

## DU CALME PLAT DE 2017 A LA TEMPETE DE VOLATILITÉ 2018.



**Bruno Syrmen**

CIO Alternatif - Partner

[bsyrmen@seven-cm.com](mailto:bsyrmen@seven-cm.com)

+33 1 42 33 75 22

### ***VOL-MAGEDDON !!!***

#### **PART III: MARCHÉ DES CHANGES**

Après l'étude approfondie des marchés de volatilité actions (Part I) et matières premières (Part II) en 2018, nous allons maintenant nous concentrer sur le comportement de la volatilité de certaines devises. Le USD étant toujours la devise de réserve, et par conséquent la plus utilisée, nous examinerons la volatilité des cours de cinq autres devises contre le USD. En effet, il serait beaucoup trop long, fastidieux et inintéressant d'étudier un trop grand nombre de taux de changes. Nous avons donc décidé de nous focaliser sur un échantillon réduit mais représentatif de cinq très importantes devises : l'euro (EUR), le yen (JPY), la livre sterling (GBP - avant le Brexit), le yuan Chinois (CNY - en cette période de guerre commerciale) et le Real Brésilien (BRL) pour prendre en compte une des principales devises « Emergentes ». Nous n'avons pas cédé à la tentation de parler de l'effondrement du Bolivar Vénézuélien où de la livre Turque ni même de la dévaluation permanente de la roupie Pakistanaise puisque ces marchés sont de petite taille et que les données disponibles sur leur volatilité sont très rares.

Pour chacune des 5 devises de notre échantillon, nous étudierons l'évolution de la volatilité de leur cours contre le USD, en général la volatilité implicite puisque les marchés d'options de change sont très liquides, et nous essaierons d'expliquer les raisons qui ont poussé ces marchés à bouger où pas...

Enfin nous mettrons en exergue certaines conclusions qui pourraient surprendre.

Nous commencerons donc, à tout seigneur tout honneur, avec la paire EUR/USD. Un chapitre que nous pourrions intituler :

*Laisser le génie dans sa bouteille svp*



## I/ VOLATILITÉ EUR/USD

### 1/ COMMENT COMMENÇA L'ANNÉE ?

Nous avons déjà indiqué à maintes reprises que l'année 2017 a été l'une des moins volatiles, et ce pour de nombreux actifs. Les principales devises n'ont pas fait exception à cette règle.

A l'opposé des conditions qui prévalaient au début de 2017 quand la position la plus répandue était la position vendeuse d'EUR contre USD, le marché apparaissait comme bien équilibré début 2018, avec le spot traitant autour de 1.1990, et la volatilité implicite à 3 mois (que nous noterons désormais 3M Vol.) traitant juste au-dessus de 7.25%, assez basse selon des standards historiques. Les tendances qui avaient prévalu en 2017 étaient toujours en place en Janvier 2018 aussi bien pour le taux de change Spot (haussier) que pour la Vol. implicite (baissier). L'EUR continua à grimper jusqu'à son plus haut de l'année atteint le 25 Janvier (1.2492) alors que dans le même temps la 3M Vol. continua à se détendre pour traiter jusqu'à un plus bas de 6.4%. Et nous savons tous que : "The trend is your friend" ! Ainsi de plus en plus d'intervenants avaient pris des positions longues sur l'EUR/USD et/ou des positions courtes sur la volatilité de la paire, souscrivant à l'idée, très répandue à l'époque, d'une accélération continue de la croissance Européenne...

### 2/ UNE FIN ABRUPT DE TENDANCE MAIS PAS D'EXPLOSION DE VOL.

Mais, exactement comme le firent les marchés actions, le marché des changes (FX) ignora superbement le massacre qui se développait sur les marchés des Bonds tout au long du mois de Janvier. Ceci était très surprenant dans la mesure où l'une des raisons principales derrière cet effondrement était l'anticipation de hausses des taux directeurs US par la Federal Reserve. Or avec la BCE menant toujours une politique accommodante (le programme de QE prendra fin en décembre 2018) cette anticipation très répandue aurait dû fournir un support à la devise US, PAS à l'EUR! Clairement cette contradiction ne pouvait perdurer éternellement.

Le premier instrument à s'affranchir de la tendance en cours fut la volatilité. Suite à la panique qui s'empara des marchés de volatilité sur les actions début février (Cf part I) de nombreux intervenants, portant des positions vendeuse de Vol sur d'autres marchés, durent réduire leurs expositions, pas seulement sur la volatilité des actions mais sur chaque marché dans lesquels ils avaient des positions vendeuses. Y compris les positions vendeuses de volatilité sur le marché des devises. Cet épisode de « short covering » (rachat de positions vendeuses) a donc hissé la 3M Vol. jusqu'à 8.25% le 8 février. Un pic qui suivit de peu l'explosion de la volatilité sur les marchés actions.

Pourtant, comme la parité EUR/USD avait à peine bougé, comme on peut le voir dans le graphe ci-dessous (courbe jaune, Echelle G), la Vol. implicite a commencé à être vendue agressivement (Cf courbe blanche Echelle D. 3M Vol.) jusqu'à un point bas de 6.35% atteint en avril, quand le marché s'est mis progressivement à intégrer le fait que la FED augmenterait probablement le taux des Fed Funds 4 fois dans l'année alors que l'ECB continuait son programme de Quantitative Easing. Et ce qui devait arriver arriva: l'EUR/USD s'effondra de 1.239 le 18 avril à 1.1546 le 25 mai, fournissant en outre un support décent pour la volatilité de cette paire, qui s'est alors envolée vers de nouveaux plus hauts annuels atteint à la fin mai à 8.35% juste avant les élections générales Italiennes. A partir de là les choses se sont normalisées sur tous les fronts et la 3M Vol. s'est installée dans un « trading range » relativement étroit : de 6.75% à 8%.

Janvier 2019 /Vol-Mageddon

EURUSDV3M Curncy (EUR-USD OPT VOL 3M)  
EURUSD Curncy (EUR-USD X-RATE)



Source: Bloomberg

Ainsi en 2018, il est clair que rien ni personne n'a pu faire sortir le génie de sa bouteille! Pour vous donner un aperçu de ce que la volatilité de la paire EUR/USD aurait pu faire, regardons le graphe suivant (EUR/USD courbe jaune Echelle G sur 5 ans).

On peut voir que la 3M Vol. (courbe blanche Echelle D) a plus que doublé en 6 mois durant l'effondrement de l'EUR/USD en 2014, avant de se stabiliser pour s'établir au-dessus de 8% de façon quasi permanente pendant à peu près 2 ans et demi.

Si l'on veut remonter un petit peu plus loin dans le temps, en 2008 pendant la grande crise financière ou aux multiples crises de l'Euro (2010/2011/2012), le second graphe ci-dessous illustre l'évolution de l'EUR/USD 3M Vol. sur les 15 dernières années. Ceci devrait suffire à convaincre les plus sceptiques qu'un plus haut de 8.35% reste très en deçà des pics de volatilité précédents observés dans ce marché: 23.37% fin octobre 2008 ou 16.25% fin septembre 2011.

Bloomberg

EURUSDV3M Curncy (EUR-USD OPT VOL 3M)  
EURUSD Curncy (EUR-USD X-RATE)



Bloomberg

EURUSDV3M Curncy (EUR-USD OPT VOL 3M)



Source: Bloomberg

### 3/ CONCLUSION

Nous pouvons donc certainement conclure que 2018 a été une année durant laquelle la volatilité de la paire EUR/USD est restée contenue. Bloquée dans un « trading range » étroit, et, par conséquent, étendant sa phase de compression de la volatilité qui commença durant le printemps 2017. Jusqu'à quand cette situation va perdurer est une question dont nul ne possède la réponse à ce jour !



## II/ VOLATILITÉ USD/JPY

Nous allons maintenant étudier l'un des marchés pour lesquels il est très difficile de prévoir les mouvements, le fameux Dollar/Yen. En effet depuis deux décennies le JPY a été la principale devise utilisée pour mettre en place les « carry trades ».

### 1/ COMMENT COMMENÇA L'ANNÉE ?

La réponse est : exactement de la même façon que l'EUR/USD traitée au I/ !

Même si la banque centrale japonaise (la BoJ) était, et est toujours d'ailleurs, en mode Quantitative Easing (ils achètent même des ETFs Actions...) alors que la FED s'apprêtait à accélérer le rythme de ses hausses de taux, les marchés semblaient très heureux de laisser cela de côté et d'acheter le JPY, ou plus précisément, de vendre le USD. Ce mouvement s'est poursuivi durant tout au long du premier trimestre pour s'amplifier en février suite à la sévère correction affectant les marchés actions. Ce phénomène n'est pas atypique. En effet, à partir du moment où la peur s'empare des intervenants de marché, il est fréquent qu'ils commencent à déboucler leurs positions, et notamment les plus risquées, ce qui inclut les « carry trades ». Résultat, comme l'EUR, le JPY s'est apprécié de Presque 9 figures (de 113.09 à 104.74) en deux mois et demi. Les volatilités implicites ont généralement traité à des niveaux déprimés, commençant 2018 à 6.25% et 7% pour la 1M Vol. et 3M Vol. respectivement.

### 2/ VOLATILITÉ: UN SPIKE PUIS PLUS RIEN...

A l'opposé de ce qu'il s'est passé pour l'EUR/USD, la volatilité de la paire USD/JPY a commencé à monter quasi instantanément. En raison du renforcement du JPY, la volatilité implicite a décollé dès le 8 janvier, avec la 1M Vol. par exemple qui est passé d'un point bas de 5.98% le 8 jan à un a plus haut annuel de 10.235% le 15 février. Une augmentation remarquable de 71.15% en quelques semaines!

On peut constater la violence relative de ce mouvement de volatilité comparé au mouvement du USD/JPY sur le graphe suivant qui montre la 1M Vol. (courbe blanche Echelle D) et l'USD/JPY spot (courbe jaune Echelle G). Il y eut en effet une bonne période agitée durant les premiers mois de 2018.

USDJPYV1M Cumcy (USD-JPY OPT VOL 1M)  
JPY Cumcy (Japanese Yen Spot)



Source: Bloomberg

Mais, en mars, les marchés furent forcés de prendre en compte la première hausse des taux directeurs de la FED, renversant complètement les tendances de début d'année pour amener le JPY sur ses plus bas annuels de 114.53, atteint le 3 octobre, le jour même où le Dow Jones établissait un nouveau record historique.... Comme on peut le voir sur le graphe, cette période n'a pas vraiment été favorable aux positions longues de volatilité. La 1M Vol. est tranquillement restée dans un "trading range" étroit: 6% à 8% pendant un peu plus de 8 mois. Jusqu'au mois de décembre, quand la seconde correction sévère de l'année sur les actions US a déclenché un autre épisode de couverture de JPY short et par suite un autre pic de volatilité: depuis un point bas de 5.645% le 14 déc jusqu'à 8.595% le dernier jour de l'année ; soit une augmentation significative de 52.25% en deux semaines. Ces mouvements de volatilité ont été plus importants que ceux sur l'EUR/USD mais il faut se rappeler que dans une vision globale des choses, ils n'étaient pas si impressionnants comme le prouve le chart à 11 ans de la 1M Vol. . Il apparaît clairement que sur les 10 dernières années la 1M Vol. est restée confinée entre 5% et 15%, environ 95% du temps (on compte exactement 5 pics au-dessus de 15% dont le plus haut se situe à 17.5%) et la 1M Vol. moyenne sur cette période a été de 10.61%, ce qui signifie que le point le plus haut atteint par la 1M Vol. en 2018 est toujours INFÉRIEUR au niveau moyen des 11 dernières années.

NB: De façon à prendre en compte les effets de la Grande Crise Financière de 2008, nous devons maintenant considérer des graphiques sur 11 ans puisque un graphique couvrant les 10 dernières années commencerait début 2009. Le temps, à l'opposé de la volatilité du JPY, file vite....

USDJPYVIM Curncy (USD-JPY OPT VOL 1M)

**bloomberg**



Source: Bloomberg

### 3/ CONCLUSION

Ainsi, comme pour la paire EUR/USD, on peut conclure que les volatilités implicites sur la paire USD/JPY ont été très déprimées puisqu'elles ont passé les trois quarts de l'année dans la partie inférieure de leur "trading range" habituel. Ce corridor a même été plus étroit encore qu'en 2017, ce qui est surprenant puisqu'en 2018 nous avons eu non pas une mais deux corrections des marchés actions (chutes de plus de 10%) alors qu'il n'y en avait pas eu en 2017. De plus, les accès de baisse brutale des actions sont en général accompagnés d'épisodes de déboucement de "carry trades", donc de renforcement du JPY conduisant à des pics de volatilité JPY.

Après le cas de ces deux belles endormies, nous allons examiner un cas très intéressant: la parité GBP/USD, surnommée « le Cable ». Ceci nous amènera à constater que des événements exogènes peuvent avoir un fort impact sur un marché et sa volatilité.

### III/ VOLATILITÉ GBP/USD

Quand des incertitudes de toutes natures font sortir le génie de sa bouteille...

#### 1/ COMMENT COMMENCA L'ANNEE

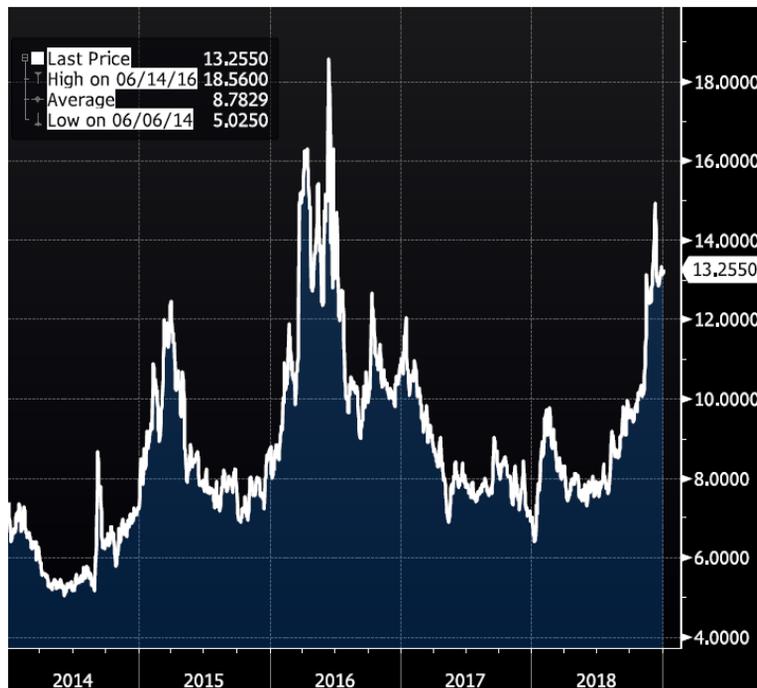
Comme l'EUR et le JPY, le Cable a commencé l'année en étant très soutenu. Bénéficiant surtout de la faiblesse du USD, il s'est ainsi hissé de 1.35 à 1.425 le 25 jan.

Après avoir consolidé un peu plus bas durant la correction des actions en février et atteint un plus bas intermédiaire à 1.3735 début mars il finit par rebondir pour atteindre son plus haut annuel à 1.4325 le 16 avril. Un niveau qui, pure coïncidence, était également son plus haut après le référendum sur le Brexit (23 juin 2016 quand il traitait à 1.5). Dans le même temps, la volatilité implicite du Cable commença l'année sur des niveaux très bas: 6.45% sur la 1M Vol. et 6.85% sur la 3M Vol. niveaux qui étaient les **plus bas** depuis 2014, bien avant le référendum de juin 2016. Rappelons-nous également qu'au début de 2018 le Royaume Uni était encore très loin d'un accord avec l'UE ....

Pour illustrer le calme olympien dont faisaient preuve les intervenants sur la volatilité du Cable, regardons le graphique de la 3M Vol. du Cable sur les 5 dernières années.

Bloomberg

GBPUSDV3M Curncy (GBP-USD OPT VOL 3M)



Source: Bloomberg

On peut constater l'énorme pic atteint dans les jours suivants le 23 juin 2016 (référendum).

## 2/ VOLATILITÉ: L'ENNUI AVANT LE FEU D'ARTIFICE!

Un peu comme la Vol. de l'USD/JPY, la volatilité du Cable a commencé à monter très tôt en janvier pour atteindre un point haut intermédiaire de 10.34% le 9 février sur la 1M Vol. En d'autres termes, une augmentation de 60% en un mois. Une hausse d'ampleur respectable, assez en tous cas pour faire souffrir les vendeurs de volatilité.

A partir de ce moment, le spot n'ayant rien fait jusqu'à la mi-avril, la volatilité s'est mise à baisser. Puis quand le spot s'est effondré au printemps pour atteindre 1.27 le 15 août, elle a accéléré sa baisse jusqu'à 6.505% sur la 1M Vol. au début d'août, alors que, suite au fiasco de ce qu'il est convenu d'appeler le plan de Checkers, il n'y avait toujours pas d'accord avec l'UE, loin de là....

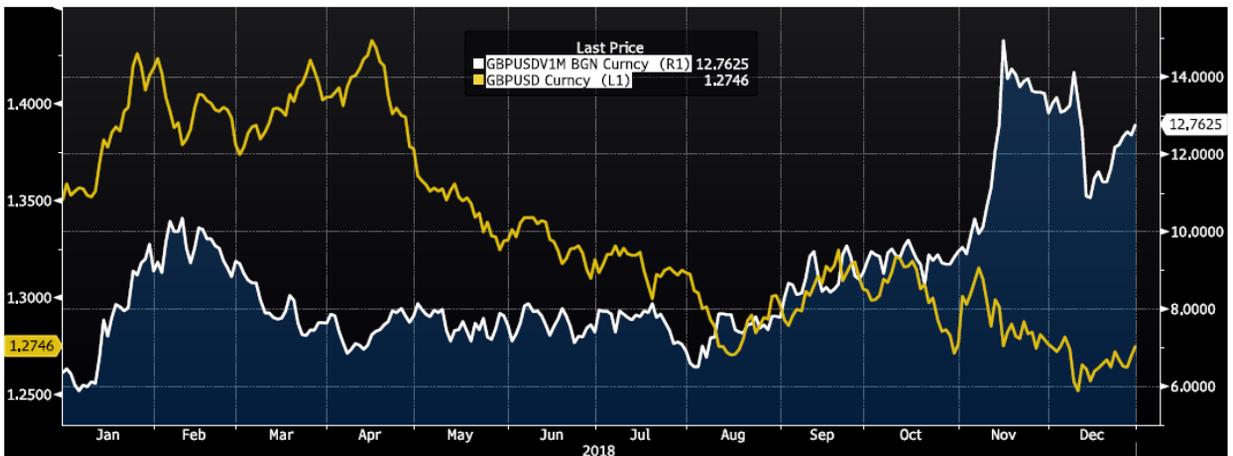
Comme le dit si bien un dicton Britannique: "You have to be a believer to make money". Autrement dit : il faut y croire pour gagner de l'argent. A cette époque il semble que nombre d'intervenants sur les volatilités du Cable étaient de fervents croyants dans un accord rapide conduisant à un « soft Brexit ».

Mais les divers imbroglios politiques dont Westminster est si friand ne donnant aucun signe de résolution, tout le monde finit par réaliser durant l'été que la probabilité de ce qu'on appelle un NO DEAL Brexit était en fait non négligeable! Dès lors les volatilités sur toutes les maturités explosèrent à la hausse! La 1M Vol. fit plus que doubler, atteignant 14.935% le 15 novembre tandis que la 3M Vol. touchait un point haut à 14.925%, en partant d'un peu en dessous de 8%.

L'annonce officielle de la conclusion d'un accord soulagea quelque peu la pression sur les volatilités qui consolidèrent donc un peu plus bas (vers 10.87% sur la 1M Vol.) avant qu'une nième volte-face politique du gouvernement Britannique n'assure que 2018 se terminerait SANS aucun accord puisque le vote d'approbation du parlement fut repoussé à janvier 2019 ! Ceci provoqua bien sûr un rebond des volatilités: la 1M Vol. remonta à 12.765% en fin d'année (13.255% sur la 3M Vol.). Cf graphique ci-dessous 1M Vol. (Courbe blanche Echelle D):

**Bloomberg**

GBPUSDV1M Cumcy (GBP-USD OPT VOL 1M)  
GBPUSD Cumcy (GBP-USD X-RATE)



Source: Bloomberg

Ainsi, la volatilité sur cet actif a doublé dans le courant de l'année, quand le sous-jacent, le Cable (courbe jaune Echelle G) a à peine bougé de 10%....

### 3/ CONCLUSION



Comparé aux deux “Belles au bois dormant” étudiées en I/ et II/, la **SEULE** différence est que le Cable :GBP/USD fut complètement plombé par les énormes incertitudes politiques dues aux négociations UK/EU. Au final, une fois passé l’espoir en un accord rapide, la probabilité d’un désastre, c’est-à-dire un « no-deal Brexit », s’est renforcé significativement et les vagues d’achats de Vol. en panique se mirent à déferler rapidement, soit pour couper des positions short existantes soit pour couvrir de réels risques financiers. Tout cela a été bien suffisant pour mettre un terme abrupt aux politiques monétaires de la BOE destinées à « supprimer la volatilité ». Cet épisode particulier fournit un exemple parfait de ce que l’on appelle un « tail risk » (risque de queue de distribution). Ce genre de risques se matérialise rarement mais leurs conséquences en cas d’avènement peuvent être brutales et dévastatrices. En général, les options constituent un outil très efficace pour se protéger contre de tels risques, tant que votre position options n’est PAS une position VENDEUSE de volatilité. ....

## IV/ VOLATILITÉ CNY/USD

Qu’arrive-t-il quand on devient une arme dans une bataille politique féroce ? ...

### 1/ COMMENT COMMENÇA L’ANNEE

Ironiquement, le Yuan Chinois commença l’année en faisant déjà l’objet de manipulations, comme un “outil” pour montrer au gouvernement US que la Chine n’était PAS un pays manipulant sa devise. ... Ainsi depuis un niveau initial de CNY/USD à 6.5 au début de l’année, la devise Chinoise a continué à grimper vers 6.30 et a atteint la barre des 6.27 en février et finalement le plus haut annuel à 6.269 le 11 avril. Pendant ce temps, les volatilités du CNY se comportèrent de la même façon que les celles de l’EUR, du JPY ou du GBP. Elles commencèrent bas, établirent un plus haut durant le Vol-mageddon sur les actions le 8 février avant de rebaisser fortement par la suite.

Voici par exemple le graphe de la 1M Vol. :

USDCNYV1M Curncy (USD-CNY OPT VOL 1M)

Bloomberg



Source: Bloomberg

## 2/ LA VOLATILITÉ A ÉTÉ... VOLATILE TOUTE L'ANNEE

Vers le milieu du mois d'avril quand la rhétorique des officiels US se mit à décrire l'accord de libre échange avec la Chine comme très déséquilibré, la situation du Yuan a commencé une longue dégradation. A partir de ce moment, le Renminbi a baissé sans interruptions jusqu'à 6.975 atteint le dernier jour d'octobre (soit 2 jours après que le SP500 ait établi un plus bas local). Bien évidemment, cette baisse ininterrompue, entretenue puis aggravée par l'escalade verbale entre les deux pays puis les représailles sous formes de droits de douane toujours plus élevés ont fini par attirer l'attention des marchés de Vol. A partir d'un point bas de 3.95% sur la 3M Vol. par exemple (mi juin), la cassure du niveau des 6.40 a déclenché une hausse brutale jusqu'à 6.70% début août. Soit une hausse de 70% en un mois et demi. Pas encore un doublement de la Vol. mais une hausse significative néanmoins! Le graphe ci-dessous nous montre la courbe de la 3M Vol. (en blanc Echelle D) et la courbe du CNY/USD (en jaune Echelle G).

USDCNYV3M Curncy (USD-CNY OPT VOL 3M)  
USDCNY Curncy (USD-CNY X-RATE)



Source: Bloomberg

Mais, aussi surprenant que cela paraisse, un optimisme venu de nulle part concernant la signature d'un hypothétique accord commercial incita le marché à se débarrasser à nouveau de la volatilité en août et septembre, ce qui l'entraîna jusqu'à un plus bas intermédiaire de 4.64% traité le 1er octobre, deux jours avant le plus haut historique du Dow Jones. Comme partout ailleurs, octobre restera comme une calamité pour les vendeurs de Vol. L'annonce officielle qu'une nouvelle vague de hausse de 25% des droits de douane serait appliquée sur un nombre toujours croissant de biens fabriqués en Chine à partir de 2019 provoqua un nouveau déclin du Rénminbi jusqu'à son plus bas de 6.975 pendant que les Vol. repartaient à la hausse (jusqu'à 6.5% sur la 3M Vol.) avant de se stabiliser vers 5.68% (toujours sur la 3M Vol.) pour terminer une année très ... volatile.

### 3/ CONCLUSION

Donc, plutôt que d'exploser à la hausse vers des niveaux stratosphériques, la volatilité du yuan Chinois fut en elle-même très volatile, bougeant très vite de la borne inférieure de son « trading range » jusqu'à sa borne supérieure et redescendant tout aussi vite ! Il ne fait pratiquement aucun doute que les actions de la Banque centrale Chinoise (PBoC) visant à contrôler la baisse de la devise avant de recommencer à réinjecter des liquidités dans le système vers la fin de l'année contribuèrent énormément à contenir les inévitables pics de volatilité à des niveaux toujours inférieurs aux plus hauts atteints en 2015 et 2016. Ce point est illustré sur le graphe de la 3M Vol. sur 5 ans ci-dessous (courbe blanche Echelle D). Quelle que soit la façon dont vous regardez ce chart,

il est clair que depuis la dévaluation du Renminbi en août 2015, le régime de volatilité a changé et qu'à l'opposé de l'EUR/USD et du USD/JPY, la volatilité moyenne de la paire CNY/USD est bien plus élevée maintenant qu'elle ne l'était avant 2015. Ceci devrait être le cas tant qu'un « vrai » accord de libre échange ne sera pas signé entre les 2 pays.

Bloomberg

USDCNYV3M Curncy (USD-CNY OPT VOL 3M)  
USDCNY Curncy (USD-CNY X-RATE)



Source: Bloomberg

## V/ VOLATILITÉ USD/BRL

Les volatilités en général très élevées des devises de marchés Emergents sont à déconseiller aux cœurs sensibles.....

### 1/COMMENT COMMENCA L'ANNÉE ?

A l'inverse des devises des grosses économies (G5) que nous venons d'étudier et qui toutes se sont dépréciées contre l'USD, le Real Brésilien a démarré l'année en étant très soutenu, grimpant de 3.25 to 3.2368 le 24 janvier avant de se stabiliser dans la zone des 3.20 pour environ 2 mois puis de commencer à baisser en avril quand il est devenu clair que l'économie Brésilienne ne se rétablissait pas aussi vite que prévu. La volatilité de la parité USD/BRL est donc restée très calme durant cette période, évoluant dans un range étroit: de 10.93% à 13.17%.

On peut constater sur le graphique ci-dessous, qui montre la 3M Vol. (courbe blanche Echelle D) et le USD/BRL taux de change spot (courbe jaune Echelle G) combien ce premier trimestre 2018 fut ennuyeux

USDBRLV3M Cumcy (USD-BRL OPT VOL 3M)  
USDBRL Cumcy (USD-BRL X-RATE)



Source: Bloomberg

## 2/ VOLATILITÉ: HAUSSE CONTINUE AVANT L' EXPLOSION

Quand le Real Brésilien cassa de façon décisive la barre des 3.5 au début de mai, les intervenants sur la volatilité commencèrent à en acheter. La baisse de la devise ne montrant aucun signe d'essoufflement, ils en achetèrent de plus en plus, jusqu'à l'emmener à un top intermédiaire à près de 18% mi-juin. Après une courte consolidation en juillet (de la baisse du Real), la volatilité se détendit un peu avant de repartir à la hausse début août. A ce moment de l'année plusieurs devises de marchés Emergents étaient déjà plus ou moins en train de craquer : la lire Turque, le Peso Argentin, la Roupie Pakistanaise, sans même parler du Bolivar Vénézuélien. Pour différentes raisons, mais surtout pour ce dont tout le monde commençait à parler: un accès facile à l' USD. En d'autres termes, la liquidité en USD se réduisait régulièrement. Dès lors, les unes après les autres les devises EM ont commencé à manquer « d'air », même les favorites des marchés comme le Peso Chilien. Evidemment le Real ne pouvait pas y échapper.. Et donc il craqua à son tour, pas vraiment aidé par les sondages qui donnaient le candidat du parti socialiste favori pour les élections présidentielles d'octobre... Ainsi d'un niveau de 3.69 à la fin juillet, le Real s'effondra jusqu'à 4.2071 le 20 septembre, soit une baisse de 14% en moins de 2 mois pour une devise d'un des plus gros pays au monde. En pareil cas, la volatilité DOIT suivre. Et elle le fit! Ô combien! Elle explosa à la hausse sur toutes les maturités (cf graphique ci-dessus)! La volatilité à plus court terme a plus que doublé en 5 semaines, explosant de 14% à 31.81% le 11 septembre. Voir le graphique ci-dessous qui montre la courbe de la 1M Vol. en 2018....

USDBRLV1M Curncy (USD-BRL OPT VOL 1M)



Source: Bloomberg

Le “double top” du pic, au-dessus de 31% était partiellement dû à la quasi-certitude que le candidat socialiste serait en fin de compte élu président en octobre. Il va de soi que quand les résultats du premier tour le 7 octobre furent annoncés et qu'ils montrèrent le candidat de droite, M Bolsonaro, doté d'une confortable avance (46% des suffrages et la perspective d'une victoire facile) ce fût au tour de la volatilité de s'effondrer ! Elle retourna à son point de départ: autour de 14%.... Au total un mouvement de Vol. bien plus violent que la correction du Real lui-même.

### 3/ CONCLUSION

Pour ceux qui ne seraient pas encore convaincus que les devises des marchés Emergents sont les plus volatiles, l'exemple du Real Brésilien devrait fournir quelque début de preuve. Comparé aux devises des USA, du Japon, de l' Eurozone ou de la Chine, les devises des marchés Emergents ne sont pas gérées aussi efficacement par leurs Banques Centrales qui manquent à la fois de réserves et même parfois d'outils (accords de swaps de devises avec la FED par exemple). Les économies Emergentes étant ultra-dépendantes des financements en USD et donc de liquidité du USD pour se développer, toute hausse prolongée du USD conduit inévitablement à une cascade de dévaluations de leurs devises, à des faillites de certaines de leurs compagnies dont la dette est libellée en USD, et pour finir à une autre crise économique sévère, comme nous l'avons vu une fois de plus en 2018 après un autre épisode en 2015/2016.

Ces conditions de marché très particulières sont idéales pour voir d'énormes hausses de volatilité. Sur le graphique suivant de la 3M Vol. (courbe blanche Echelle D) et du cross USD/BRL (courbe jaune Echelle G) sur une période de 5 ans, on peut clairement voir que la 3M Vol. a regrimpé jusqu'à son pic précédent atteint durant l'été 2015 pendant la dernière crise sévère des marchés Emergents déclenchée par la dévaluation du CNY. Si on ajoute à cela les incertitudes politiques, on obtient un cocktail détonnant ! Une bonne recette pour un beau feu d'artifice! On peut remarquer sur le graphe suivant que l'amplitude de la hausse de Vol. en 2018 a été bien plus importante que celle de 2015. Ceci est dû en grande partie à l'incertitude politique qui entourait l'issue de l'élection présidentielle.

Une conclusion plus générale encore de cette étude est que "jouer" sur la volatilité des devises Emergentes est un autre moyen de prendre une position sur le USD.

Bloomberg

USDBRLV3M Curncy (USD-BRL OPT VOL 3M)  
USDBRL Curncy (USD-BRL X-RATE)



Source: Bloomberg