



MARKET INSIGHT

JANVIER - FÉVRIER 2016

WEALTH MANAGEMENT

CORPORATE & FAMILY GOVERNANCE

CORPORATE ADVISORY & STRUCTURING

ASSET SERVICES

ASSET MANAGEMENT

Analyse Marché

ÉCLAIRAGE - JANVIER - FÉVRIER 2016



Couverture contre la volatilité générée par la politique monétaire

Les investisseurs garderont de 2015 le souvenir d'une année médiocre et éprouvante. Les événements marquants furent la Saga grecque, la débâcle des matières premières, la dévaluation du yuan et le premier relèvement des taux d'intérêts aux Etats-Unis depuis dix ans. A la surprise générale, le ralentissement économique chinois a eu le plus fort impact sur les marchés mondiaux, avec un retour en force des craintes de dévaluations compétitives. Pourtant, les observateurs s'accordaient à dire que l'essoufflement des économies émergentes ne parviendrait pas à miner la reprise de leurs homologues développée. L'interconnexion économique et financière mondiale n'a jamais été aussi forte. Le transfert du pouvoir économique des puissances traditionnelles aux pays en développement n'est plus à démontrer et les projections pour les années à venir confirment cette tendance.

Le marché boursier américain, qui a grimpé en flèche ces dernières années, a montré des signes de nervosité. Le 24 août, il a connu un flash crash, à l'instar de l'indice Dow Jones Industrial lâchant plus de 1,100 points dans les premières minutes de cotation. En termes de volatilité, l'indice VIX (aussi connu sous le nom d'«indice de la peur», mesurant les anticipations

cédant rapidement à la panique (voir graphique). Si les fondamentaux économiques continuent à se dégrader, ces ajustements se poursuivront certainement. De plus, la capacité des banques centrales à agir de manière contre-cyclique s'est amenuisée et la Fed s'est lancée dans un cycle de resserrement monétaire. Les valorisations boursières semblent excessives dans certaines régions du monde et les difficultés des marchés émergents sont loin d'être résolues. En bref, la volatilité n'est pas près de disparaître! Les événements extrêmes - récurrents par nature, mais de type, d'ampleur et de durée variables - menacent en permanence les marchés. Après sept années de progression du S&P 500 (y compris 2011 et 2015 si l'on inclut les dividendes), la probabilité d'une correction à moyen terme s'est nettement renforcée, d'où l'importance, plus que jamais, de se couvrir contre les risques extrêmes. De manière générale, les vues fondamentales et tactiques sont les éléments phares d'un programme de couverture, tandis que le moment de la mise en place et la taille en restent les principaux défis. Le risque d'une approche discrétionnaire réside dans le fait d'être en dehors du marché lorsque l'événement extrême survient. Et bâtir un programme de couverture

HASAN ASLAN, PORTFOLIO MANAGER - ALTERNATIVE INVESTMENTS, REYL & CIE SA

du marché en matière de volatilité à partir des prix des options sur le S&P 500), a enregistré une envolée record de +113% en août. Les contrats dérivés d'échéance courte sur le VIX ont flambé lors du flash crash, leur valeur plus que décuplant à l'ouverture.

Les investisseurs ont été frappés de plein fouet par la déconvenue des premières séances boursières de l'année 2016. Le marché actions chinois a dévissé de plus de 7% après la publication d'un rapport négatif sur le secteur manufacturier, avec à la clé une interruption de la cotation. La correction s'est propagée au reste du monde, rappelant aux investisseurs pour la deuxième fois en moins de six mois que des milliards de capitalisations boursières peuvent fondre en l'espace de quelques jours et, surtout, qu'une gestion efficace du risque et la mise en place de programmes de couverture sont indispensables dans un contexte de portefeuille.

Cette situation donne-t-elle le ton pour le reste de l'année? L'observation que nous sommes tentés de faire est la suivante: les investisseurs internationaux expriment d'avantage de sensibilité aux ajustements de la politique monétaire chinoise en



en pleine tempête peut s'avérer aussi coûteux qu'inefficace. Les investisseurs n'ayant pas de convictions fortes devraient opter pour une approche systématique, avec un budget prédéfini déployé tout au long de l'année.

Intégrer une composante «couverture» à l'allocation d'actifs peut permettre d'améliorer les rendements ajustés au risque de manière significative. L'utilisation d'instruments de couverture basés sur la volatilité est un moyen efficace de tirer parti d'événements extrêmes. La forte corrélation négative qui existe entre le marché

actions et la volatilité en fait un outil pertinent pour la diversification de portefeuille. Et depuis que le CBOE a lancé les contrats à terme sur le VIX en 2004 et les options deux ans plus tard, la volatilité est devenue une classe d'actifs négociable en bourse. Grâce à leur liquidité accrue, les instruments dérivés sur le VIX sont accessibles aux investisseurs, qui les plébiscitent désormais. Ils offrent des rendements asymétriques et ont tendance à surperformer en cas de mouvement de vente massif. Si l'on compare les options d'achat (call) et les contrats à terme sur le VIX, les premières offrent bien souvent un meilleur rapport risque/rendement et un effet

de levier plus important en période de correction, mais elles demeurent moins liquides et moins réactives si les marchés dégringolent de manière lente et progressive. En termes de maturité, les contrats à long terme affichent généralement un coût de détention moins élevé et une moindre réactivité aux accès de panique, ce dont témoigne l'inversion de la structure des échéances du VIX dans ces circonstances. Par ailleurs, les recherches académiques démontrent une relation relativement forte entre spreads de crédit et volatilité implicite des actions, ce qui plaide en faveur d'une utilisation des instruments basés sur la volatilité comme couverture indirecte contre les tensions sur le marché du crédit.

L'investissement dans des programmes de couverture contre les risques extrêmes nécessite de la patience, une qualité qui se fait de plus en plus rare chez les investisseurs de nos jours. La demande de couverture a évolué avec le temps, passant d'une volonté farouche de se prémunir contre les risques extrêmes à une posture plus nuancée. Protéger le capital lors des phases de baisse des marchés est essentiel, particulièrement dans un monde caractérisé par une croissance anémique, dans lequel la dévaluation monétaire est devenue une arme économique de choix. Dans un tel contexte, les contrats dérivés sur la volatilité peuvent jouer un important rôle de protection.

Politique monétaire chinoise et le marché global des actions sont étroitement liés:





•
www.reyl.com
•

•
INFORMATION IMPORTANTE

Ce contenu n'est fourni par Reyl & Cie Holding SA ou / et l'une de ses entités (ci-après "REYL") qu'à titre indicatif, n'est destiné qu'à une utilisation interne et ne saurait en aucun cas constituer une offre, un conseil ou une recommandation d'acheter ou de vendre une valeur mobilière ou d'effectuer une quelconque transaction, ni par ailleurs un conseil d'une autre nature, particulièrement à l'attention d'un destinataire n'étant pas un investisseur qualifié, accrédité, éligible ou / et professionnel. Il est destiné à une utilisation exclusive par son destinataire et ne saurait, pour une quelconque autre raison, être transféré, imprimé, téléchargé, utilisé ou reproduit. REYL accorde la plus grande attention à la préparation et à l'actualisation des informations de ce contenu, obtenues de sources considérées comme fiables, mais sans en garantir toutefois la pertinence, l'exactitude, l'exhaustivité. C'est pourquoi REYL, ainsi que ses administrateurs, directeurs, employés, agents et actionnaires, n'assument aucune responsabilité pour les pertes et dommages de quelque nature que ce soit résultant de l'utilisation des informations de ce contenu. Ce contenu est prévu exclusivement pour un destinataire comprenant et assumant tous les risques implicites et explicites en découlant. Toutes les décisions prises par le destinataire en matière d'investissement relèvent de sa seule responsabilité et s'appuient exclusivement sur sa propre évaluation indépendante (et de celle de ses conseillers professionnels) de sa situation financière, de ses objectifs de placement, des risques spécifiques, des critères d'éligibilité, des conséquences juridiques, fiscales, comptables, ainsi que sur sa propre interprétation des informations. REYL n'assume aucune responsabilité quant à l'adéquation ou l'inadéquation des informations, opinions, valeurs mobilières, produits mentionnés dans ce contenu. Les performances passées d'une valeur mobilière ne garantissent pas les performances futures. Le contenu a été préparé par un département de REYL qui n'est pas une unité organisationnelle responsable de l'analyse financière. REYL est soumise à des exigences réglementaires et prudentielles distinctes et certaines valeurs mobilières et produits d'investissement ne peuvent pas être offerts dans toutes les juridictions ou à tous types de destinataires. Le destinataire doit donc se conformer aux réglementations locales. Il n'y a aucune intention de la part de REYL d'offrir des valeurs mobilières ou des produits d'investissement dans les pays ou juridictions où une telle offre serait illégale en vertu du droit interne applicable.