

# BLUE PAPER

*Juin 2015*

## » La volatilité de la volatilité

*Le signal d'une fréquence accrue des événements extrêmes*

## » Auteurs



### **Francesco Sandrini est responsable des solutions boursières multi-actifs chez Pioneer Investments.**

Il a la responsabilité de la gestion de portefeuilles multi-actifs tout en offrant des services de conseil et des solutions d'investissement personnalisées aux investisseurs institutionnels dans le cadre de ses doubles fonctions de responsable de la gestion fiduciaire et de responsable ALM (gestion de bilan).



### **Adam MacNulty est gérant de portefeuille clients chez Pioneer Investments, spécialisé dans les solutions multi-actifs**

Ses fonctions consistent à expliquer la philosophie et le processus d'investissement des fonds multi-actifs, leur performance ainsi que l'évolution de la performance globale des marchés financiers, des tendances économiques et des prévisions économiques de la société.

## **Autres contributeurs:**

### **Hicham Allouani**

Stratégiste

### **Claudio Bertino**

Directrice de la communication  
financière stratégie et marketing  
monde

---

Nous pensons que les investisseurs doivent revoir la manière dont leurs portefeuilles sont construits et investis afin de se protéger contre la fréquence croissante d'événements extrêmes.

Au cours de ces derniers mois, les marchés ont connu une accélération de la fréquence des événements extrêmes, dont notamment la baisse des bons du Trésor américains et la forte hausse du franc suisse. Dans ce contexte, les investisseurs doivent réévaluer leurs méthodes habituelles de mesure du risque. Nous pensons que l'indice de volatilité de la volatilité (VVIX, de l'anglais Volatility of Volatility Index) pourrait constituer un indicateur prévisionnel du risque d'événements extrêmes plus adapté que la volatilité historique et qu'il devrait être pris en compte dans la construction de portefeuilles robustes.

## » Points clés

- Des événements imprévus peuvent déclencher des fluctuations de cours extrêmes, appelées « événements extrêmes »
- Les mesures habituelles du risque ne donnent pas forcément une vision complète du risque des portefeuilles
- L'indice de volatilité de la volatilité est resté élevé depuis le « krach éclair » de mai 2010
- Les investisseurs font désormais face à une augmentation de la fréquence des événements extrêmes accompagnée d'un retour à des niveaux de volatilité de marché plus normaux
- Cette fréquence accrue des « événements extrêmes » renforce l'importance des techniques de couverture dans la construction des portefeuilles et la gestion du risque

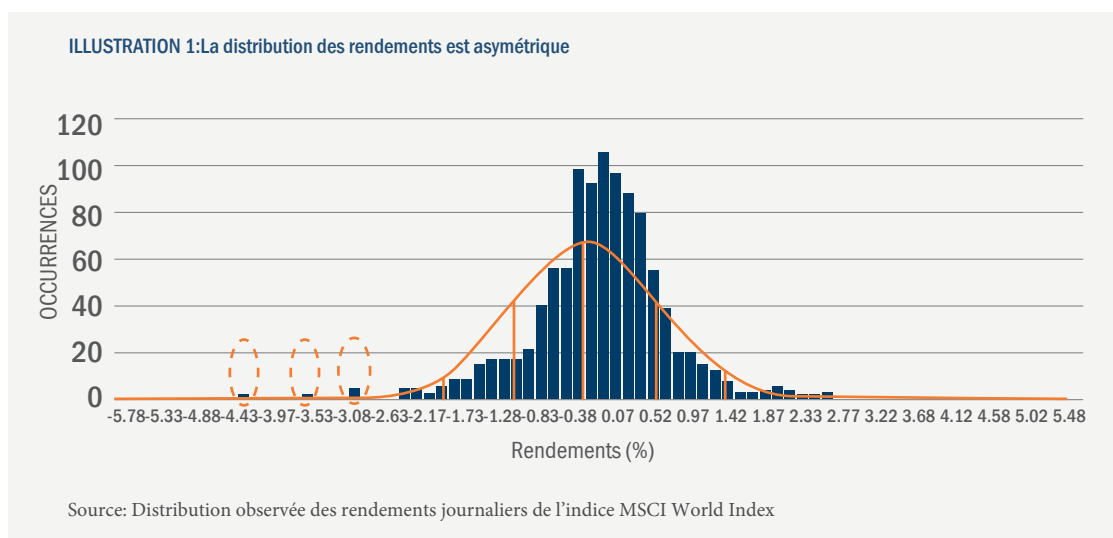
## » L'approche traditionnelle de mesure du risque des portefeuille est par nature limitée

Il est courant pour les investisseurs d'utiliser l'écart type des rendements sur une période donnée comme mesure de la volatilité historique. En associant cette information aux niveaux passés de corrélation entre différents titres ou différentes classes d'actifs, les investisseurs s'efforcent de réduire le risque non systématique de leurs portefeuilles (risque diversifiable) au moyen de la diversification. Cette diversification s'effectue généralement à travers différentes classes d'actifs, différents secteurs ou différentes régions. Cette approche issue de la « théorie moderne du portefeuille » n'est toutefois efficace que si certaines conditions sont respectées, ce qui est selon nous rarement le cas en réalité, pour les raisons suivantes :

### 1. ÉCART TYPE : SUPPOSE UNE DISTRIBUTION GAUSSIENNE DES RENDEMENTS

L'utilisation de l'écart type des rendements comme mesure de la volatilité suppose une distribution normale des rendements en fonction de variables indépendantes. Dans la plupart des cas, il n'est pas possible d'établir la validité de ces hypothèses, et si l'écart type des rendements est relativement facile à calculer, il ne donne qu'une vision approximative du niveau de risque. A titre d'illustration, observons la distribution des rendements journaliers de l'indice MSCI World sur les cinq dernières années (figure 1).

Les rendements effectifs sont plus nombreux à proximité de la moyenne, avec des queues de distribution plus « épaisses » que dans une distribution normale.



On observe deux grandes différences entre la distribution normale (courbe orange) et la distribution effective des rendements (diagramme en bâtons) dans la figure 1.

1. Les rendements effectifs sont plus nombreux autour du rendement moyen ou médian, avec des pointes supérieures à celles de la courbe de Gauss.
2. Les rendements effectifs ont des queues de distribution plus « épaisses » que dans une distribution normale.

Ce coefficient d'aplatissement élevé signifie que la probabilité d'événements « extrêmes » est plus élevée que ce que prévoit une loi normale, ce qui a des répercussions significatives.

#### Exemple

Sur les cinq dernières années, le rendement journalier de l'indice MSCI World a chuté de -3 % ou plus à quatre reprises, ce qui est vingt-cinq fois plus que la probabilité de distribution normale des rendements : les « événements extrêmes » se produisent donc plus souvent que ce qui est prévu

## 2. DYNAMIQUE DES CORRÉLATIONS : EN TRAIN DE CHANGER

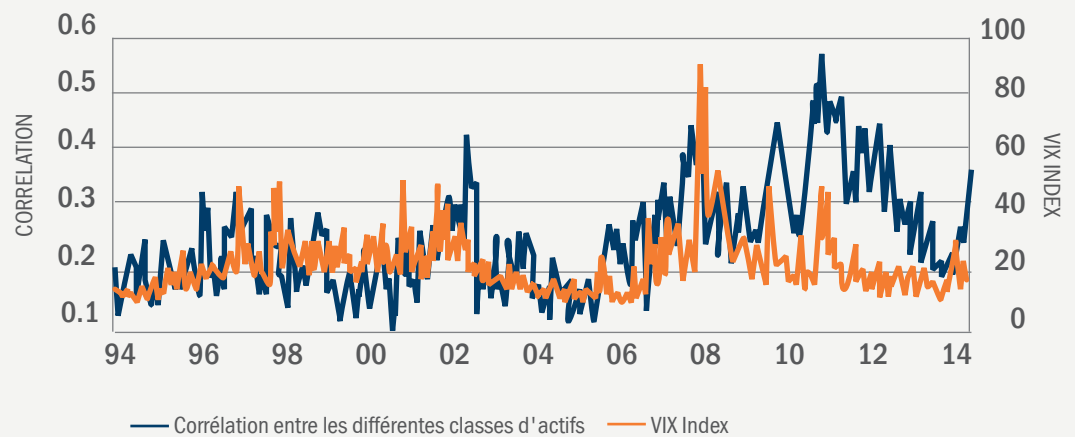
Pour optimiser un portefeuille en vue de réduire le niveau de risque effectivement observé, le degré de corrélation entre actifs doit rester stables dans le temps. Les épisodes récents de turbulences sur les marchés financiers ont montré que cela pouvait constituer un défi pour les stratégies traditionnelles d'allocation d'actifs. Sur les huit dernières années, en période de stress important sur les marchés, les portefeuilles diversifiés sur la base des catégories traditionnelles (par classes d'actifs) ont enregistré des pertes importantes, les différentes classes d'actifs enregistrant des pertes simultanées en dépit d'un historique de faible corrélation. Ces pertes n'étaient pas simplement le résultat d'une volatilité plus forte sur l'ensemble des classes d'actifs, mais également d'un changement de la dynamique des corrélations.

Depuis 2007, les corrélations croisées entre les différentes classes d'actifs ont fortement augmenté.

La figure 2 présente l'évolution de la corrélation moyenne entre différentes classes d'actifs sur les vingt dernières années et l'indice de volatilité CBOE (VIX). Ce n'est que récemment, dans l'environnement de volatilité réduite généré par les politiques d'assouplissement monétaires des grandes banques centrales, que ces corrélations se sont orientées à la baisse. Cette tendance semble s'être inversée pendant le 4<sup>ème</sup> trimestre 2014, alors que l'indice VIX restait relativement bas. Si cet indice devait remonter, nous pensons qu'il y aurait un risque réel que les corrélations entre classes d'actifs se renforcent encore plus.



Illustration 2 : CORRÉLATIONS ACCRUES EN PÉRIODE DE TURBULENCES SUR LES MARCHÉS



Source: Pioneer Investments, Bloomberg. données au 27 février 2015. La « corrélation globale multi-actifs » est calculée comme l'amplitude moyenne des corrélations multi-actifs sur 3 mois glissants sur la base des rendements/changements journaliers, entre (1) l'indice S&P500, (2) les rendements obligataires (moyenne des obligations du gouvernement américain à 2 et 10 ans), (3) la courbe des taux (obligations du gouvernement américain 10 - 2 ans), (4) les marges de crédit (Moody's BAA - taux des obligations à 10 ans du gouvernement américain), (5) l'indice Dollar (DXY) & (6) les matières premières (GSCI Spot).

### 3. HÉTÉROSCÉDASTICITÉ : PEUT CONDUIRE À SOUS-ESTIMER LE RISQUE

Nous savons que les corrélations ne sont pas stables dans le temps et que la variance des rendements observés varie dans le temps : on la dit hétéroscédastique.

#### HÉTÉROSCÉDASTICITÉ - EXEMPLE:

Considérons un échantillon de revenus et dépenses de consommation des ménages. Sachant que les ménages à faibles revenus ont peu de flexibilité dans leurs dépenses, les comportements de consommation parmi ces ménages risquent de ne pas beaucoup varier. En revanche, les ménages riches ont une marge importante de souplesse dans leurs dépenses. Certains peuvent être des consommateurs importants, tandis que d'autres seront de gros épargnants et d'importants investisseurs sur les marchés financiers. Cela signifie que leur consommation effective peut s'avérer très différente de la consommation moyenne. Par conséquent, la distribution de la consommation des ménages à revenus plus élevés présentera très probablement une dispersion plus importante autour de la consommation moyenne que celle des ménages à plus faibles revenus.

Source: Econometrics - The Nature of Heteroskedasticity .NCKU. Yin-Feng Gau 2002

Nous savons qu'il existe une volatilité de la volatilité des rendements de portefeuilles. Lorsque les investisseurs se réfèrent à la volatilité passée pour mesurer le risque, ils ne réalisent pas forcément que la volatilité effective de leur portefeuille diffère de la volatilité historique, et que par conséquent, les niveaux actuels de volatilité ne sont pas la norme.

L'hétéroscédasticité est importante parce que l'écart type des rendements n'est pas constant et qu'il a au contraire tendance à fluctuer en fonction de la période d'examen. Cela signifie que les investisseurs risquent de sous-estimer le niveau effectif de risque de leurs portefeuilles.

**LES TROIS RAISONS CI-DESSUS ILLUSTRENT LES LIMITES DE L'APPROCHE TRADITIONNELLE DU RISQUE. LA VOLATILITÉ EST EN OUTRE MAINTENUE À DES NIVEAUX ARTIFICIELLEMENT BAS PAR LES MESURES DES GRANDES BANQUES CENTRALES. CES MESURES POURRAIENT ÊTRE EN TRAIN DE SEMER LES GERMES D'UNE HAUSSE FUTURE DE LA VOLATILITÉ ET D'UNE AUGMENTATION DE LA FRÉQUENCE DES ÉVÉNEMENTS EXTRÊMES. DANS LES PAGES SUIVANTES, NOUS EN EXAMINONS LE MÉCANISME.**

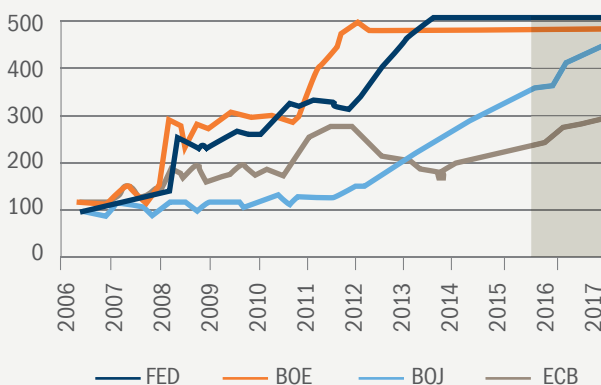
## » Les conséquences imprévues des politiques des banques centrales sur la volatilité

Depuis la crise financière mondiale de 2007-2008, les grandes banques centrales ont appliqué des politiques monétaires non conventionnelles à grande échelle. Les taux directeurs ont été fortement réduits et les rendements à 10 ans des obligations souveraines ont atteint des niveaux historiquement bas, déclenchant une quête de rendement à travers toutes les classes d'actifs et entraînant une compression des rendements dans un environnement de faible croissance et de pressions désinflationnistes. Ces politiques ont généré un environnement de volatilité artificiellement faible dans lequel les investisseurs se sentent obligés de prendre des niveaux de risque de plus en plus élevés pour générer les rendements attendus. Mais au final, ils sont en train de préparer le terrain pour une volatilité accrue à l'avenir, le véritable niveau de risque qu'ils acceptent aujourd'hui étant sous-estimé.

#### ILLUSTRATION 3: L'APPORT DE LIQUIDITÉ DANS LE SYSTÈME

Les bilans des banques centrales se sont alourdis

BASE 100 AU 3/12/2006

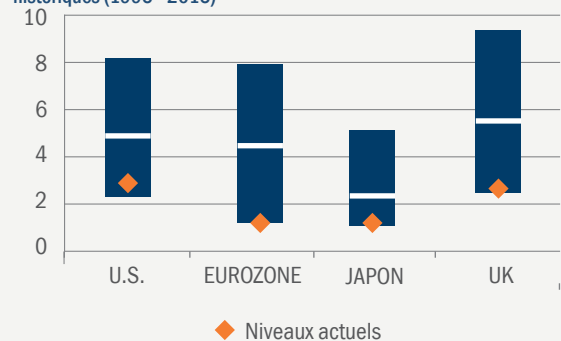


Source: Pioneer Investments, Banques centrales, Bloomberg.

Données au 15 Janvier 2015.

#### ILLUSTRATION 4: L'ASSOUPLISSEMENT QUANTITATIF A FAIT BAISSER ENCORE PLUS LES RENDEMENTS

Les rendements des obligations d'État sont proches de leurs plus bas niveaux historiques (1995 - 2015)



Source: Données Bloomberg au 3 avril 2015. Obligations d'états à 10 ans.

## » Une volatilité artificiellement basse

Fin 2014, les indicateurs de volatilité se situaient à leur niveau le plus bas depuis plusieurs années. Le graphique ci-dessous présente l'historique sur quinze ans de deux indicateurs de volatilité : l'indice Merrill Lynch MOVE et l'indice CBOE VIX.

### L'INDICE MOVE :

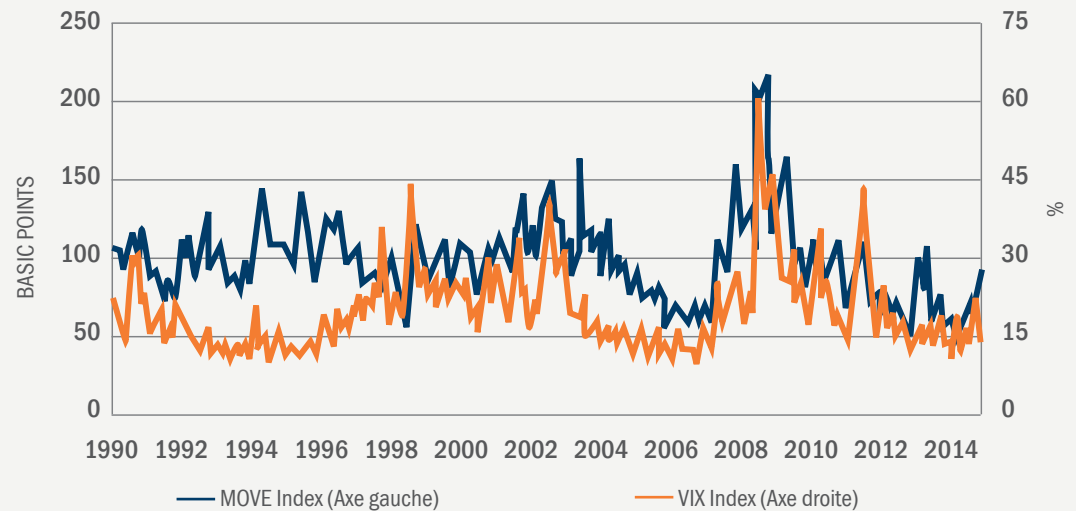
Cet indice a été mis au point par Merrill Lynch pour mesurer la volatilité implicite du marché des bons du Trésor américain. Il représente la moyenne pondérée en fonction de la courbe des taux de la volatilité implicite normalisée des options à 30 jours qui reflète l'estimation par le marché de la volatilité future du rendement des bons du Trésor. Cet indice est l'équivalent obligataire du VIX. Il a tendance à fluctuer entre 80 and 120, les niveaux inférieurs à 80 signalant une extrême confiance et les niveaux supérieurs à 120 une extrême inquiétude.

### THE VIX INDEX:

Cet indice mesure la volatilité à 30 jours prévue par le marché. Il est construit sur la base de la volatilité implicite d'un large éventail d'options sur l'indice S&P 500. Il s'agit d'un indicateur prospectif calculé sur la base des options de vente et des options d'achat. Le VIX est une mesure largement utilisée du risque de marché, souvent surnommée la « jauge de peur des investisseurs ». Les valeurs du VIX supérieures à 30 sont généralement associées à une forte volatilité en raison d'incertitudes, ou de craintes des investisseurs, tandis que les valeurs inférieures à 20 correspondent généralement à des comportements de marché plus calmes, voire complaisants.

Pourquoi le faible niveau des indices VIX ou MOVE serait-il source d'inquiétude ? La réponse peut de prime abord sembler illogique. Pour qu'un « événement extrême » se produise, le marché doit être pris de court. Un indicateur simple de l'état de (non) préparation du marché est la propension des investisseurs à acheter une « assurance sur le risque ». Sachant que la volatilité implicite est le coût de cette assurance, les indices VIX et MOVE correspondent à un tel indicateur. Plus ces indices sont bas, plus la demande de protection contre le risque est faible, et plus la probabilité d'événements « extrêmes » est élevée.

ILLUSTRATION 5 : LA VOLATILITÉ IMPLICITE EST À SON NIVEAU LE PLUS BAS DEPUIS PLUSIEURS ANNÉES POUR LES ACTIONS ET LES OBLIGATIONS



Source: Bloomberg, données au 25 novembre 2014. L'indice VIX est un indicateur de la volatilité future attendue de l'indice S&P500. L'indice MOVE est un indice pondéré en fonction de la courbe des taux de la volatilité implicite des options à 1 mois des options sur les bons du Trésor.

Plus les indices de volatilité sont bas, plus la demande de protection contre le risque est faible.

Plus cette demande est faible, plus la probabilité d'événements « extrêmes » est élevée.



Si ce flux de liquidité (émis par les autorités monétaires) devait se tarir, nous pensons que la volatilité des marchés pourrait revenir à des niveaux plus naturels, les investisseurs découvrant alors une nouvelle phase de comportement des marchés, comme par exemple des épisodes plus fréquents d'évaporation de la liquidité et/ou des pointes plus élevées de volatilité.

Il n'y a plus de synchronisme de politique entre les grandes banques centrales. La Banque centrale européenne et la Banque du Japon continuent de suivre une politique monétaire très laxiste tandis que la Réserve fédérale américaine semble prête à relever ses taux pour la première fois en quasiment neuf ans.

Par conséquent, les investisseurs prudents ont intérêt à prêter une attention particulière à la volatilité de la volatilité lorsqu'ils essaient d'avoir une vision claire du niveau de risque de leurs portefeuilles.

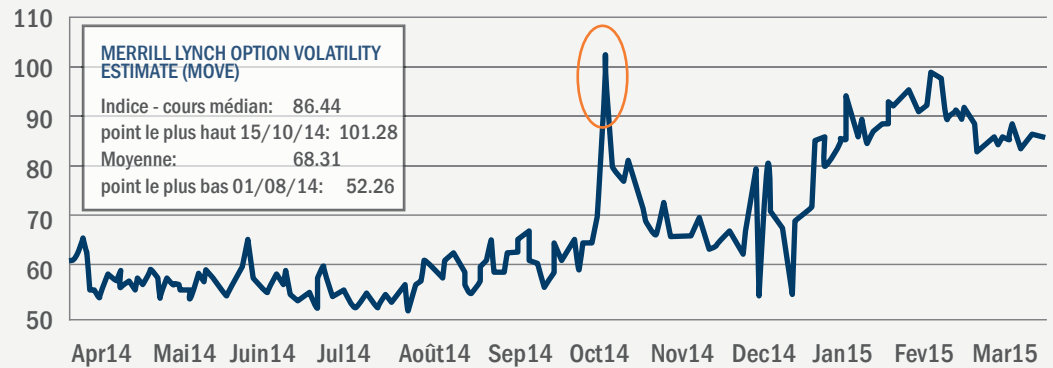


## » Une liquidité abondante. Mais pas là où elle est nécessaire.

Une autre conséquence imprévue des réglementations accrues depuis la crise financière mondiale est le peu de volonté des banques d'investissement d'abriter au sein de leur propre bilan les opportunités d'arbitrage de risque sur les marchés. Une étude Morgan Stanley, Oliver Wyman (mars 2015) estime que la taille du bilan global des banques soutenant les activités de marché a diminué de 40 % depuis 2010. La liquidité globale des marchés a donc chuté en conséquence, les marchés étant désormais dominés par les investisseurs acheteurs de titres (« buy-side ») avec un nombre plus restreint de participants. Cette liquidité réduite accentue le risque de mouvements de cours extrêmes.

Au cours de l'année écoulée, les rendements américains ont chuté et les courbes se sont aplaties sur fond d'inquiétude croissante des investisseurs quant à la croissance et à l'inflation. En cas de surprise économique dans le bon sens, ou de changement d'attitude de la Fed, les rendements pourraient rebondir et la volatilité revenir à des niveaux plus "normaux". »»

ILLUSTRATION 5 : LA VOLATILITÉ IMPLICITE EST À SON NIVEAU LE PLUS BAS DEPUIS PLUSIEURS ANNÉES POUR LES ACTIONS ET LES OBLIGATIONS



Source: Données Bloomberg au 30 mars 2015.

## » Positions « surpeuplées » : alimentent le risque d'événements extrêmes

Une autre conséquence de la largesse des banques centrales et de la faiblesse des taux d'intérêt est le comportement « grégaire » des investisseurs en direction d'opérations « refuges » perçues comme telles principalement pour des raisons de génération de revenus ou de protection du capital. L'une des conséquences de ce « surpeuplement » de certaines positions est que si des investisseurs décident en même temps de vendre/sortir d'une position, le risque de vente au rabais augmente. Les ventes au rabais se produisent lorsque le vendeur d'un titre est obligé d'accepter n'importe quel prix, ce qui fait baisser les cours et monter la volatilité au-delà des niveaux habituels. Dans les situations de positions surpeuplées, une baisse quelconque peut donc avoir des répercussions disproportionnées sur les prix de marché. Nous en évoquons trois exemples ci-dessous :

### EXEMPLE 1 : DES CHIFFRES AMÉRICAINS DÉCEVANTS

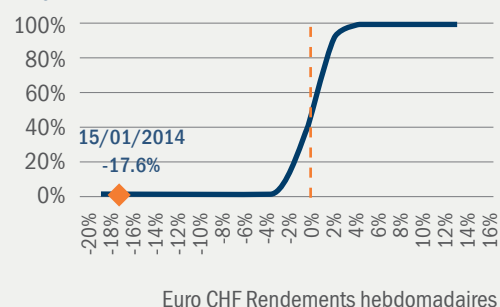
Au 4ème trimestre 2014, alors que les conditions économiques s'amélioraient à un rythme modéré aux États-Unis, une première hausse de taux américains était attendue pour 2015. Au 15 octobre 2014, un nombre sans précédent d'investisseurs étaient ainsi positionnés sur une hausse des taux américains. Mais les nouvelles du matin n'étaient pas bonnes : le virus Ebola semblait se propager de façon incontrôlée et la guerre au Moyen-Orient prenait de l'ampleur. À 8h30, le département américain du commerce publiait des chiffres décevants sur les ventes au détail. Il y eut brusquement un énorme changement d'état d'esprit et l'avis du consensus selon lequel la Réserve fédérale allait prochainement relever les taux s'est inversé. Les opérateurs et investisseurs qui avaient vendu à découvert des Bons du Trésor se sont précipités pour en racheter autant que possible afin de limiter leurs pertes. À 9h38, les rendements à 10 ans des bons du Trésor avaient plongé de 0,34 points de pourcentage, leur plus forte baisse en cinq ans, alors que la liquidité s'évaporait. Les investisseurs ont subi d'importantes pertes tandis que la responsabilité des fluctuations de cours extrêmes et de la disparition de la liquidité était en partie imputée à certaines formes de trading électronique telles que le trading algorithmique ou le trading à haute fréquence. Avec la généralisation de ces méthodes de trading, les marchés sont devenus plus volatiles – et moins liquides – juste au moment où la liquidité est plus que jamais nécessaire.

### EXEMPLE 2 – LE FRANC SUISSE ABANDONNE SON COURS PLANCHER

Le 15 janvier 2015, la Banque nationale suisse (BNS) annonce l'abandon du cours plancher du franc suisse (CHF) par rapport à l'euro. Cette déclaration provoque une hausse immédiate et spectaculaire du CHF, entraînant une forte baisse du marché des actions helvétiques et des pertes substantielles pour les investisseurs. Le graphique ci-joint illustre le caractère extrême de ces mouvements de marché.

Sur la base de la distribution des fréquences cumulées, les chances d'une perte de valeur de presque 20 % de l'euro par rapport au franc suisse en l'espace d'une semaine étaient largement inférieures à une sur un million. Le risque était donc manifestement sous-évalué.

UN RISQUE MAL APPRÉHENDÉ – TABLEAU DE DISTRIBUTION DES FRÉQUENCES CUMULÉES DU TAUX DE CHANGE EUR/CHF :



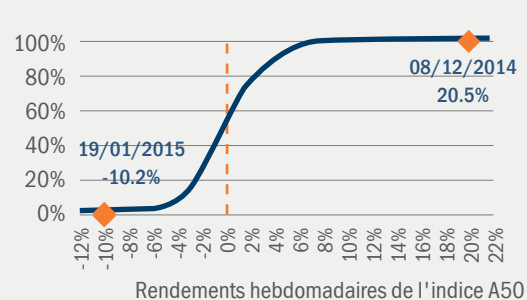
Source: Données Bloomberg au 30 mars 2015.

### EXEMPLE 3 – LE ROLLERCOASTER CHINOIS

Des fluctuations de cours extrêmes ont été observées sur le marché national des actions chinoises de type « A » entre décembre 2014 et janvier 2015. En moins d'un mois, les rendements hebdomadaires glissants de l'indice ont chuté de façon spectaculaire avant de rebondir, avec une amplitude plus de neuf fois supérieure à celle de leur volatilité historique sur 5 ans.

Sur la base d'une distribution similaire des fréquences cumulées, la probabilité d'un tel événement était là encore bien inférieure à une chance sur un million.

TABLEAU DE DISTRIBUTION DES FRÉQUENCES CUMULÉES DE L'INDICE A50 CHINOIS :



Source: Données Bloomberg au 30 mars 2015.

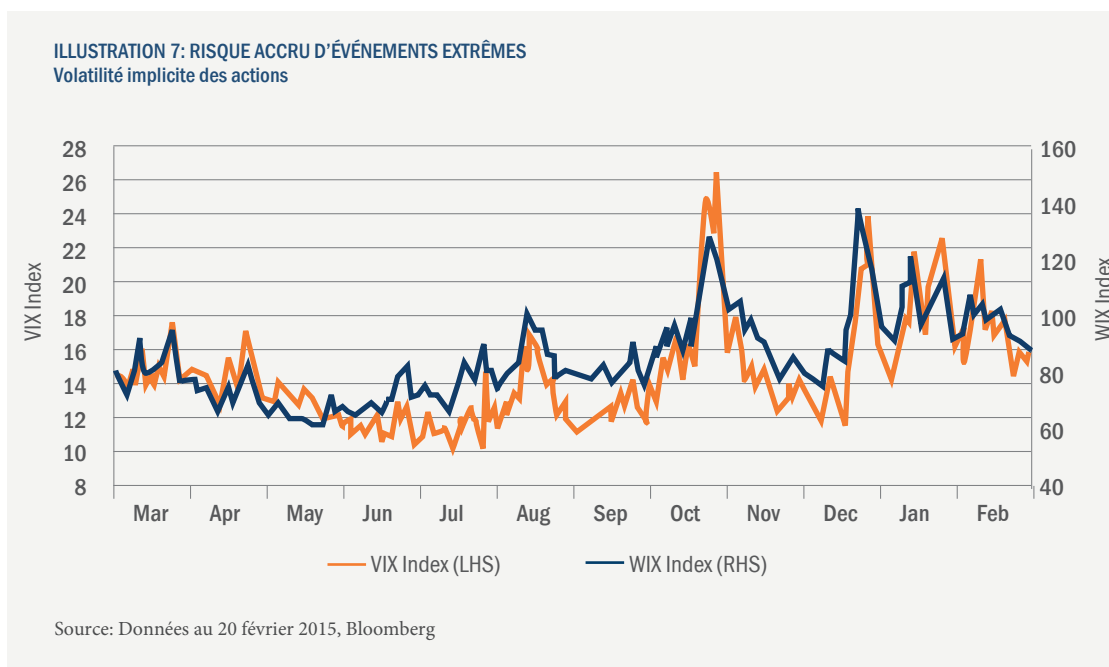
## » La volatilité de la volatilité : un indicateur prévisionnel utile

Nous avons expliqué les raisons pour lesquelles nous pensons que l'approche traditionnelle du risque a ses limites. De plus, le contexte de marché actuel et les politiques des banques centrales laissent à penser que les événements extrêmes se feront plus fréquents à l'avenir. Nous pensons que les investisseurs doivent regarder au-delà des définitions et mesures habituelles de la volatilité. Un de ces indicateurs est l'indice de volatilité du VIX, le VVIX, qui a été lancé en 2007. L'indice VVIX représente la volatilité de la volatilité au sens où il mesure la volatilité attendue du prix à terme à 30 jours du VIX. Ce prix à terme est le prix d'un contrat à terme hypothétique sur le VIX ayant une échéance de 30 jours. L'indice VVIX permet aux investisseurs d'évaluer la prime de risque contenue dans le prix des options sur l'indice VIX, de façon très similaire à la manière dont l'indice VIX du CBOE reflète la prime de risque des options sur l'indice S&P 500.

Le VVIX a tendance à fluctuer dans une fourchette de 60 à 140 autour d'une moyenne de 85. Le VIX a tendance à fluctuer dans une fourchette de 10 à 80 autour d'une moyenne de 22. Le VVIX et le VIX ont tous deux atteint des pointes locales en octobre 2008, pendant la crise financière mondiale et le « flash crash » de mai 2010. Depuis cette date, le VVIX est rarement passé en dessous de 80, ce qui laisse à penser qu'un nouveau régime de volatilité s'est mis en place après le « flash crash ».



Les investisseurs semblent s'inquiéter davantage du VIX et ont tendance à acheter plus de protection. >>



Pendant le quatrième trimestre 2014, le VIX comme le VVIX ont affiché des pointes plus élevées sur fond de craintes croissantes d'un ralentissement économique mondial. L'analyse de régression multiple montre qu'il existe une corrélation plus faible entre le VVIX et le S&P500 qu'entre le VIX et le S&P 500. Cela n'est pas surprenant, car le VIX reflète l'estimation de marché de la volatilité future du S&P500. La hausse du VVIX nous indique néanmoins que la prime de risque de l'indice VIX est en train d'augmenter. En d'autres termes, les acteurs du marché semblent s'inquiéter davantage de la valeur future du VIX et cherchent à acheter plus de protection contre les hausses de volatilité à venir. Dans un environnement de liquidité réduite et de positions surpeuplées, la volatilité de la volatilité semble dénoter une probabilité accrue d'événements extrêmes, susceptible d'avoir des répercussions importantes en termes de pertes de capital qui doivent inciter les investisseurs à repenser le niveau de risque encouru dans leurs portefeuilles.

Nous prévoyons un environnement de faible volatilité, mais avec des pointes soudaines et inattendues de volatilité, à savoir une « volatilité de la volatilité ». Il sera impératif dans cet environnement de tenir compte non seulement du risque intrinsèque des scénarios de base mesuré par la volatilité du portefeuille, mais également d'envisager le risque de survenue de scénarios alternatifs susceptibles de provoquer des événements dits « extrêmes ».

## >> L'importance accrue de la couverture

La récente crise financière rappelle aux investisseurs l'importance de protéger leurs portefeuilles du risque de pertes extrêmes, ces événements ayant un impact significatif sur les performances. Nous pensons que dans l'environnement actuel, les investisseurs prudents ont intérêt à envisager une couverture contre les événements extrêmes.

Dans le cadre de la gestion de ces événements extrêmes, il est important d'analyser plusieurs scénarios susceptibles de provoquer des pertes de capital importantes et d'estimer leur probabilité de réalisation. Une fois ces scénarios alternatifs identifiés, des tests de résistance peuvent être effectués sur le portefeuille global afin d'estimer l'ampleur des pertes prévisibles dans des circonstances extrêmes. Cela permet d'évaluer la manière la plus efficace de se prémunir du risque de pertes extrêmes. Grâce au développement des marchés de produits dérivés, il existe de nombreuses méthodes de couverture permettant de se protéger des événements extrêmes. En général, la décision de recourir à ces techniques devrait s'appuyer sur les résultats des tests de résistance, tout en tenant compte du coût de cette couverture.

Nous pensons que les techniques de couverture de portefeuille vont jouer un rôle de plus en plus important alors que la volatilité risque d'augmenter en raison des facteurs évoqués plus haut. La hausse de l'indice VVIX, qui repose sur un large échantillon d'options pour estimer la volatilité implicite, montre que le coût correspondant de couverture a augmenté sur l'ensemble du marché. Une couverture systématique ou aveugle du portefeuille risque donc de s'avérer coûteuse et peu efficace. Les investisseurs ont au contraire besoin d'un processus intelligent et robuste pour identifier les méthodes de couverture les plus appropriées au meilleur coût.

## » Conclusions

- Les indicateurs habituels de mesure de la liquidité ne donnent pas suffisamment d'informations aux investisseurs sur le niveau effectif de risque que ceux-ci encourent dans leurs portefeuilles.
- La possibilité d'une hausse prolongée de la volatilité subsiste :
  - L'environnement de faibles taux d'intérêt incite les investisseurs à prendre des risques supplémentaires pour atteindre leurs objectifs d'investissement
  - Il n'y a plus de synchronisme de politique entre les grandes banques centrales. La Banque centrale européenne et la Banque du Japon continuent d'appliquer une politique monétaire très laxiste tandis que la Réserve fédérale américaine semble prête à relever ses taux pour la première fois en quasiment neuf ans
  - Une liquidité abondante, mais pas là où elle serait nécessaire
  - Il existe des signes de comportement grégaire des investisseurs sur des positions de consensus
- Tant que cette situation perdure, nous pensons que la fréquence effective des événements extrêmes sera plus élevée que leur fréquence implicite.
- Nous pensons que ce risque plus élevé de pertes extrêmes (« fatter tails » en anglais) pourrait caractériser les marchés d'investissement dans un avenir prévisible et que les investisseurs doivent réévaluer leurs méthodes habituelles de mesure du risque et de construction des portefeuilles.
- Dans l'environnement actuel, les investisseurs prudents ont intérêt à envisager une couverture pour se prémunir du risque de pertes extrêmes.
- Dans le cadre de la gestion des événements extrêmes, il est important d'analyser plusieurs scénarios susceptibles de provoquer des pertes de capital importantes et d'estimer leur probabilité de réalisation.
- Il est indispensable d'effectuer des tests de résistance des portefeuilles pour évaluer l'ampleur des pertes potentielles dans des circonstances extrêmes. Cela permet de déterminer la manière la plus efficace de protéger les portefeuilles contre des pertes importantes.
- Nous sommes convaincus de l'importance renouvelée des techniques de couverture pour se protéger du risque de pertes extrêmes.
- Grâce au développement des marchés de produits dérivés, il existe de nombreuses techniques de couverture permettant de se protéger du risque de pertes extrêmes. Par expérience, il est prudent de couvrir les événements à faible probabilité qui sont susceptibles d'avoir un impact significatif sur la performance du portefeuille, tant que le coût de cette protection n'est pas prohibitif.

#### **IMPORTANT INFORMATION**

La diversification ne garantit pas de profit et ne protège pas contre le risque.

Toutes les informations contenues dans ce documents proviennent de Pioneer Investments et sont datées du 21 mai 2015. D'autre part, Toutes les visions exprimées n'appartiennent qu'à Pioneer Investments. Ces vues sont susceptibles de changés en fonction des conditions de marchés ou d'autres conditions et il n'y a aucune assurance que les pays, secteurs ou marchés ne performant comme espéré. Les investissements incluent la notion de risque, notamment les risques politiques et de devises. les performances peuvent chuter aussi vite qu'elles remontent et pourrait en résulter une perte en capital. Ce document ne constitue pas une proposition d'achat ou une sollicitation de vendre des titres sur des fonds ou des services.

Pioneer Investments est le nom d'usage de Pioneer Global Asset Management S.p.A. group of companies.

Première publication : 15 juin 2015

Follow us on:

---



---

[www.pioneerinvestments.com](http://www.pioneerinvestments.com)