propice à la mise en place de la position.

-4/ Lié à 3/: Essayer de toujours regarder quelle est la position du marché. Si les positions vendeuses de volatilité sur un marché donné semblent être « overcrowded » (aussi fréquentées que le métro à 8 heure du matin en semaine), peut-être que les conditions ne sont pas idéales pour prendre cette position. Un « Short squeeze » (rachat massif des vendeurs pris à revers) peut arriver beaucoup plus rapidement qu'on ne le pense.

-5/ Quel que soit l'instrument choisi pour exprimer une vue baissière sur la volatilité, Future sur indice type VIX, Options listées, Options OTC, Var Swaps, Produits structurés ou ETFs, il est essentiel d'en comprendre parfaitement le fonctionnement, d'être conscient des effets que peuvent avoir sur le produit le pire des scénarios envisagés et enfin de savoir si possible quels évènements sont susceptibles de déclencher un tel scénario.

Seul le respect de ces règles de base permet non seulement d'éviter le triste sort des investisseurs dans le XIV, mais également de gagner quelques centimes pour booster son rendement !