



*Master Class Coninco*

**HDF**  
La Haute Définition Financière

▼ ▼ ▼  
**La volatilité des marchés -  
Quel avenir pour l'Investisseur ?**

Présentation par Mr. Pierre Lenders, Directeur Général  
et Co-Directeur de la Gestion d'HDF Finance

# Présentation de Mr. Pierre Lenders



## Mr. Pierre Lenders

**Depuis janvier 2011 HDF, Directeur Général et Co-Directeur de la Gestion**

**2008 - 2010** La Fayette Investment Management , Directeur de la Gestion des Risques puis Co-Directeur de la Gestion (2009)

**2006 - 2007** Oddo and Cie, Responsable de la sélection de fonds de gestion alternative et incubation sur fonds propres

**1999 - 2005** Murex North America, Directeur Général, en charge du développement de la franchise auprès de sociétés de gestion traditionnelles et alternatives

**1991 - 1998** JP Morgan :

1997 - 1998 - Responsable de la première titrisation de dette « Club de Paris »

1996 - 1997 - Responsable des équipes de marchés de capitaux à Paris

1994 - 1995 - Responsable des équipes de négoce sur obligations et dérivés de taux, pour l'Europe, à Londres

1994 - Nommé Managing Director, rejoint l'équipe ALM

1993 - 1994 - Responsable de l'équipe marché de capitaux à Madrid

1991 - 1993 - Responsable de l'équipe SVT à Paris

**1989 - 1991** Bankers Trust, teneur de marché sur options sur actions puis structureur de dérivés actions

**1986 - 1989** JP Morgan - En charge de la cellule d'arbitrage sur produits de taux d'intérêts

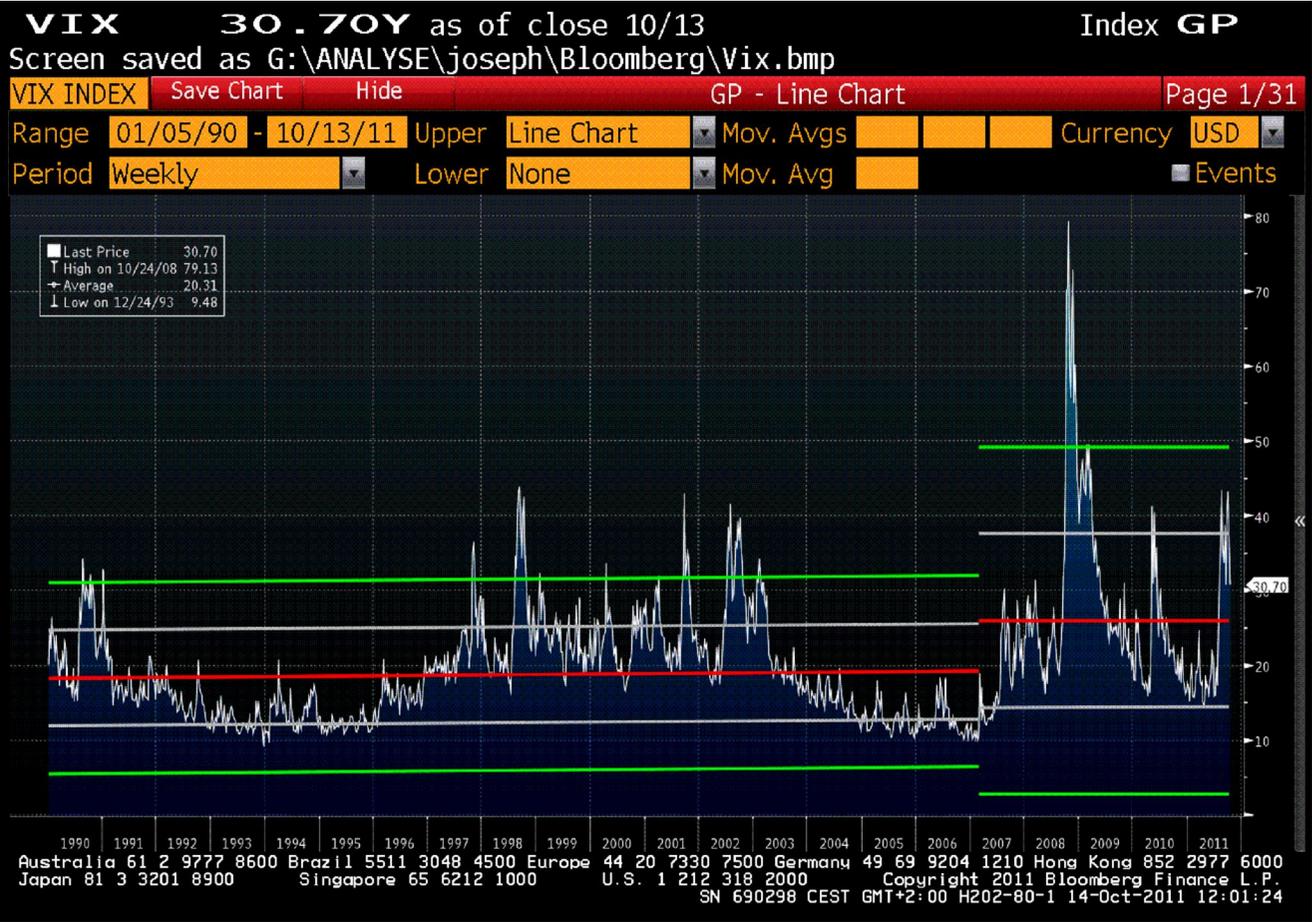
## Formation

Ecole Polytechnique (X 1981), diplôme en Economie et Statistiques de l'É.N.S.A.E, Paris.

# Changement de régime ?

Depuis Q1 2007, début du deleveraging

- une volatilité plus forte
- une volatilité plus volatile



No risk = No return ?



# Volatilité et prime de risque : la théorie ?

Í Le salaire de la peur "

=> **Le rendement est supposé augmenter avec le risque**

**La prime de risque est fonction :**

des dividendes estimés,

du taux de croissance estimé de ces dividendes

du taux sans risque

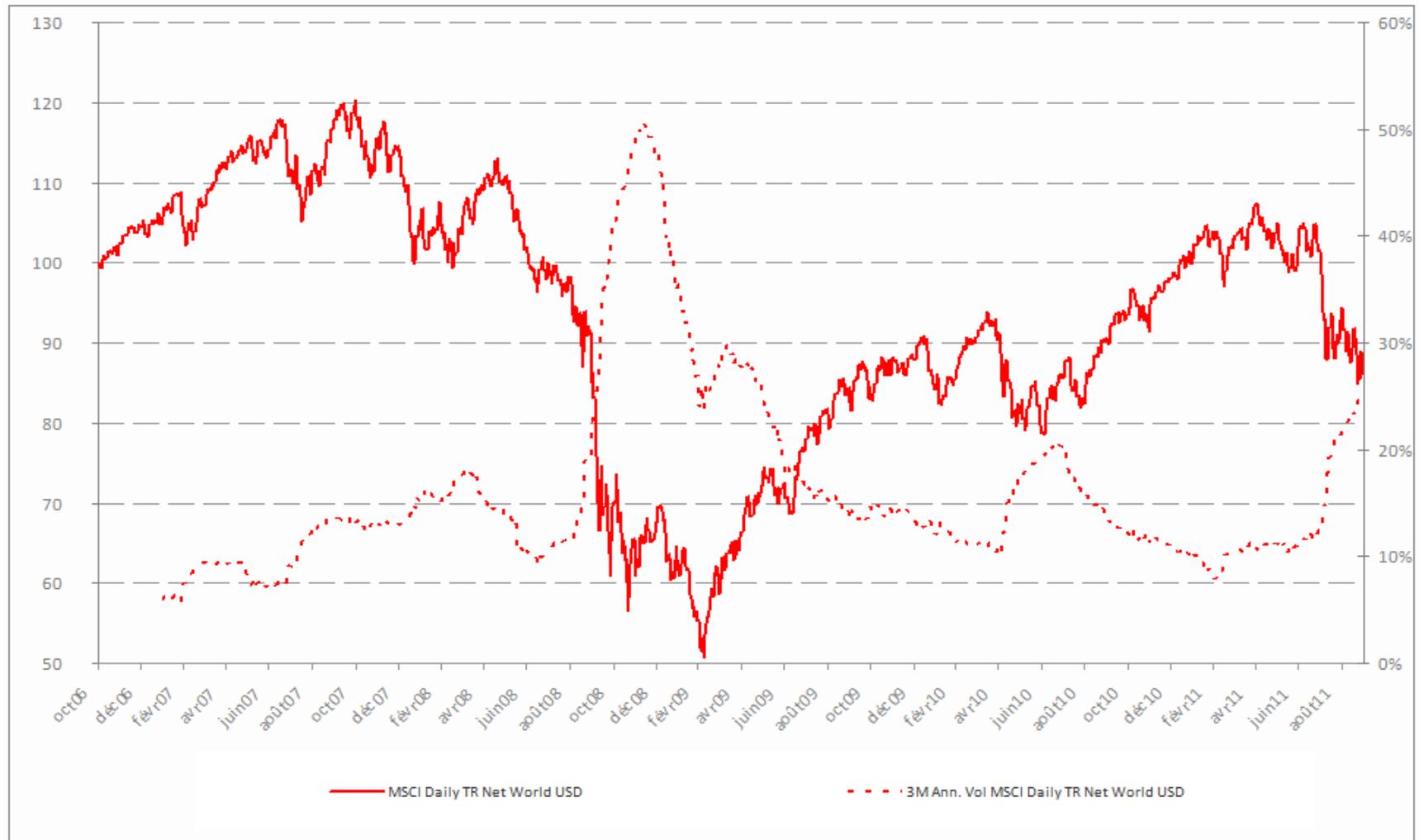
des modes de valorisation respectifs entre actifs risqués et non risqués

$$\text{ERP} = [D/P + g - \text{RFR}] + [S - B]$$

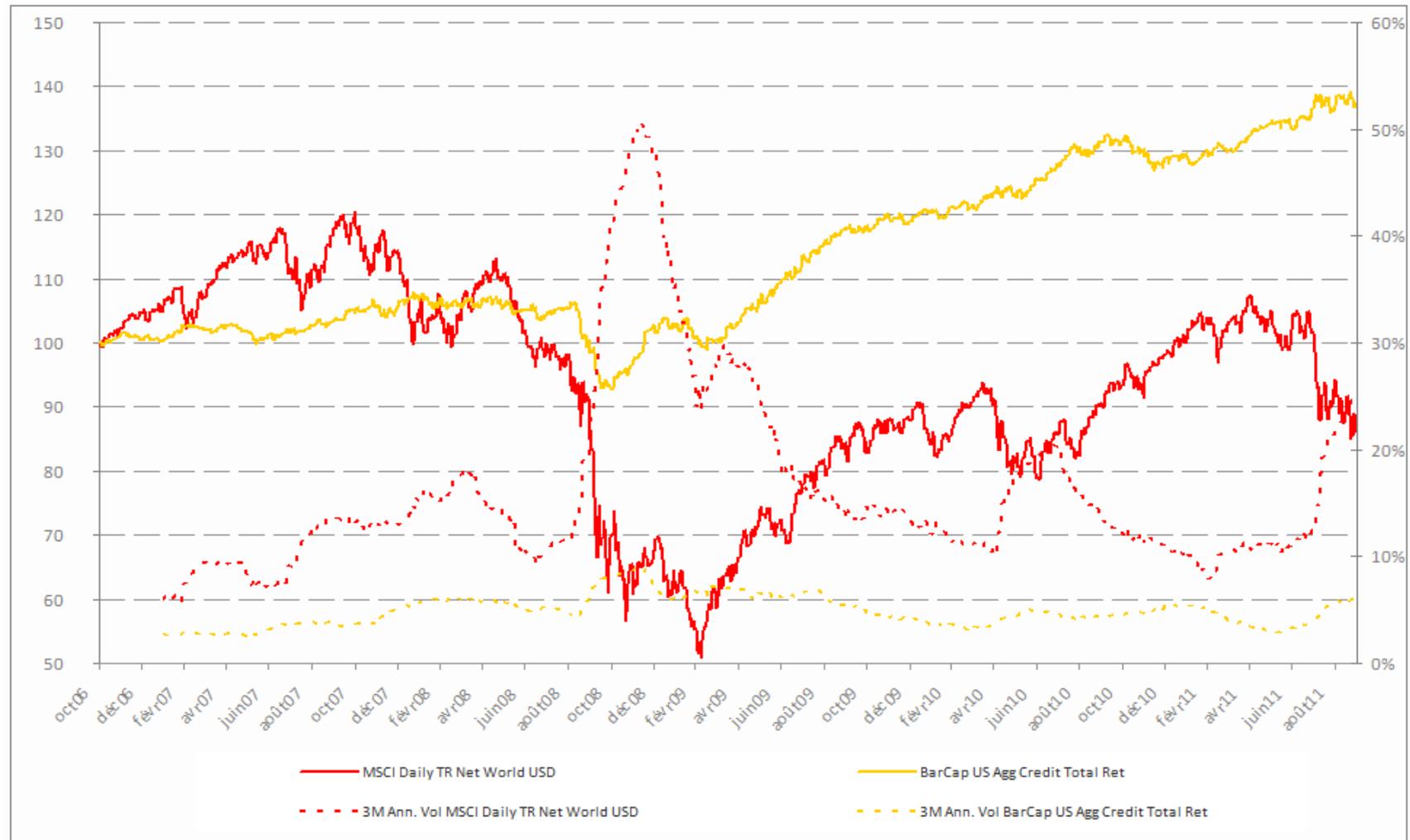
# Autres modélisations de prime de risque

Méthode	Exemples	Résultats
<b>Sondage</b>	Demande aux économistes (Federal Reserve Bank de Philadelphie) ou aux Directeurs Financiers (Graham et Harvey, Financial Executives International)	4 à 7%
<b>Extrapolation</b> à partir du passé	Soustraction des rendements des obligations sans risque de rendements boursiers réels historiques (Jeremy Siegel ou Ib Botson)	3,5% (sur 200 ans) à 5%+ (plus récemment)
Construction d'un <b>modèle « demand-side »</b>	Essayer de comprendre quel rendement supplémentaire les investisseurs boursiers devrait attendre / demander en compensation de leur risque	0,5 à 2%
Construction d'un <b>modèle « supply-side »</b>	Robert Arnott et Peter Bernstein	0 à 2-3%

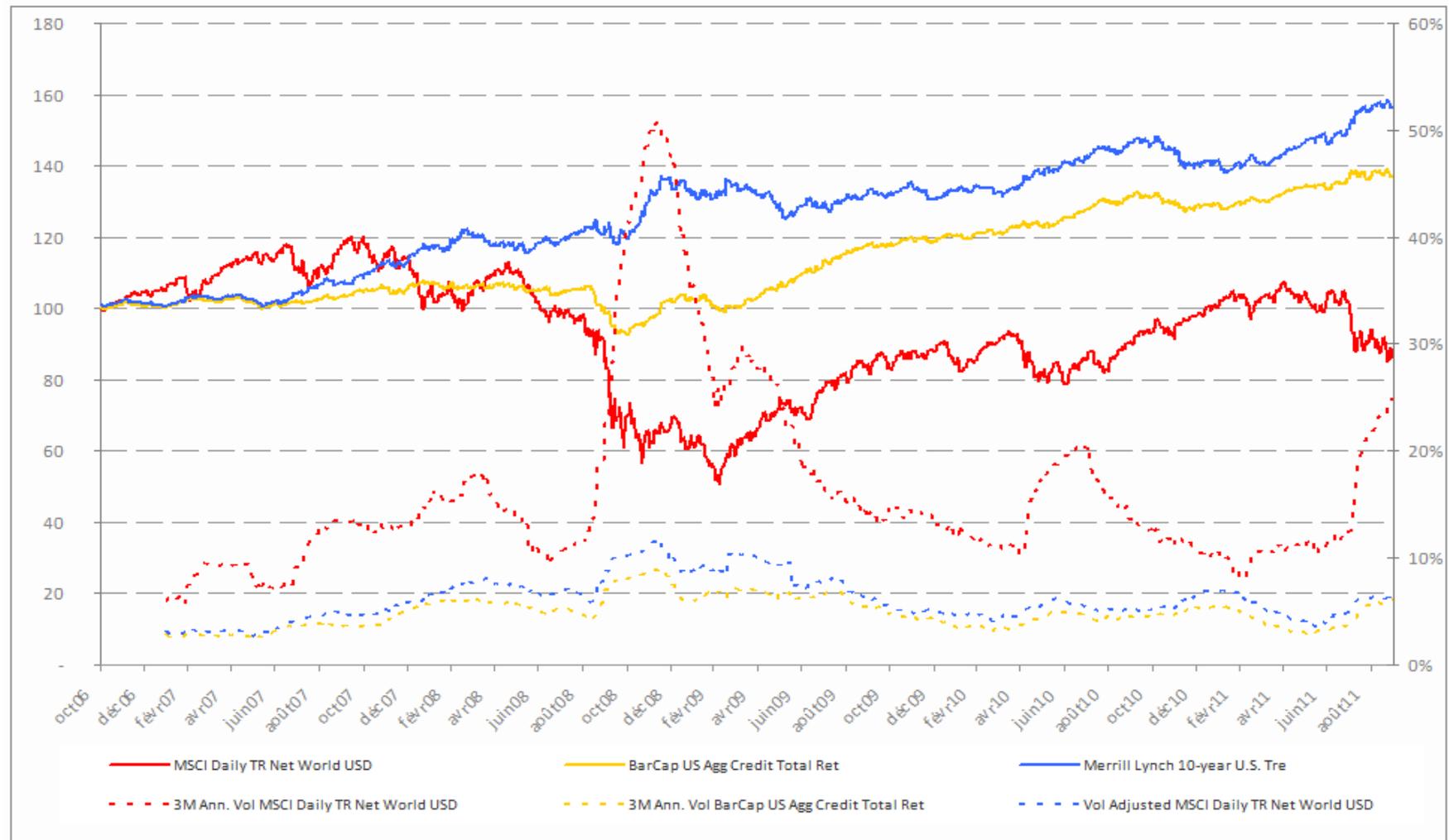
# Validation empirique : est-on bien payé ?



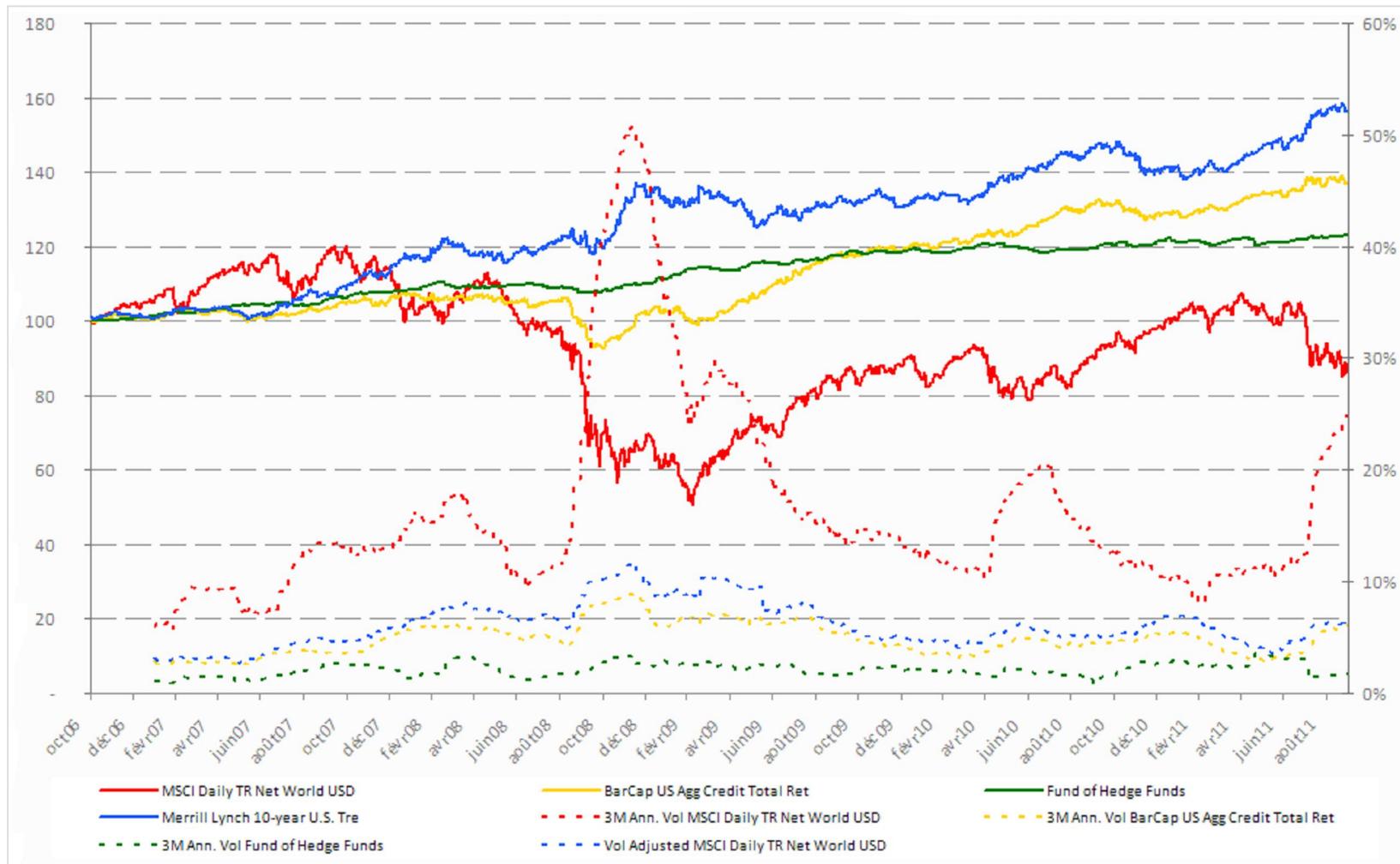
# Validation empirique : est-on bien payé ?



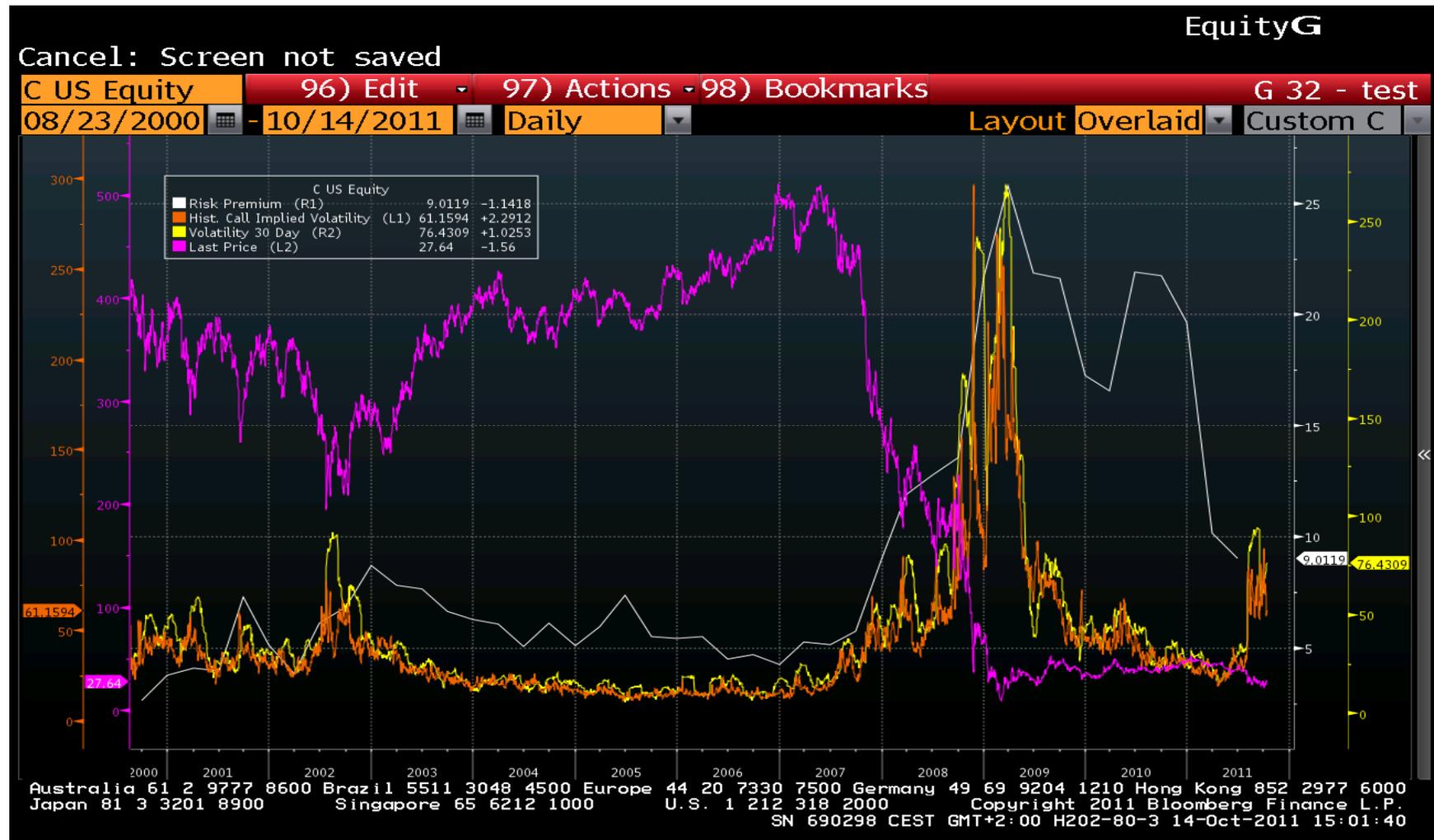
# Validation empirique : est-on bien payé ?



# Validation empirique : est-on bien payé ?



# Validation empirique : est-on bien payé ?



# La volatilité et le trend : idées reçues

## La conception classique :

La volatilité est un bruit qu'il faut tâcher de négliger

Le rôle de l'investisseur est :

de **comprendre les évolutions fondamentales** (au niveau micro et/ou au niveau macro)

de **traduire ses certitudes en idées d'investissement**

de **jouer les tendances** jusqu'à ce que les prix soient en ligne avec sa perception de la réalité

## Règle du jeu :

On peut acheter pour  $T$  un ticket de loterie donnant les gains possibles suivants :

On joue à pile ou face, tant que PILE sort on continue à jouer, dès que FACE sort, on reçoit  $2^n$ ,  $n$  étant le nombre de tirages nécessaire avant de tomber sur FACE pour la première fois

## Questions

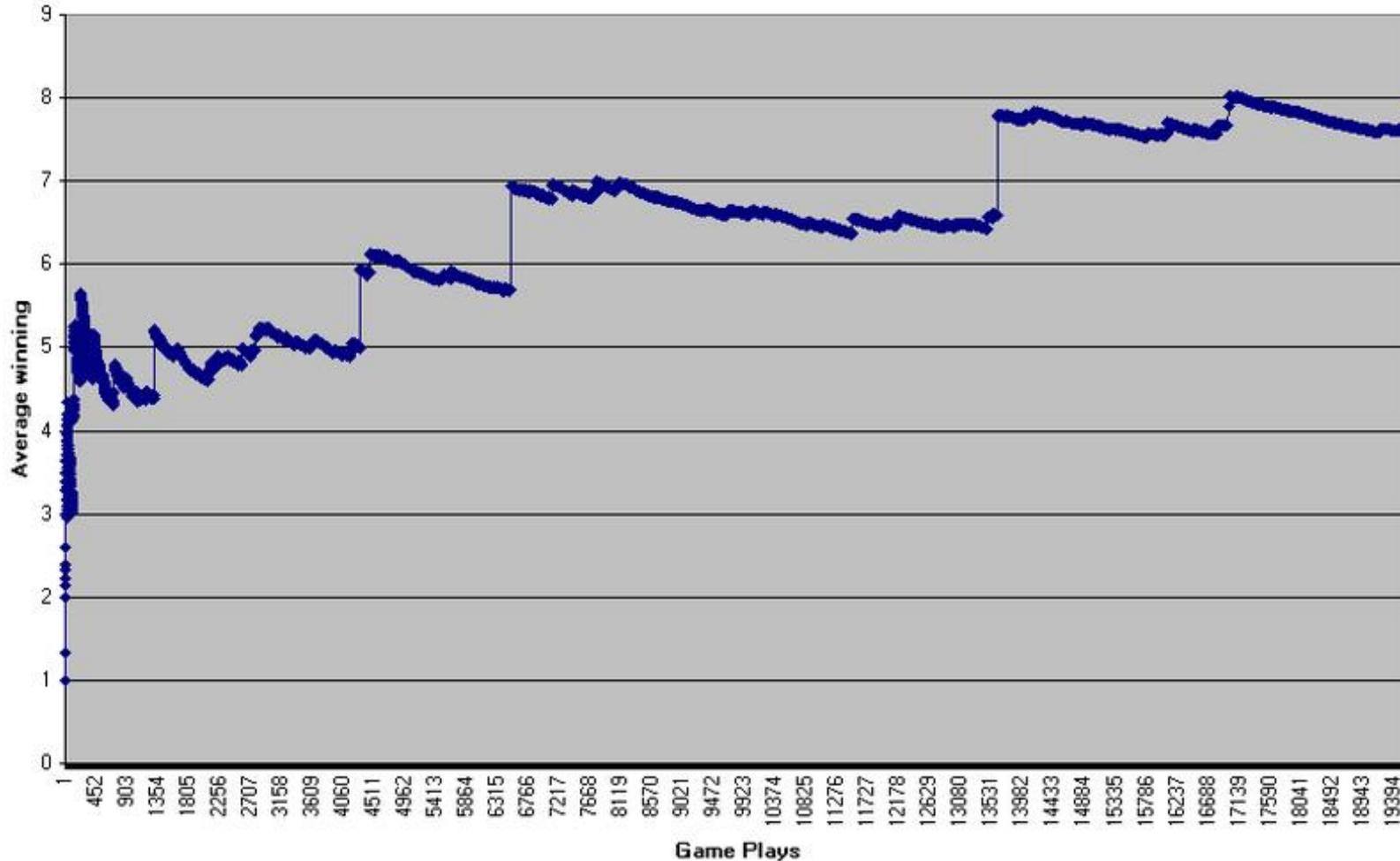
**Combien seriez vous prêt(e) à payer pour un ticket ?**

**A combien seriez-vous prêt(e) à vendre un ticket ?**

**Le prix pour 100 tickets est-il 100 fois le prix d'un ticket ?**

# Et le temps dans tout cela ?

Paradoxe de Saint-Petersbourg - simulation



## « Long term we are all dead »

On voit que le prix du ticket depend du nombre de tickets que l'on pourra jouer !!!



C'est pour cela que la volatilité, sur le trajet, compte tant, et qu'il n'est pas certain qu'il soit rationnel d'« attendre indéfiniment » la tendance

## Dans un monde très arbitré, à information (presque) parfaite

Empiriquement, on voit bien que les trends existent.

Or, la tendance devrait être le cas particulier, anormal.

En effet, plus les marchés sont efficients, plus les prix reflètent toute l'information disponible.

La preuve ? - **Les meilleurs économistes ne sont pas riches !**



Comme le newsflow n'a aucune raison de n'être pas chaotique, la marche des prix devrait l'être aussi.

**Il faut donc un autre modèle, moins classique, qui explique des trends qui ne devraient pas exister mais qui existent néanmoins.**

## Emergence du concept de réflexivité

"Spurred by the financial crisis and recent developments in the economics field, a far more realistic view of the economy is emerging that takes into account imperfections in individuals, institutions, and information, as well as the existence of complex global networks of interaction, and the dynamism of innovation."

*Source : excerpt from the Institute of New Economic Thinking website*

"Markets have a very sure way of predicting the future: they cause it"

*Source : George Soros - Spiegel 15 august 2011*

**Dans ce monde très arbitré, où les trends ne devraient pas être mais sont pourtant, sur tout horizon de temps, omniprésents, les notions de tendance et de volatilité s'opposent en concept mais sont les deux côtés d'une même pièce :**

La volatilité c'est la mesure du chaos, du nombre de fois où un trend ↑ est suivi d'un trend ↓ .

La volatilité reflète le chaos du newsflow, mais est surtout amplifié ou diminué selon le rapport de force, au sein du capital alloué, entre trend followers et mean reverters, conscients de l'existence de trends, soucieux ou pas d'en profiter, et ayant des horizons d'investissement différents.

**Dans ce monde très volatile, à la volatilité plus volatile**

**Trend is not always your friend**

**Volatility can be your friend**

*Voyons ensemble comment*

## Dans ce monde très volatile, à la volatilité plus volatile, le rôle de l'investisseur est :

Moins de valoriser (il faudrait être sûr d'avoir raison et aussi tout le temps devant soi) que d'anticiper ces possibles changements dans les modes de valorisation qui sont générateurs de tendance, et de ne se mettre dans une tendance qu'à condition d'avoir pu identifier des catalystes probants d'auto-renforcement de cette tendance (souvent le feedback loop avec l'économie réelle).

De profiter plutôt de la volatilité dans le cas contraire, en étant « contrarian ».

Surtout, de rester vraiment diversifié et d'éviter les pertes extrêmes.

De s'entourer des bons experts pour cela, car on ne peut pas tout suivre.

# Là où il faut de l'expertise

## Pour jouer une tendance :

Il faut pouvoir mesurer à quel point une idée est « fraîche » versus « crowded ».

Il faut détecter les nouveaux paradigmes => Investissement RESPONSABLE?

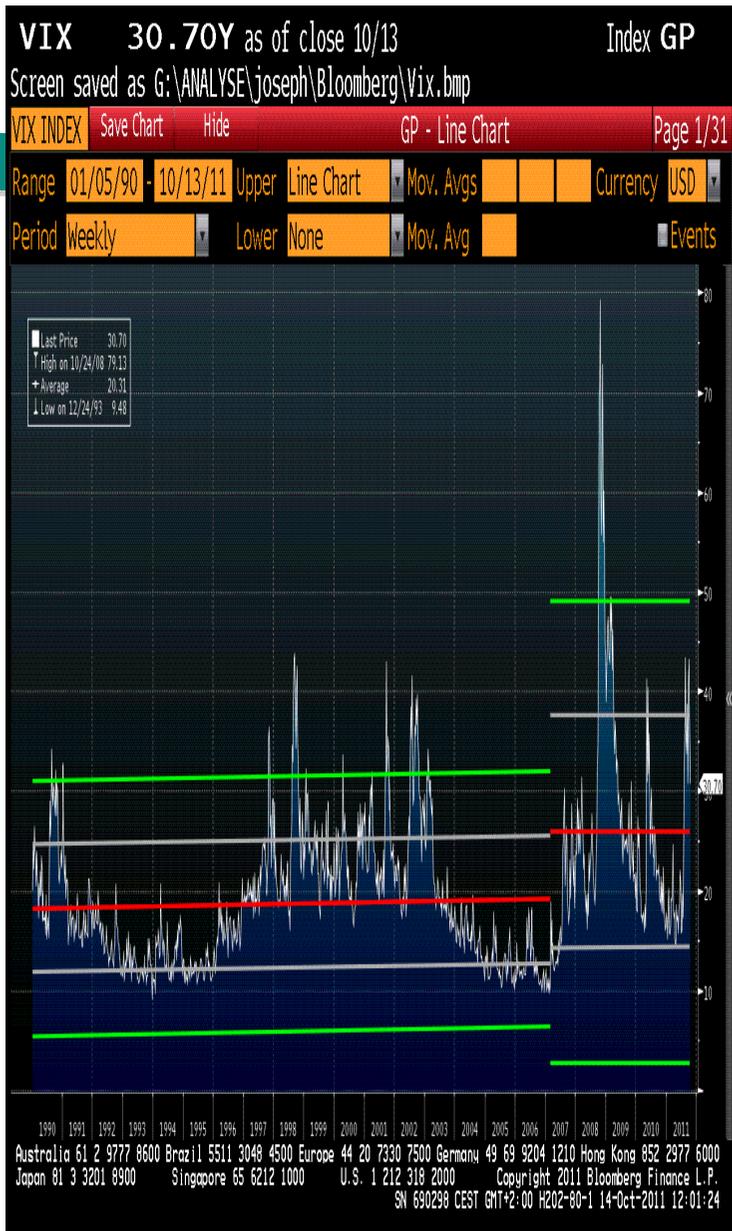
## Pour jouer la volatilité :

Il faut pouvoir anticiper les amplitudes à venir, pour ne pas intervenir « trop tôt ».

Il faut donc savoir qui exercera une force de retour à la moyenne, à partir de quel critère (gouvernements ?), et qui jouera au contraire dans l'aggravation des tendances centrifuges, quand, comment et pourquoi (investisseurs en perte « réelle » ou « d'opportunité » qui accentuent indûment les effets de trends).

## Pour rester vraiment diversifié:

Faire un mix variable entre les deux approches ci-dessus, et ne pas se fier aux matrices de corrélation passées. Il faut une approche « forward looking ».



## « Vol is your Pal »

La volatilité va rester élevée

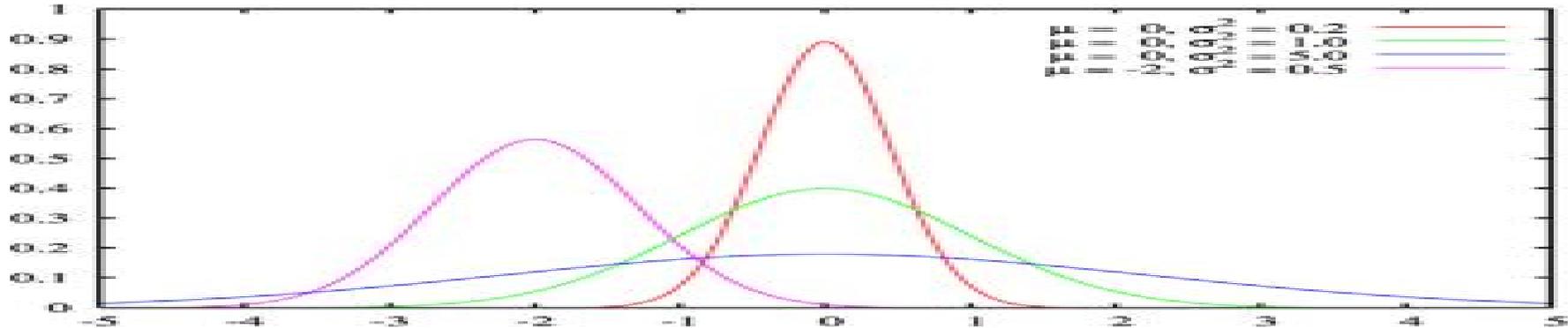
Les mean reverts sont là mais sont loins

Les routes devant nous sont très fortement divergentes (deflation vs inflation)

[Le monde avant 2008](#) (p.23)

[Le monde après 2008](#) (p.24)

# Un monde gaussien

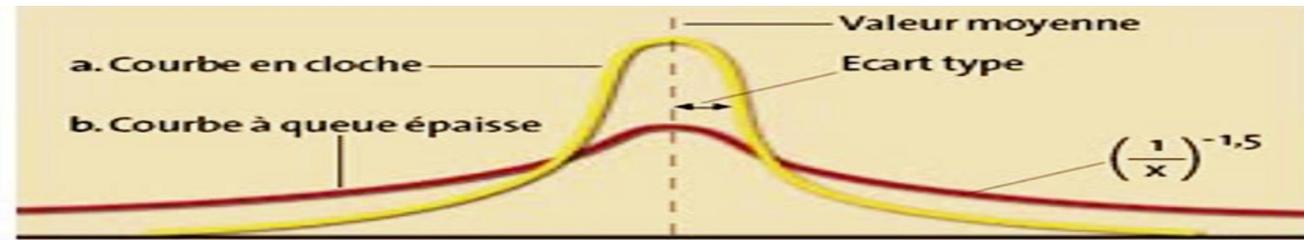


“ Au fil du temps, la confiance des participants dans la « normalité » écrase la volatilité (ex de la VaR et des ratings AAA).

“ On pense être « fondamental » alors qu'on n'est que trend follower. Le risque observé dans le passé est un très mauvais prédicteur du risque futur « par construction ».

“ Des déséquilibres malsains se construisent, et s'accumulent, mais finissent par exploser.

# Le monde selon Mandelbrot



- “ « Technical » vs « fondamental »?
- “ Les prix des actifs sont moins dictés par des « fondamentaux » que par les comportements des participants  
Exemple: crédit structuré 2008 vs 2011.
- “ Les extrêmes perçus plus probables.
- “ Rôle des « High Frequency » funds?
- “ Rôle des politiques?



## « Vol is your Pal »

### CONCLUSION

La volatilité va rester élevée, car les extrêmes sont perçus comme probables et car les mean reverters sont là mais sont loins.

=> SCENARIO DE MUDDLE THROUGH

les horizons sur lesquels bon nombre de money managers sont jugés sont plus courts alors une main qui a le temps pour elle et qui sait identifier le « durable » est plus solide

=> **la volatilité peut être une alliée**

# Un gérant alternatif peut-il être responsable?

Viser un impact positif

## Profil type d'un gérant de « hedge fund »

A première vue, c'est essentiellement un gérant classique qui utilise davantage d'outils (le short). Mais il peut du coup viser un objectif beaucoup plus difficile et ambitieux: produire du rendement qui s'appuie sur la volatilité et la dispersion mais SANS embarquer tout le risque de marche typiquement attaché aux formats « long only » (L/O)

L'appréciation de sa performance se fait plus difficilement que pour des produits indiciels. Il faut la ramener aux risques pris pour comprendre la part d'« alpha pur » explicable uniquement par le talent à intervenir au bon moment sur les bonnes valeurs dans le bon sens. Ce talent est disponible à un tarif unique mais souvent en quantité limitée.

### Les critères différenciant

- Univers d'expertise et instruments utilisés.
- Profil rendement risque (perte max) annoncé
- Rôle du market-timing, du top down, du bottom up
- Variabilité du net et du gross (utilisation de levier)
- Concentration des positions
- Horizon de placement
- Formats juridiques disponibles (UCITS, off-Shore, compte géré sur plateforme, compte géré privé)
- Commissions de gestion et de performance
- Termes de liquidité

### Quid de l'ESG?

Les exigences des autorités de régulation et des investisseurs post 2008, et post Madoff, se sont renforcées, ce qui va dans le sens d'une meilleure gouvernance et d'une transparence accrue.

Si certains sont surtout soucieux et fiers de leur track record, la plupart des gérants recherchent avant toute chose le profit maximum,

Certains pratiquent déjà l'engagement (activisme)

**Un nombre croissant d'entre eux voient certains critères E S G comme de plus en plus pertinents compte tenu de l'environnement général**

# ESG - Cartographie des approches possibles

## ESG délégué:

Chaque gérant sous-jacent contribue une brique ESG de son propre cru

## ESG centralisé:

La caractéristique ESG du portefeuille global est obtenue par overlay et choix d'allocations parmi des gérants qui n'ont pas besoin de l'être eux-mêmes

