

UN CONTEXTE DE VOLATILITÉ SINGULIER SUR LES MARCHÉS ?



Axel Botte
Directeur Stratégie de Marchés



Simon Aninat
Gérant Volatilité



Juan Sebastian Caicedo
Gérant Actions Minvol

LA VOLATILITÉ TAUX STRUCTURELLEMENT PLUS ÉLEVÉE

Le niveau élevé de la volatilité des taux nous interroge pour deux raisons essentielles.

En premier lieu, la volatilité s'est normalisée à mesure que la politique de taux a pris le pas sur les politiques quantitatives. Durant les années de crise, la communication avancée des Banques Centrales assurait un ancrage des taux à des niveaux faibles, voire négatifs, et reportait le risque de marché sur les maturités longues. L'ampleur inhabituelle des mouvements de taux directs (hausses de 50, voire 75 pb) et leur fréquence depuis 2022 ont rétabli la structure par terme historique de la volatilité. L'essentiel de l'incertitude sur les taux devrait porter sur un horizon relativement court (proche de 2 ans) puisque les taux longs tendent à moyenniser les variations cycliques. La normalité est donc une structure par terme inversée de la volatilité, qui prévaut de nouveau depuis le début de 2022.

Ensuite, la hiérarchie des volatilités des principaux marchés financiers semble à l'inverse des risques historiques. La volatilité élevée des taux contraste avec les volatilités faibles du crédit, des actions et des taux de change. Ainsi l'actif réputé sans risque (de défaut) est devenu une source majeure de risque de marché. Le paradoxe est que la variabilité accrue du facteur d'escompte des flux des actifs risqués n'a pas été compensée par une prime de risque supplémentaire sur le crédit ou les actions. Au contraire, la volatilité du crédit ou des actions a diminué. Toutefois, le statu quo monétaire depuis septembre 2023 commence à infléchir la volatilité.

VOLATILITÉ ACTIONS : LA CORRÉLATION MÈNE LA DANSE

Pour expliquer cet écart important entre la volatilité des taux toujours élevée et la volatilité des actions revenue sur ses plus bas pré-Covid, nous devons creuser sous la surface des indices actions. Pour évaluer la volatilité des actions, les investisseurs font souvent référence à l'indice VIX, basé sur la volatilité des options 1 mois du S&P 500. Par construction, cet indice est composé de 500 Actions, donc pour que le S&P 500 soit volatil, il faut que les différentes actions soient volatiles, mais aussi que ces actions soient corrélées, qu'elles bougent à l'unisson. Ces deux dernières années, les principales thématiques de marché ont divisé l'indice entre des gagnants et des perdants. Des taux plus élevés sont bons pour les entreprises riches en liquidités, mauvais pour les entreprises endettées. L'intelligence artificielle a aussi ses gagnants et ses perdants. Il en va de même pour les médicaments anti-obésité. Dès qu'une nouvelle est publiée sur une thématique, les gagnants surperforment, les perdants sous-performent et, dans l'ensemble, le S&P 500 ne bouge pas beaucoup, car la dispersion entre les actions atténue le mouvement de l'indice. Pour mesurer la dispersion, on regarde la corrélation implicite dérivée de la volatilité implicite de l'indice et de ses constituants. Cette corrélation implicite entre les actions s'est effondrée sur les deux dernières années pour atteindre les plus bas niveaux depuis 2005. Plus que jamais, la volatilité doit être gérée activement pour éviter de se retrouver à contre-courant lorsque la corrélation augmentera à nouveau et contribuera à pousser la volatilité des indices à la hausse.

BAISSE DE LA VOLATILITÉ ACTIONS : POURQUOI CHERCHER DE LA DIVERSIFICATION

La dynamique de 2023 de forte surperformance des segments Cycliques et Croissance tranche avec celle de 2022 où la Value et les thèmes inflationnistes avaient largement surperformé. Une analyse quantitative des performances des marchés actions confirme l'opposition entre les thématiques inflation et croissance depuis 2021, reflétant les incertitudes post-COVID. On constate spécifiquement que la polarisation entre la Value et la Croissance a été le facteur dominant depuis 2021.

Cette dynamique exerce une influence sur la baisse de la volatilité actions à travers la baisse des corrélations mais, dans un deuxième temps, risque aussi de conduire à une simplification excessive de la diversification offerte par cette opposition. Une lecture multi-dimensionnelle de l'analyse permet de mettre en lumière deux aspects essentiels : tout d'abord, la stabilité de la décorrélation Value/Croissance est fragile ; ensuite, les segments plus défensifs et le facteur de Faible Volatilité sont les seuls à jouer un rôle diversifiant par rapport à cet axe qui a jusqu'à maintenant été déterminant.

Il est crucial de reconnaître que l'absence de volatilité n'est pas synonyme d'absence de risque ; leur relation n'est pas monotone. Dans le contexte actuel, il est opportun de revisiter la diversification, en allant au-delà de sa plus simple expression binaire, et d'identifier des segments de marché réellement différenciants. C'est le cas des secteurs et des titres moins volatils, d'autant qu'il s'agit de segments dont la valorisation n'a pas été aussi attractive par rapport aux segments plus risqués depuis plus de 20 ans.

MENTIONS LÉGALES

Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018. Société anonyme au capital de 50 938 997 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com

Ce document est destiné à des clients professionnels et non 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 l'autorisation préalable et écrite de Ostrum 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 Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management. Ostrum 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 cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix, un label ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier. 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. Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

Natixis Investment Managers

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 Bruxelles, Belgique

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.

Natixis Investment Managers International

Société anonyme au capital de 51 371 060,28 euros - RCS Paris: 329 450 738 - Agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), sous le numéro GP 90-009 - 43 avenue Pierre Mendès France 75013 Paris - www.im.natixis.com