

DU CALME PLAT DE 2017 A LA TEMPÊTE DE VOLATILITÉ 2018.



Bruno Syrmen
CIO Alternatif - Partner
bsyrmen@seven-cm.com
+33 1 42 33 75 22

VOL-MAGEDDON!

PARTIE IV: MARCHÉS ÉMERGENTS

Après l'étude approfondie des marchés de volatilité actions (1^{ère} partie), Commodities (2nde partie) et FX (3^{ème} partie) en 2018, nous allons maintenant nous concentrer sur le comportement de la volatilité de différents marchés dits Émergents. Bien conscients que l'univers des marchés Émergents est trop vaste pour les traiter ou même les mentionner tous, nous nous concentrerons sur un échantillon réduit mais, à nos yeux, représentatif constitué de deux ETFs différents et de trois pays différents.

En outre nous étudierons à la fois les volatilités des marchés Actions et celles des marchés obligataires. Toutefois avant de nous plonger dans l'étude détaillée pays par pays, concentrons nous sur deux indices génériques des marchés Émergents :

Le ISHARES MSCI EM ETF et le ISHARES JPM EMB Bonds Index.

Comme lors des études précédentes, nous avons considéré les volatilités implicites quand elles étaient disponibles, ou, à défaut, les volatilités historiques. Commençons donc avec l'ETF ISHARES MSCI EM .

Une autre histoire bien triste et déprimante (si vous étiez long...)

I/ VOLATILITÉ DE L'ETF ISHARES MSCI EM

1/ COMMENT COMMENCA L'ANNÉE

Nous avons déjà parlé du fait que 2017 a été l'une des années les moins volatiles pour beaucoup d'actifs. La plupart des indices actions des marchés Émergents ne firent pas exception à la règle.

A la différence du début d'année 2017, quand la position la plus répandue était la position vendeuse EUR vs USD, le marché était beaucoup plus équilibré au début de 2018. Le spot traitait autour de 1.1990, le USD s'établissant clairement dans un trend baissier intermédiaire établi courant 2017. Il nous paraît important de rappeler ces conditions de marché, c'est à dire à la fois une ample liquidité et une dépréciation lente et régulière du USD, car elles sont en général extrêmement favorables aux marchés Emergents, plus particulièrement ceux ayant une grosse partie de leur dette libellée en USD. C'est dans ce contexte que le principal ETF actions marchés Émergents, le iShares MSCI (EEM), a pu poursuivre une hausse qui avait débuté en février 2016 comme le montre le graphique ci-dessous.

Bloomberg

EEM US Equity (iShares MSCI Emerging Markets ETF)



Source: Bloomberg

Ainsi avec le USD baissant jusqu'à de nouveaux plus bas de 1.2490 vs EUR le 25 janvier, tous les indicateurs étaient au beau fixe sur les marchés Émergents actions, et l'ETF EEM atteignit un nouveau plus haut historique de 50.977 le 26 janvier. La capitalisation boursière de cet ETF atteignit presque 40 milliards de USD ce même jour; et nous connaissons tous l'adage Anglo-Saxon "The trend is your friend" qui poussait de plus en plus d'investisseurs à allouer de plus en plus d'argent dans les actions des marchés Émergents.

2/ CHANGEMENT DE TREND ET DE REGIME DE VOLATILITE

Mais, exactement comme l'ont fait les marchés actions des pays développés et les devises, les EM ont royalement ignoré le massacre des marchés obligataires durant mois de Janvier.

Ce phénomène est franchement surprenant dans la mesure où l'une des causes premières de cette énorme vague de ventes résidait dans l'anticipation de hausse des taux directeurs US par la Réserve fédérale. Alors que dans le même temps les autres grandes Banques Centrales continuaient de mener des politiques monétaires accommodantes, ces anticipations auraient dû contribuer à supporter le USD!! Clairement cette situation ne pouvait pas durer.

Ainsi, les meilleures choses ayant aussi une fin, cette situation ne passa pas le mois de janvier... Le premier génie à sortir de sa bouteille fut le mauvais génie de la Vol. (Cf 1^{ère} partie). En raison de la remontée du USD, la hausse parabolique de l'ETF EEM du mois de janvier prit brutalement fin comme le montre le graphique ci-dessous.

EEM US Equity (iShares MSCI Emerging Markets ETF)

Bloomberg



Source: Bloomberg

En l'espace de deux semaines, l'indice MSCI EM et l'ETF EEM perdirent 13.5% entraînant une augmentation substantielle à la fois de la volatilité implicite de l'ETF et de ses volatilités historiques. On peut constater ce mouvement sur le graphique suivant indiquant la baisse des prix de l'ETF (courbe jaune Ech G) et la hausse parallèle des niveaux de Vol. implicite (courbe bleue Ech D) et de la Vol. historique à 10 jours (courbe blanche Ech D). On voit clairement que le plus bas local du prix de l'ETF (44.08) est atteint le même jour (9 février) que le pic de Vol. implicite (27.24%). Encore plus impressionnant fut le mouvement de la Vol. historique à 10 jours, qui, durant la même quinzaine, explosa de 7.958% jusqu'à 45.195%.....



Source: Bloomberg

A partir de ce point, les choses commencèrent à se normaliser, l'ETF entrant dans une tendance clairement baissière, tandis que la Vol. implicite consolidait son mouvement haussier en reculant jusqu'à un plus bas à 14.66% début juin, quand bien même la tendance baissière des EM se poursuivait à cause du renforcement continu du Dollar. En fait, c'est seulement à partir de juillet que la Vol. implicite reprit sa tendance haussière pour atteindre un HAUT TEMPORAIRE juste en-dessous de 30% le jour où l'ETF établit son plus bas annuel à 37.09. Cependant, le point haut de la Vol. implicite ne sera pas atteint avant le 26 décembre (ironiquement le jour même où les marchés d'actions commencèrent à rebondir) durant

la période la plus illiquide de l'année quand la peur était à son paroxysme !

3/ CONCLUSION

Ainsi, même si les mouvements de volatilité peuvent être considérés comme impressionnants (la Vol. implicite ayant DOUBLÉ de niveau brutalement en 2 occasions au cours de l'année), nous pouvons conclure que 2018 fut l'année durant laquelle la volatilité de l'ETF EEM est enfin sortie de sa tendance baissière sans toutefois s'installer dans une tendance vraiment haussière ; en tous cas il est trop tôt pour l'affirmer. Ce qui est sûr c'est que la Vol. implicite est entrée dans un nouveau régime, un large corridor, entre 17.5% et 30%, où elle est restée confinée durant les 6 derniers mois de l'année 2018 et où elle évolue toujours au moment où nous écrivons ces lignes.

II/ VOLATILITE DE L'ISHARES JP MORGAN USD EM BONDS

1/ COMMENT COMMENCA L'ANNEE

Comme la plupart des actifs EM, les Bonds EM étaient très recherchés en 2017. Plus précisément, comme le graphique suivant le montre, il s'agissait d'une des classes d'actifs les plus recherchées tout au long de l'année. Au point que le plus bas annuel de l'ETF EMB fut enregistré le premier jour de 2017 et le plus haut de l'année fut établi le dernier jour ouvré ! Mieux encore, à part trois brèves périodes, il n'a quasiment pas cessé de grimper. Une tendance haussière parfaite !

EMB US Equity (iShares JP Morgan USD Emerging Markets Bond ETF)

Bloomberg



Source: Bloomberg

Les premiers jours de 2018 n'avaient pas vocation à inverser une tendance haussière si puissante et si solidement installée. Le marché établit ainsi de nouveaux plus hauts historiques quatre jours d'affilée jusqu'au 5 janvier. Puis l'ETF EMB commença à faire machine arrière toute ; gentiment et sans violence au début, puis de façon plus désordonnée et brutale à partir du 25 janvier. Il finit par atteindre un plus bas intermédiaire à 105 le 14 février soit une chute de 4.70% en 6 semaines. Le plus surprenant fut le mouvement de la volatilité durant cette période. Elle traitait sur un point bas de 4.317% juste après le début de l'année avant d'exploser jusqu'à 9.98%, niveau atteint le jour où le marché valait 105. La volatilité implicite avait donc plus que DOUBLÉ (une hausse de 131%) en moins de 6 semaines pour un mouvement de moins de 5% de son sous-jacent !

Ce point est illustré sur le graphique ci-dessous avec la Vol. implicite (courbe bleue Ech D), la Vol. historique à 10 jours (courbe blanche Ech D) et le prix de l'ETF EMB (courbe jaune Ech G).



Source: Bloomberg

Février 2019 /Vol-Mageddon

2/ RENDEMENTS EN HAUSSE MAIS VOLS BIEN CONTENUES.

Après un mouvement si puissant, qui aurait pu penser qu'une poursuite du mouvement de baisse des prix ne serait pas accompagnée par une hausse des volatilités ? Ce n'est pourtant pas ce qui se produit car les volatilités restent confinées dans un large tunnel horizontal.

Comme on peut le voir sur le graphique ci-dessus, même si l'EMB continua à faire de nouveaux plus bas, la Vol. implicite ne fut jamais en mesure d'atteindre à nouveau le niveau des 9%! Pire, la Vol. implicite resta sagement sous la barre des 8% même après la dernière accélération baissière de l'EMB qui l'emmena sur ses plus bas de l'année. Ce phénomène est encore plus surprenant au regard de l'énorme pic de la volatilité à 10 jours constatée au même moment. Ainsi en dépit de la déconfiture de l'ETF EMB, la peur n'était manifestement pas si grande car si elle l'avait été, les intervenants auraient acheté des options de vente "en masse" pour couvrir leurs expositions, provoquant une hausse plus importante de la volatilité implicite.

Savoir exactement pourquoi les choses se passèrent ainsi n'est pas si évident. Il se peut que, suite au second pic de la Vol. implicite réalisé en mai, la plupart des intervenants aient déjà "chargé leurs barques" avec des options expirant vers la fin de l'année et se trouvaient donc déjà couverts ou positionnés pour profiter d'une hausse de la Vol. Il se peut également que nombre de participants étaient parfaitement conscients que les Vols. implicites sur les marchés des emprunts d'états développés (US Treasuries, Bunds, JGB) restaient très bien contenues et ne ressentaient donc pas le besoin de prendre une exposition longue à la volatilité des Bonds. La dernière hypothèse est que les investisseurs réalisèrent très vite le changement de régime qui eut lieu en janvier et se sentirent "assez confortables" pour anticiper les mouvements futurs de l'ETF EMB au sein de sa nouvelle tendance ; cf graphique ci-dessous :

EMB US Equity (iShares JP Morgan USD Emerging Markets Bond ETF)

Bloomberg



Source: Bloomberg



Peut-être enfin est-ce une combinaison de tous les facteurs listés ci-dessus ? Finalement, durant le T4 2018, les marchés obligataires commencèrent à baisser violemment, mais la Vol. implicite d'une des classes d'actifs supposée être parmi les plus volatiles au monde est restée contenue sous 8% et continua de traîner dans un range relativement étroit de 5.5% à 7.5%. Cf le graphique des volatilités.

3/ CONCLUSION

L'exemple de l'ETF EMB fournit une illustration parfaite d'un comportement inattendu de Vol. implicite. Pour un instrument financier qui comprend des obligations Turques, Chinoises, Brésiliennes et qui est exprimé en USD, il était extrêmement surprenant de constater ce tunnel assez étroit au sein duquel la Vol. implicite a évolué tout au long du second semestre. Il semble donc que l'absence du facteur peur a empêché les énormes mouvements de Vol. que les achats en panique d'options déclenchent habituellement.

III/ VOLATILITÉ DU BOVESPA (INDICE BRÉSILIEN)

Nous allons maintenant étudier 3 des principaux indices actions des EM, en commençant par l'indice de la bourse de Sao Paulo: le BOVESPA. Nous avons déjà étudié la volatilité de la devise Brésilienne à la fin de la 3ième partie de cette étude. L'un des principaux intérêts d'être investi en actions d'EM est le fait qu'ils fournissent, en général, un certain niveau de décorrélation avec les marchés développés. Ils dépendent directement du taux de change entre leur devise nationale et le USD, et bien sûr de leurs facteurs macro-économiques propres et des politiques domestiques comme on va le voir avec le Bovespa.

1/ COMMENT COMMENÇA L'ANNÉE

Par sympathie avec tous les principaux indices actions dans le monde, le BOVESPA débuta 2018 avec un feu d'artifice de 2 mois, à peine interrompu par une phase de consolidation début février. Cette hausse l'emmena jusqu'à ce qui était à l'époque un nouveau plus haut historique de 88 318, soit une augmentation de 15.6% en moins de 2 mois! La performance de la Vol. implicite fut évidemment loin d'être aussi spectaculaire. Elle a toutefois grimpé gentiment d'un point bas de 17.66% à 27.8% atteint le 9 février lors de l'explosion du VIX aux USA début février comme on peut le voir sur le graphique ci-dessous (courbe bleue Ech D). Ce mouvement constitue certes une augmentation décente, mais son amplitude est bien inférieure à celle de la hausse de la volatilité historique à 10 jours (courbe blanche, Ech D) qui a atteint 33% le 6 février. S'ensuivit une phase de consolidation de 2 mois et demi, durant laquelle l'indice traîna autour de 85 000 et la Vol. implicite resta sans direction claire, évoluant entre 20% et 25%.

Cette situation perdura jusqu'au 16 mai, date à partir de laquelle le BOVESPA commença à refluer après une nouvelle (quatrième) et vaine tentative pour surpasser la barrière des 88 000 points. Bien sûr les volatilités commencèrent à se tendre... Cf le graphique ci-dessous.



Source: Bloomberg

2/ DE L' IMPORTANCE DES FACTEURS POLITIQUES LOCAUX.

Ce qui s'est passé mi-mai 2018 était simplement la prise de conscience, tardive, très tardive, du mouvement haussier du USD qui, loin de se démentir, se mit à se renforcer à partir de la mi-mai quand les marchés réalisèrent que la FED pourrait augmenter ses taux directeurs 4 fois dans l'année et non 3. Immédiatement, le marché obligataire brésilien mit le cap au sud comme on peut le voir sur le graphique ci-après qui montre le rendement d'un emprunt générique Brésilien à 10 ans.

AQ608474 Corp (BNTNF 10 01/01/29)



Source: Bloomberg

Le BOVESPA se fit alors massacrer, perdant 20.7% en un mois, jusqu'à atteindre un plus bas annuel de 69 000 environ. Bien évidemment la Vol. implicite regagna tout le terrain perdu, atteignant à nouveau 27/28%. Mais le meilleur restait à venir! En effet avec l'élection présidentielle se profilant à l'horizon (octobre), la Vol. implicite ne reflua jamais, et après une brève pause en juillet, explosa jusqu'à 38%. Ce niveau particulier s'avéra être une forte résistance puisque 3 tentatives pour le franchir échouèrent ; la première en septembre et la seconde le 5 octobre, la veille des élections. Avec un résultat électoral étonnamment bon du point de vue des marchés financiers, la Vol. implicite commença sa descente aux enfers au lendemain du premier tour. Tandis que le taux des emprunts d'état se repliait fortement, la volatilité replongea rapidement vers une nouvelle plage de trading entre 25% et 30%, alors que l'indice, dopé par ce raz de marée électoral, continua de grimper pour atteindre de nouveaux plus hauts historiques, au-dessus de 91 240! L'indice termina 2018 à 87 887.26 tandis que la Vol. implicite finissait l'année juste au-dessous de 25%.



3/ CONCLUSION

Au final ce sont plus les incertitudes politiques que des changements de fondamentaux économiques qui ont rendu le principal indice actions Brésilien très volatile (sa volatilité implicite a plus que doublé en 9 mois) même si l'on pourrait argumenter que la Vol. implicite a suivi de facto les violents mouvements du taux des obligations d'état à 10 ans.

Quelle que soit la façon dont on regarde la Vol. du Bovespa, il faut garder à l'esprit qu'il y avait un enjeu très important dans cette élection. Comme souvent en pareil cas, quand les incertitudes sont à leur paroxysme, les options constituent l'un des moyens favoris des investisseurs pour couvrir leur risque.

IV/ VOLATILITÉ DES ACTIFS ARGENTINS

Descendons maintenant un peu plus au sud, et passons la frontière entre le Brésil et l'Argentine...

A/ ACTIONS

...Où le principal indice action le MERVAL a connu également une année torride. Tout spécialement si l'on considère l'inattendue crise économique qui a frappé le pays en milieu d'année.

1/COMMENT COMMENCA L'ANNÉE

Comme partout ailleurs dans le monde, le marché actions Argentin n'a eu qu'un seul sens au début de 2018: vers le haut! Il monta donc de 30 000 jusqu'à un plus haut de 35 461 atteint le 1er février. Une performance impressionnante puisque cela représente un gain de 17.5% en un mois ! Evidemment même dans l'univers magique des gauchos (ceux de la pampa !), les lois de la gravité s'appliquent aussi et tout ce qui est monté doit redescendre un jour ! Ainsi, pendant sept mois consécutifs, le Merval a baissé de façon ininterrompue pour atteindre son plus bas annuel de 24 618 à la fin du mois d'août. Un effondrement de 30.5% depuis les plus hauts.

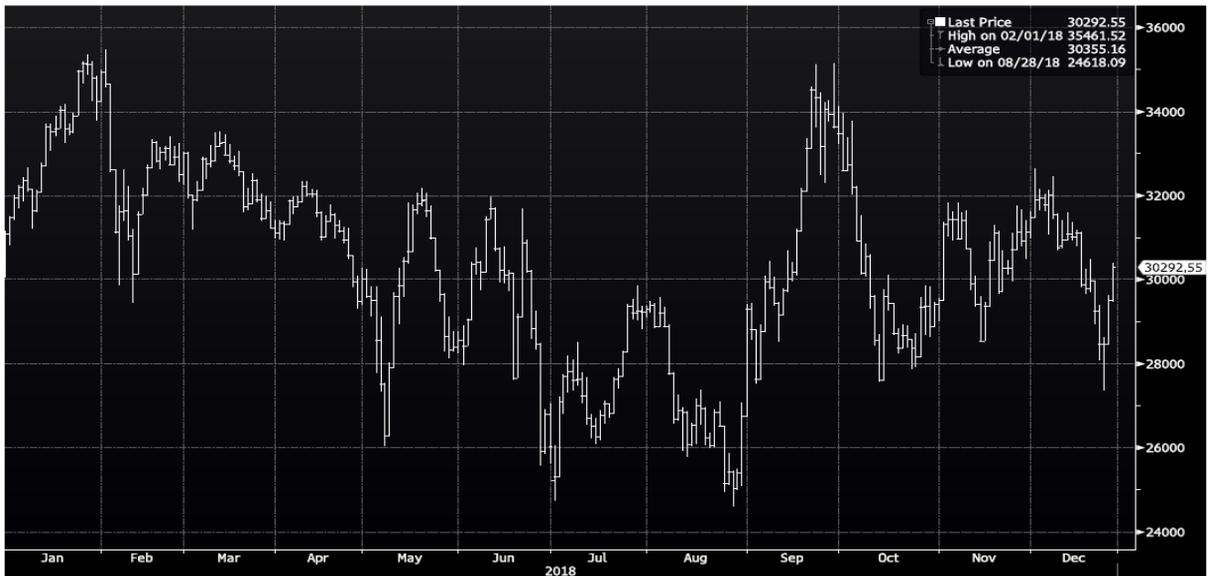
2/ QUAND TOUTES LES MAUVAISES NOUVELLES SONT DANS LES COURS

Comme on peut le voir dans le graphique ci-dessous, la chute fut continue ; seulement entrecoupée de 2 rebonds notables en mai et juillet. L'Argentine s'enfonçait de plus en plus profondément dans un marasme économique important ; avec l'effondrement de sa devise, de sa production industrielle et bien sûr une explosion de ses taux d'inflation.

Il s'en est suivi également une explosion insupportable des rendements de la dette souveraine (nous y reviendrons plus tard). Dans de telles circonstances il est très rare que la volatilité ne s'enflamme pas ; et comme on le constate sur le graphe des Vols. historiques (2^{ème} graphe ci-dessous) elles ont toutes explosé à la hausse!

MERVAL Index (S&P MERVAL Index TR (ARS))

Bloomberg



Source: Bloomberg



On notera l'impressionnant pic de la Vol. historique à 10 jours, partie d'un plus bas de 12.743% en avril à un plus haut de 89.608% à la fin juin ; multipliée par presque 7 ! On peut par ailleurs constater que même la Vol. historique à 100 jours a été multipliée par 2.5 entre janvier (19.889%) et la fin septembre où elle s'établit à 49.54%. Quand la situation semblait désespérée, quand la plupart des investisseurs étrangers avaient probablement déjà fui le marché, et quand tous les spéculateurs avaient pris une position vendeuse, on a eu droit à un énorme rebond qui a ramené le Merval de ses plus bas de juin jusqu'à 35 118, atteint fin septembre. Tout le chemin inverse! Ceci eut aussi pour conséquence de prévenir un effondrement des volatilités. Certes elles ont un peu baissé par rapport à leurs niveaux stratosphériques mais elles ont consolidé dans des plage de prix toujours assez élevées. La preuve ultime des variations massives des prix du Merval se trouve dans le fait que la plus haute des volatilités historiques à la fin de l'année était en fait la Vol. historique à 100 jours, toujours perchée à 42%!

3/ CONCLUSION

Le cas de l'indice Merval en 2018 illustre très bien le comportement des marchés d'actions de pays Émergents pendant les graves crises économiques qu'ils peuvent traverser. Un effondrement jusqu'à ce que l'élastique devienne sur-tendu, s'ensuit alors un rebond ample et violent jusqu'à ce que l'élastique soit sur-tendu dans l'autre sens ! Un marché idéal pour traiter la Volatilité d'autant plus que la Vol. implicite elle-même est très volatile.

B/INSTRUMENTS DE DETTE

Il est difficile de parler des affaires financières de l'Argentine sans mentionner sa dette et sa réputation, bien établie, de "defaulter en série". Nous allons rapidement étudier le cas particulier d'un instrument de la dette Argentine: l'emprunt 7.125% à 100 ans émis en USD durant l'été 2017.

Oui Mesdames et Messieurs, un gouvernement souverain qui a fait défaut sur sa dette pour la dernière fois 16 ans avant, a réussi à vendre à des investisseurs désespérément à la recherche de hauts rendements une obligation à 100 ans, en USD, avec un coupon de 7.125% ! Ils en ont émis \$2.6 Milliards, mais ils auraient tout aussi bien pu en émettre \$5 Milliards, tellement la demande était importante ! Comme des petits pains, elles partaient ces obligations.....

1/COMMENT COMMENCA L'ANNÉE

Les 6 premiers mois de la vie de cet emprunt furent un vrai feu d'artifice! Avec un plus haut historique traité en octobre à 105, soit déjà un gain de 5%.... Puis quelques autres tentatives, certes infructueuses, pour tenter de dépasser cette résistance, comme on peut le constater sur le graphique suivant :

AO026636 Corp (ARGENT 7 1/8 06/28/17)

Bloomberg



Source: Bloomberg

Malheureusement, dès le premier jour de l'année, le prix commença à baisser. Le plus haut de l'année fut donc le cours du premier jour de celle-ci, à 103. La baisse se poursuivit sans interruption jusqu'au 31 août quand il traita à son plus bas niveau historique: 68.5! Un incroyable effondrement de 33.95% en 8 mois pour un emprunt d'état souverain!

2/LA PLUS HAUTE VOLATILITÉ D'UN BOND JAMAIS OBSERVÉE???

Une telle chute ne peut en aucun cas être ignorée par le marché de la volatilité ; et les volatilités commencèrent donc à grimper dès le mois de janvier. Depuis des points bas situés entre 6% et 10% pour les Vols. historiques à 10/30/60 ou 90 jours. Ce point est illustré sur le graphique suivant avec la Vol. 10 jours (courbe bleue Ech D) évidemment la plus volatile, la 30 jours (courbe verte) la 60 jours (courbe jaune) et la 90 jours (courbe rose). Comme on peut le constater la Vol. historique à 10 jours a été multipliée par plus de 7 depuis son point bas de 5% mi-avril à son pic d'août à 36.5%!

14



Comme on peut le constater la Vol. historique à 10 jours a été multipliée par plus de 7 depuis son point bas de 5% mi-avril à son pic d'août à 36.5%! La 30 jours a été multipliée par presque 5, et la 60 jours en gros, par 3. La 90 jours a été multipliée par un pauvre facteur de 2.5 de 10.7% à 25.25%. Il s'agit là d'amplitudes énormes ! De telles variations ne se produisent que dans des circonstances extrêmement rares quand le stress dans les marchés atteint son paroxysme.

Bloomberg



Source: Bloomberg

Notons néanmoins qu'à la suite d'un bref rebond (du chat mort) en septembre, le retour sur des plus bas annuels en fin d'année n'a PAS déclenché un autre accès de fièvre de la volatilité. Comme si les investisseurs avaient été quelque part rassurés qu'il n'y aurait pas de nouveau défaut.

3/ CONCLUSION



Il est clair qu'à cause de sa duration et de sa sensibilité, une obligation à 100 ans sera toujours plus volatile qu'une obligation à 30 ans. Mais malgré tout, l'amplitude exceptionnelle des mouvements de Vol. ne peut être observée que dans les périodes de stress maximal sur les marchés financiers. L'apparition de telles périodes est en général due à des facteurs exogènes, par opposition à des facteurs purement fondamentaux et/ou financiers. La perception d'événements donnés par l'oeil humain étant l'un de ces facteurs exogènes.

V/ VOLATILITÉ DES ACTIFS RUSSES

Nous allons maintenant étudier le cas d'un pays dont l'économie est basée sur l'exportation des matières premières: la Russie.

A/ ACTIONS

Les marchés Russes ont été très intéressants en 2018. En effet, entre le renforcement des sanctions économiques, la hausse du USD (ce qui est en général mauvais pour le prix des matières premières), les problèmes politiques toujours non résolus en Ukraine et le ralentissement économique global, TOUT convergeait pour avoir une année très volatile (en dehors peut-être de la stabilité du régime politique). Mais aussi surprenant que cela puisse paraître, ce fut exactement l'inverse ! C'est ainsi que la bourse Russe termina l'année dans le vert, en devise locale tout au moins...

1/ COMMENT COMMENÇA L'ANNÉE

2018 débuta comme partout ailleurs. Plus haut toujours plus haut ! ...pas pour très longtemps cependant. L'indice de référence a grimpé de 12.65% entre janvier et la fin février, avant de consolider en mars et de s'effondrer littéralement le 9 avril (-8.85%) suite à l'annonce officielle d'une nouvelle vague de sanctions économiques sur les oligarques Russes et leurs compagnies comme RUSAL (le plus gros producteur d'aluminium au monde). Cf le graphique ci-dessous: l'indice MOEX, (courbe jaune Ech G).

Comme on pouvait s'y attendre les volatilités explosèrent à cette période. Ce que l'on constate avec la Vol. historique à 10 jours (courbe blanche ech D) sur le graphe ci-dessous.



Source: Bloomberg

Ceci est la définition même d'un pic! La Vol. historique à 10 jours a été multipliée quasiment par 5 en 12 jours (de 12% à 58.92%) avant de retomber encore plus vite et d'atterrir à 9% le 2 mai pendant que la bourse de Moscou commençait lentement à se remettre...

2/ UN ÉTÉ (LETO) CALME ET BEAU.

Avec la forte baisse du Rouble, dans la foulée de l'annonce des sanctions, certains des effets des sanctions se trouvaient être contrebalancés, et certains exportateurs Russes bénéficiaient toujours de l'augmentation des prix de plusieurs matières premières importantes comme le gaz naturel et plus particulièrement le pétrole brut (dont la Russie est en 2018 le plus gros producteur mondial). Il en résulta une belle remontée du MOEX durant l'été pour établir un nouveau plus haut annuel à 2 493.91 le 3 octobre, dans la foulée de l'enthousiasme général pour les marchés d'actions. En pareille circonstance, il est clair que les investisseurs laissent les volatilités de côté. Et donc pendant 5 mois la Vol. historique à 10 jours a évolué dans un corridor entre 10% et 20%. Un marché très ennuyeux... que même le traditionnel massacre d'octobre sur les marchés actions internationaux ne réussit pas à troubler. La Vol. historique à 10 jours a peine pour retourner à un maximum de 27.6% à fin octobre. Avec le MOEX consolidant ses gains et retournant dans un canal de cotation 2 000/2 300, les volatilités suivirent et retournèrent dans leur plage de prix précédente entre 10% and 20 %, où elles finirent ce qui fut

somme toute une année ennuyeuse.

3/ CONCLUSION

Même si la baisse persistante des principales matières premières en 2018 aurait dû peser d'un grand poids sur les indices actions Russes, surtout avec l'effondrement de près de 40% du prix du Crude Oil au T4, ces derniers ont fait preuve d'une résistance extrême !

Ainsi, à part un pic impressionnant des volatilités en février, rien de réellement intéressant ne s'est passé par la suite sur ce front. Nous pensons qu'il ne peut pas y avoir de meilleures preuves que quand la peur est absente il ne peut y avoir d'explosion de volatilité !!

B/ INDICE DES OBLIGATIONS RUSSES

Regardons maintenant les obligations de l'état Russe, à travers leur indice le plus liquide: le RGBI (Russian Government Bonds Index).

1/ COMMENT COMMENÇA L'ANNÉE

Comme la plupart des autres actifs de pays Emergents, le RGBI débuta l'année en faisant l'objet d'une demande régulière et soutenue qui le fit monter de 142 à 145.24 traité aux alentours de mi-mars.

Mais l'annonce des nouvelles sanctions le 9 avril fit l'effet d'une douche froide! Le RGBI s'effondra jusqu'à 130.52 atteint début septembre.

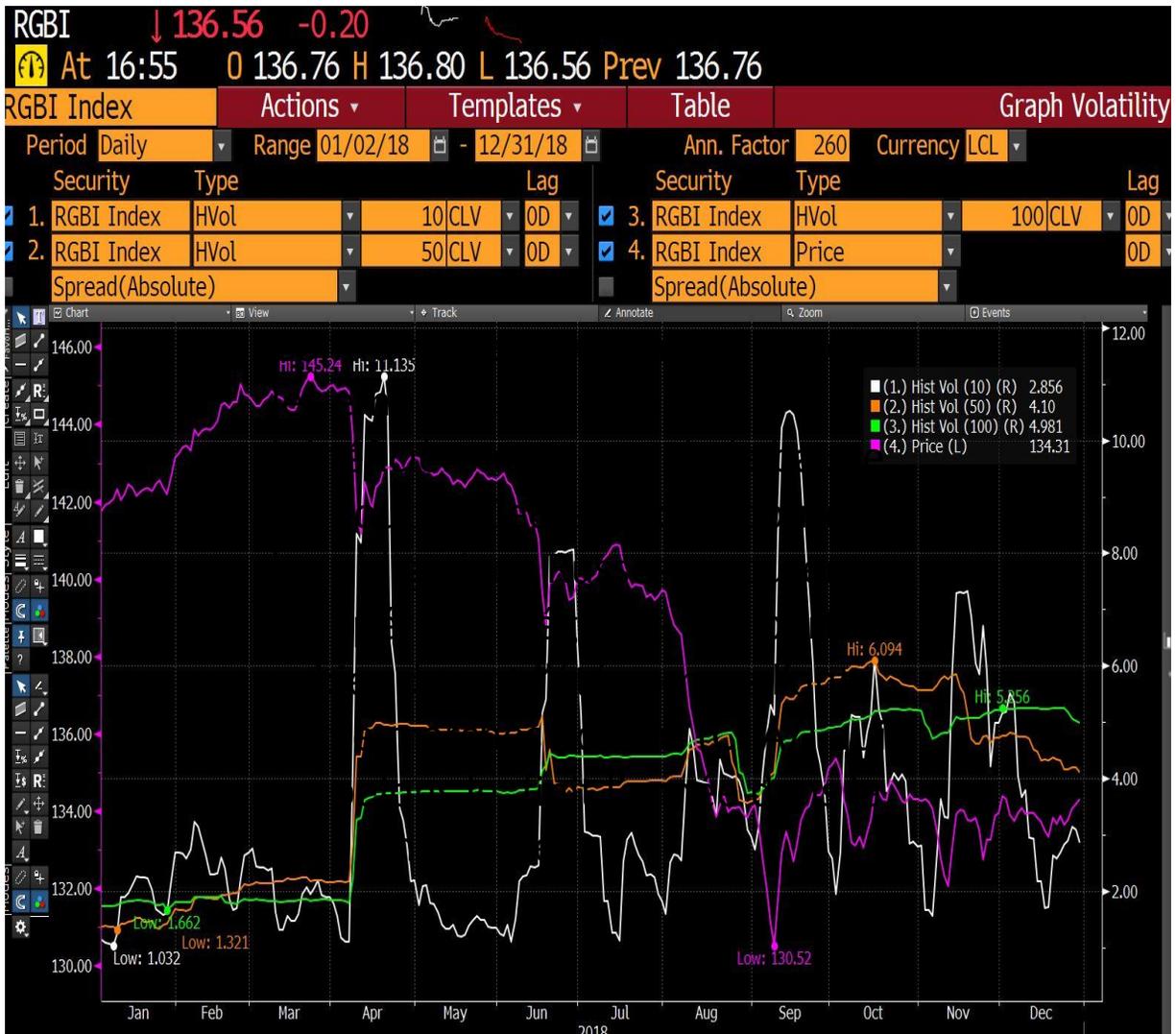
Ce qui constitue une chute de plus de 10% en 5 mois! Pour des obligations d'état, supposées être plus sûres !

Ainsi, dès le mois d'avril, alors qu'elles avaient débuté l'année très bas (de 1.03% à 1.66% pour les Vols. historique à 10 jours et 100 jours) les volatilités des obligations explosèrent à la hausse. Un autre parfait pic de volatilité fut constaté sur la Vol. historique à 10 jours qui bondit jusqu'à 11.135% en 4 mois, avant de retomber presque à son point de départ en mai : 1,5%!

2/ UN ÉTÉ PAS SI CALME...

Comme on peut le voir sur le graphe du RGBI ci-dessous, même si la Vol. historique à 10 jours grimpa au-dessus de 10% en septembre quand le RGBI établit son plus bas annuel, elle ne réussit pas à inscrire de nouveaux plus haut. Au contraire, les Vols. historiques à 50 jours ou 100 jours, plus lissées et plus lentes à intégrer les variations de prix ont atteint leur plus haut en novembre et au début de décembre respectivement à 6.1% et 5.86%. Au regard des points bas de 2018, ces hausses étaient significatives! Ceci peut se constater sur le graphique ci-dessous qui montre l'évolution de l'indice RGBI (courbe rose Ech G) et des Vols. historiques à 10 jours/50 jours/100 jours (courbes blanche/orange/verte respectivement, Ech D).

Contrairement au marché actions, les emprunts d'état ne bénéficièrent en rien de la baisse du Rouble. Ceci explique pourquoi les obligations Russes ne purent récupérer l'intégralité des pertes subies durant l'été comme l'ont fait le marché actions (Cf A/) qui, rappelons le, finit l'année dans le vert (en Rouble).



Source: Bloomberg

3/ CONCLUSION

Le fait que la baisse du RGBI ait duré plus longtemps que celle du marché actions tient aussi au fait que traditionnellement dans les marchés Émergents, les investisseurs étrangers sont plus présents dans les emprunts d'état que dans les bourses de valeurs. Dès lors, si, comme ce fut le cas au printemps 2018, de gros investisseurs étrangers voulaient sortir totalement du marché obligataire pour des raisons politiques et/ou économiques cela sera toujours plus long, cela demandera toujours plus de temps et cela s'accompagnera toujours de journées de gros déclin durant lesquels des pics de Vol. peuvent se matérialiser très rapidement !