

ECOWEEK

No. 18-28, 13 juillet 2018

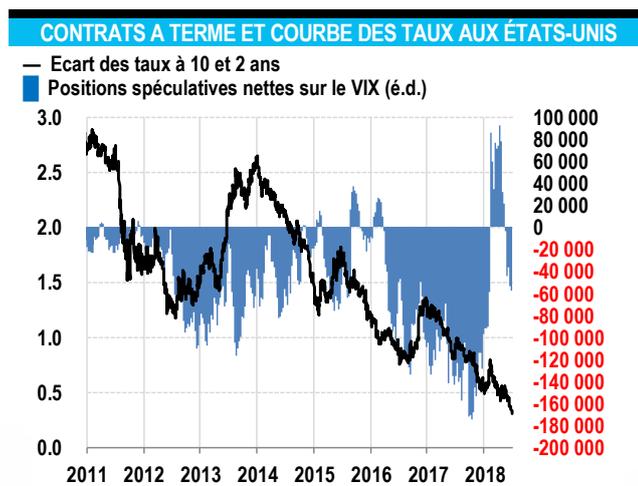
Marchés financiers : des signaux contradictoires

- D'après les positions spéculatives des contrats à terme sur le VIX, la volatilité resterait faible et exclurait tout choc de croissance ou d'inflation
- L'aplatissement de la courbe des taux aux États-Unis montre que les investisseurs anticipent un ralentissement
- Ces anticipations contradictoires peuvent refléter des horizons d'investissement différents mais au final une seule sera juste

« La beauté est dans les yeux de celui qui regarde. » Cette expression vaut aussi pour qui jauge la conjoncture économique à l'aune des indicateurs de marché. Les positions spéculatives nettes des contrats à terme sur le VIX¹ incitent à la confiance : après une brève excursion en territoire positif en février, quand les surprises sur le front de l'inflation aux États-Unis ont créé des turbulences, les positions nettes sont redevenues négatives : les investisseurs s'attendent à ce que l'inflation, la croissance et la politique monétaire – des causes potentielles de poussées de volatilité – évoluent conformément aux attentes. L'aplatissement de la courbe des taux dépeint tout autre chose : en dépit du cycle de resserrement monétaire, l'écart entre les taux à 10 ans et à 2 ans se réduit et alimente les craintes de récession. En effet, les récessions passées ont été précédées d'inversions de la courbe des taux. Pour les investisseurs, les taux d'intérêt à court terme ne pourront éternellement se maintenir à leur niveau actuel car la croissance finira par ralentir, d'où cet aplatissement. Il indique en outre que les ménages, anticipant un ralentissement, cherchent à protéger leurs revenus en s'arrimant aux taux d'intérêt à long terme, pensant que d'ici à ce que le ralentissement fasse parler de lui, les rendements auront déjà considérablement chuté.

Comment une même information peut induire des signaux contradictoires ? Il peut s'agir d'une différence d'horizon. Les positions vendeuses de contrats à terme sur le VIX relèvent généralement d'un horizon court : chaque jour sans poussée de volatilité implicite génère de l'argent quand la courbe est en *contango* (quand les contrats à court terme sur le VIX se traitent à un cours inférieur à celui des contrats à échéance plus longue). Dans le cadre d'une stratégie d'aplatissement de la courbe des taux, l'investisseur obligataire privilégie les obligations à échéance plus lointaine, afin d'être assuré de participer au début du cycle haussier du marché obligataire, quitte à s'accommoder d'une performance volatile à court terme. Ces deux types d'investisseurs peuvent voir leurs anticipations réalisées, mais ils ne peuvent pas avoir tout le temps raison. Quand la balance penche en faveur du point de vue de l'investisseur obligataire sur l'économie, la situation peut se compliquer et causer une poussée de volatilité et des ajustements de portefeuille par l'activation des ordres *stop loss* de liquidation des positions vendeuses sur le VIX. Ainsi, dans une perspective économique, ces points de vue contradictoires sont source d'inquiétude car ils rendent plus probable une poussée de volatilité qui aurait des conséquences sur l'ensemble des marchés. Celles-ci pourraient alors, par ricochet, peser sur la confiance des investisseurs et sur celle des acteurs de l'économie réelle.

¹ L'indice de volatilité Cboe Volatility Index® (VIX® Index) mesure les attentes du marché concernant la volatilité future du S&P 500 sur une durée constante de 30 jours. Il se fonde sur le cours des options de vente et d'achat des différents prix d'exercice de cet indice. Il a donné lieu à la création de contrats à terme et d'options négociables sur le VIX (source : www.cboe.com).



Sources : Bloomberg , BNP Paribas

William De Vijlder

p. 2

Revue des marchés

p. 3

Baromètre & calendrier

p. 4

Scénario économique

Eco
WEEK

DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change