

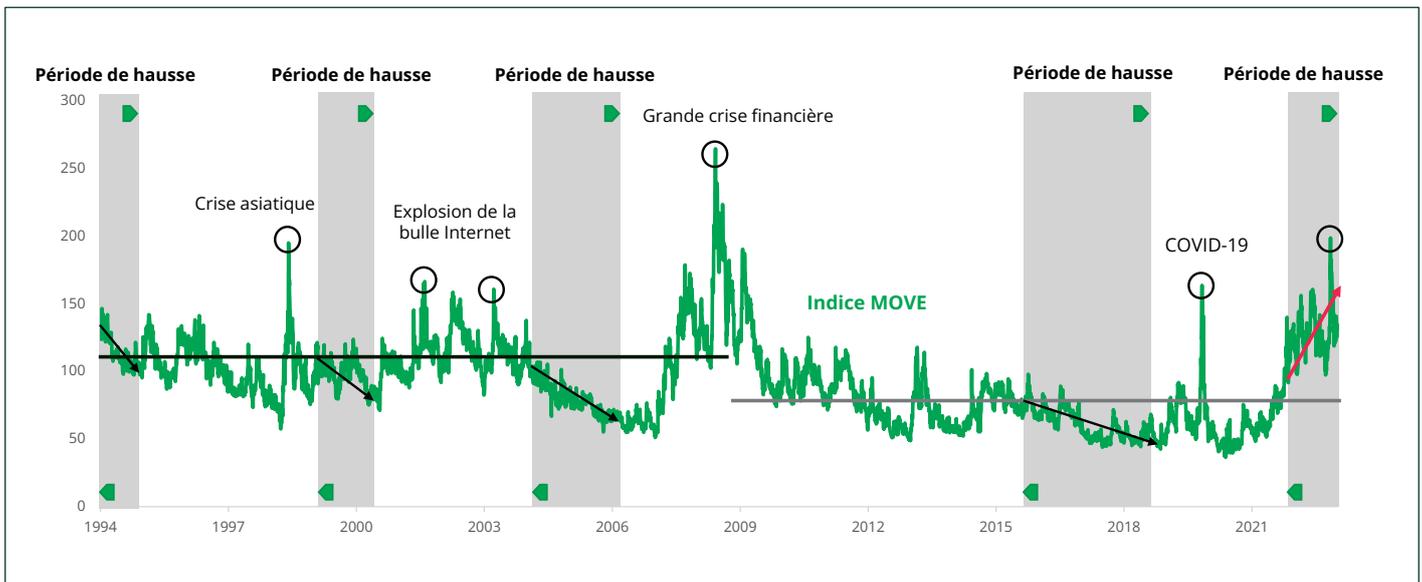
CARMIGNAC'S NOTE

QUAND LA VOLATILITÉ OBLIGATAIRE S'ENVOLE

31/05/2023 | KEVIN THOZET

L'incertitude sur les marchés s'accroît aux points de retournement et diminue à mesure qu'une tendance se dessine.

Évolution de la volatilité sur les marchés obligataires et périodes de hausses des taux directeurs américains



L'indice « MOVE » permet d'apprécier le niveau d'incertitude sur les marchés d'obligations souveraines américaines. Celui-ci se base sur les anticipations de marché quant aux mouvements attendus sur la courbe des taux américains pour les semaines à venir. L'indice « MOVE » est aux obligations ce que l'indice « VIX » est aux actions

La volatilité des taux américains a été particulièrement élevée ces 12 derniers mois. L'indice MOVE est allé tutoyer des niveaux associés à des périodes de crises historiques (crise asiatique, explosion de la bulle Internet, grande crise financière de 2008, Covid-19 – cf. cercles noirs sur le graphique).

POURQUOI LA VOLATILITÉ OBLIGATAIRE A-T-ELLE ÉTÉ SI ÉLEVÉE ?

Une vague inflationniste inédite en 40 ans et une Fed⁽¹⁾ à la traîne ont créé une incertitude élevée quant à l'amplitude des hausses de taux ainsi que la distance à parcourir pour amener les taux d'intérêt en territoire restrictif⁽²⁾. Cette incertitude a induit un comportement atypique de l'indice Move. **En effet, d'ordinaire, plus on avance dans le cycle de resserrement monétaire⁽³⁾, plus la volatilité obligataire tend à baisser (cf. flèches noires) :** avec d'une part, les taux directeurs qui se rapprochent de leurs niveaux terminaux et, d'autre part, les taux plus longs qui tendent à trouver un pla-

Source : Bloomberg, Mai 2023. (1) FED : Federal Reserve Board (Banque de la Réserve fédérale). (2) Les taux restrictifs correspondent à des taux réels positifs. (3) Resserrement monétaire : action des banques centrales visant à ralentir une économie en surchauffe faisant craindre une poussée de l'inflation, par une hausse de ses taux et un moindre apport de liquidité sur les marchés.

fond avec le cycle économique qui avance et les moindres perspectives de croissance afférentes.

Cela n'a pas été le cas dans ce cycle de resserrement (cf. flèche rouge) ; enfin, cela n'a pas été le cas jusqu'à l'apparition de fissures dans le système bancaire régional américain et la perspective de voir la Fed mettre un terme à ce cycle de resserrement monétaire⁽³⁾ extraordinaire à bien des égards. Depuis, l'incertitude sur les marchés obligataires a eu tendance à diminuer, une dynamique renforcée par la baisse de la volatilité réalisée.

Aussi, on peut s'attendre à voir le contexte de volatilité extraordinaire se rééquilibrer : la course folle des taux directeurs touche à sa fin, la désinflation est bien engagée, d'autant que la conjoncture économique se dégrade doucement mais sûrement et la diversification retrouve ses propriétés traditionnelles. La séquence de marché à venir pourrait se prêter à être acheteur d'obligations souveraines cœurs.

Pour autant, il semble illusoire de voir l'indice MOVE revenir sur les niveaux moyens qui ont prévalu ces 10 dernières années (aux alentours de 75, cf. ligne grise) : avec d'une part, la fin des mesures de soutien exceptionnelles (assouplissement quantitatif⁽⁴⁾ notamment) qui avaient supprimé la volatilité, et d'autre part, un environnement inflationniste à venir bien moins bénin – du fait de la nature de l'inflation et du risque de voir un revirement tant sur le front des politiques monétaires que budgétaires avant que cette dernière ne soit complètement domptée.

Ainsi à plus long terme la valeur d'équilibre pour les années à venir sera selon toute vraisemblance plus proche de la période qui a précédé la grande crise financière – soit aux alentours de 100 (cf. ligne noire) - ce qui correspond à des mouvements de taux quotidiens usuels de plus ou moins 6 points de base.

Un environnement conjoncturellement favorable aux obligations souveraines donc, et plus particulièrement sur des maturités intermédiaires et longues, mais qui structurellement requiert une gestion active – la plus à même de pouvoir faire rimer volatilité avec opportunité.

L'indice Move est calculé en se basant sur la volatilité implicite des marchés d'options à 1 mois des différents points de la courbe des taux américains. Il agrège et pondère la volatilité des différents points de la courbe avec 20 % sur les taux 2 ans américains, 20 % sur les taux 5 ans, 40 % sur les taux à 10 ans et 20 % sur les taux 30 ans.

Plus il est élevé plus l'amplitude des mouvements de taux attendus est élevée et donc plus l'incertitude est forte. Ainsi l'indice Move passant de 50 en juin 2021 à 130 aujourd'hui implique une incertitude bien plus élevée sur l'amplitude des mouvements de taux d'intérêt.

On peut inférer du niveau de l'indice l'ampleur du mouvement de taux attendu par les marchés ; un niveau de 130 induit une anticipation de mouvements journaliers de plus ou moins 8 points de base, hors risques extrêmes. Alors même qu'en moyenne sur les 20 dernières années les mouvements journaliers ont été de plus ou moins 3 points de base en moyenne. Et donc cela reflète bien la période d'incertitude sur les marchés de taux que nous traversons !

AVERTISSEMENT

(3) **Resserrement monétaire** : action des banques centrales visant à ralentir une économie en surchauffe faisant craindre une poussée de l'inflation, par une hausse de ses taux et un moindre apport de liquidité sur les marchés. (4) **Assouplissement quantitatif** : Le « quantitative easing » (QE) ou « assouplissement quantitatif » en français désigne un type de politique monétaire par laquelle une banque centrale rachète massivement de la dette publique ou d'autres actifs financiers afin d'injecter de l'argent dans l'économie et de stimuler la croissance.

Source : Carmignac. Ceci est un **document publicitaire**. Cet article ne peut être reproduit en tout ou partie, sans autorisation préalable de la société de gestion. Il ne constitue ni une offre de souscription, ni un conseil en investissement. Les informations contenues dans cet article peuvent être partielles et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. La référence à certaines valeurs ou instruments financiers est donnée à titre d'illustration pour mettre en avant certaines valeurs présentes ou qui ont été présentes dans les portefeuilles des Fonds de la gamme Carmignac. Elle n'a pas pour objectif de promouvoir l'investissement en direct dans ces instruments, et ne constitue pas un conseil en investissement. La Société de Gestion n'est pas soumise à l'interdiction d'effectuer des transactions sur ces instruments avant la diffusion de la communication. Les portefeuilles des Fonds Carmignac sont susceptibles de modification à tout moment.