

14 Avril 2017

Élection présidentielle en France : que pensent les marchés, suite et...

En février nous avons analysé d'un point de vue strictement technique les indicateurs qui révèlent le sentiment des marchés en vue de l'élection présidentielle française. A une semaine du premier tour les indications que nous donnent spread OAT / Bund et volatilité du CAC sont instructives.

Cette fois encore nous retiendrons comme indicateurs l'évolution du spread OAT/Bund et les mouvements de la volatilité du CAC40 alors que la cote des différents candidats se resserre dans les principales maisons de paris à mesure que l'échéance se rapproche.

Les marchés de taux

Le Spread OAT-BUND, c'est-à-dire le différentiel de taux entre les obligations d'Etat françaises et les obligations d'Etat allemandes, est l'un des premiers indicateurs qui traduit la confiance des investisseurs. Il a atteint à la fin février un sommet autour de 78 points de base (0,78%) puis s'est

réduit à 56 points de base fin mars et se trouve aujourd'hui sous les 74. Il demeure donc les 20% les plus hauts observés au cours des 5 dernières années signe d'une certaine tension perceptible sur le marché. Les opérateurs sont aussi particulièrement attentifs au spread BTP-Bund - le différentiel entre les obligations d'Etat italiennes et allemandes – dont l'évolution peut être révélatrice de la perception qu'à le marché du risque sur les pays dits « périphériques » de l'Europe. Très suivi également, l'écart de swap, c'est-à-dire l'écart entre le taux fixe des swaps et le rendement des titres d'Etat, qui sert aux opérateurs pour estimer le risque financier qui pourrait résulter des

élections présidentielles. En termes relatifs il se trouve, lui aussi, à un niveau qui le place dans les 10% les plus élevés des 5 dernières années. Nous pourrions dès lors estimer que ces indications continuent de confirmer une certaine incertitude de la part des marchés.

Qu'en est-il sur les marchés actions ?

Comme pour notre précédente analyse, nous estimeront le sentiment des opérateurs en nous intéressant à la volatilité. Les évolutions de cet indicateur de risques nous donne en effet une perception très fine de l'approche des opérateurs et de son évolution.



En première analyse, la comparaison des niveaux de volatilité du CAC pour les mois à venir est instructive. Rappelons que la volatilité varie dans le temps et n'est pas une donnée univoque. Ainsi le marché peut avoir une perception différente des risques pour le mois à venir que pour le suivant, nous parlerons ici de structure à terme de la volatilité. Par exemple, le marché peut aujourd'hui estimer que les bourses seront plus risquées au mois de mai qu'au mois de juin, et traduire ce sentiment par une estimation de la volatilité plus élevée en mai qu'en juin. L'analyse des niveaux actuels nous permet de constater que le différentiel de volatilité entre les mois d'avril et de mai atteint un niveau historiquement élevé (dans les 13% des différentiels les plus élevés). Ceci peut impliquer qu'il y a une possibilité que le mois de mai soit plus mouvementé que ce que nous connaissons aujourd'hui.

Pour affiner cette analyse nous pouvons en outre la répliquer sur une base hebdomadaire et regarder ce qu'il en est pour les semaines autour des 2 tours de l'élection. La volatilité à terme pour les options arrivant à échéance dans les 2 semaines

suivant le deuxième tour atteint un maximum par rapport à la volatilité réalisée à 5 jours. Concrètement la volatilité attendu pour ces deux semaines se situe respectivement dans le 82 et 88 centile. On prendra cependant ce dernier indicateur avec prudence dans la mesure où les options disponibles pour l'estimer sont mois échangées que les principales échéances trimestrielles et ne sont pas forcément confirmées. A suivre dans les semaines à venir.

En conclusion, comparons le sentiment des opérateurs sur le marché français vis-à-vis des autres bourses européennes. La comparaison des volatilités du CAC et de l'Eurostoxx50 (l'indice des principales valeurs européennes) nous apprend que l'écart entre les volatilités implicites du CAC40 et de l'Eurostoxx50 pour le mois de mai est proche de son plus haut si l'on le rapproche de la volatilité réalisée par le passé. La même constatation s'impose pour la ce différentiel Avril / mai.

Pour bien comprendre, nous devons approfondir cette analyse en regardant les positions ouvertes, c'est-à-dire les positions qu'ont pris les opérateurs. Nous constatons qu'elles atteignent

des niveaux particulièrement élevés ce qui dénote qu'au cours des derniers mois les opérateurs ont très probablement augmenté leurs activités de couverture (c'est-à-dire de protection contre la baisse) et ce particulièrement sur les échéances septembre et décembre 2017.

A quoi s'attendre ?

Les constatations ci-dessus sur les niveaux de la volatilité et les taux d'intérêts semblent indiquer que des réajustements de volatilités sont possibles à la suite du résultat des élections. A titre d'exemple, un scénario dans lequel le résultat des élections présidentielles se traduirait par peu de risques effectifs pourraient se concrétiser par un rééquilibrage relatif des volatilités au mois de mai. Nous pourrions assister à un renforcement de l'Euro, un ressèment du différentiel de taux et éventuellement à un mini rally suivi par une consolidation autour des élections législatives. Une surprise lors des élections pourrait impliquer un affaiblissement de l'Euro, un élargissement du différentiel de taux sur la dette française, une pénalisation des secteurs bancaires et cycliques et une sous performance des valeurs exportatrices..

Tommaso Cotroneo
Ralph Zenatti
Equity Derivatives Strategists
UniCredit



Lexique

1. **La volatilité** est un indicateur financier qui mesure l'amplitude et la fréquence des variations d'un actif financier. Elle peut être mesurée sur la base des données effectivement relevées, c'est la volatilité historique, ou déduite du prix des options, la volatilité implicite. Elle varie dans ce cas en fonction de la durée de l'option et de la distance du prix d'exercice de l'option par rapport au cours courant de l'actif financier sous-jacent. Une volatilité en hausse traduit généralement le sentiment que le marché estime que les risques progressent. Le différentiel de volatilité entre deux actifs permet également de comparer l'estimation qu'à le marchés de leur évolutions futures l'un par rapport à l'autre.
2. **Le Skew de la volatilité** est une représentation des différents niveaux de volatilité en fonction de la distance du prix d'exercice pour une échéance donnée. Sur les marchés actions la volatilité des put tends à être plus élevée que celle des calls. Cette tendance s'explique par le fait que les opérateurs tendent à acheter des protections (put) et à vendre éventuellement des produits haussiers très éloignés des niveaux actuels. Plus ce différentiel est élevé, plus la courbe (le « Skew ») est inclinée. Lorsque le marché s'attend à plus de risque, le skew tend donc à être plus inclinée.
3. **La corrélation** est la propension de plusieurs actifs financiers à évoluer de façon similaire et au même moment (forte corrélation) ou de façon opposé à des moment différent (faible corrélation). La corrélation implicite peut être déterminée sur la base du prix des options et donne des indications sur comment le marché évalue l'évolution de la corrélation dans les semaines à venir.

Avvertissement : UniCredit Bank AG - succursale de Milan (UniCredit Bank AG, Milan) est, en tant que succursale d'une banque communautaire, agréée par la Banca d'Italia et assujettie à la réglementation de cette dernière, ainsi que, pour dans leurs compétences respectives, par la Consob et la Bafin. UniCredit Bank AG, Milan n'est pas enregistré comme intermédiaire - dealer au sens du Securities Exchange Act des Etats Unis de 1933, périodiquement amendé (« 1933 Act ») et au sens des lois des Etats Unis. En outre, UniCredit Bank AG, Milan, n'est pas un « financial advisor » enregistré au sens de l'Investment Advisers Act des Etats Unis de 1940, périodiquement amendé (« 1940 Act ») et, du 1933 Act, « Acts ») et au sens des lois des Etats Unis. Par conséquent, en absence d'une exemption spécifique au sens des Acts, tous services d'intermédiation ou de conseil en d'investissements rendus par UniCredit Bank AG, Milan, notamment, mais non exhaustivement, sur les produits et les services décrits dans le présent document, ne sont pas destinés à des « US Persons », conformément au 1933 Act. Le contenu du présent document et des copies du matériel qui y sont publiés ne peuvent être transmis ou mis à disposition aux Etats Unis ou à des « US Persons ». Par conséquent, les informations et les données disponibles dans ce document et dans les documentations commerciales qu'il contient (ensemble les « Informations ») ne sont pas, et en aucun cas, destinées à des particuliers aux Etats Unis. Les produits et services présentés sur ce document ne sont pas disponibles pour tous dans tout pays. Bien que chacun puisse avoir accès au document, sa consultation pourrait constituer une violation de loi applicable dans votre juridiction. Par conséquent, le lecteur de ce message est soumis aux lois de la juridiction depuis laquelle il accède au document; il est responsable de ses actes et est prié de s'assurer qu'il est juridiquement autorisé à se connecter au présent document dans le pays à partir duquel la connexion est établie. En ce qui concerne les Informations, tous les droits sont réservés. Tout ou partie de ce document et des Informations ne peut être reproduit sans l'autorisation explicite de UniCredit Bank AG, Milan. UniCredit Bank AG, Milan interdit à toute personne de mettre en place un lien vers le présent document sans son autorisation expresse et préalable. UniCredit Bank AG - Succursale de Milan n'est pas responsable des liens hypertextes pointant vers le présent document et n'est en aucune façon responsable de la précision des contenus d'autres documents qui contiennent un lien au présent document. Ce document Internet est susceptible de contenir des liens à d'autres documents Internet créés et gérés par des tiers. UniCredit Bank AG, Milan décline toute responsabilité sur le contenu et les éventuels préjudices ou dommages induits lors de la consultation de ce document des autres documents qui sont accessibles par lien hypertexte. Le fait de fournir des liens hypertexte ne constitue en aucune manière un conseil ou un avis concernant le contenu des documents Internet obtenus via des liens hypertexte de tiers responsables de ces documents. UniCredit Bank AG, Milan ne garantit pas et ne sera en aucune manière responsables de l'à-propos, la séquence, l'exactitude, l'absence d'erreurs, la véracité, le caractère actuel, la qualité loyale et marchande, la qualité, la justesse, le caractère non-contre-faisant et la disponibilité des informations contenues sur le présent document Les Informations disponibles sur le document sont données à titre purement indicatif et ont une finalité commerciale et publicitaire et elles ne doivent pas s'entendre comme recherche en matière d'investissements; par conséquent elles n'ont pas été rédigées selon les dispositions prévues par les réglementations en matière de recommandations relatives aux directives 2003/125/CE et 2004/39/CE. Toutes les informations se basent sur les données obtenues des sources que UniCredit Bank AG - Succursale de Milan considère comme fiables, mais dont l'exactitude ne peut être garantie. UniCredit Bank AG - Succursale de Milan se dégage donc de toute responsabilité vis à vis de l'usage des informations contenues sur ce document. Toutes les informations sont communiquées de bonne foi mais sont susceptibles de subir d'importantes variations à tout moment après leur publication. UniCredit Bank AG, Milan ne peut cependant en garantir l'exhaustivité ou l'absence de modification par un tiers (intrusion, virus). En outre, elle décline toute responsabilité directe ou indirecte en cas de retard, d'erreur ou d'omission. UniCredit Bank AG, Milan se réserve le droit de modifier à tout moment et sans préavis les Informations et les services décrits dans ce document; quiconque en ferait usage à des fins autres qu'informationnel en assumerait la pleine responsabilité. Le présent document ainsi que tout document rattaché et les Informations sont données à titre purement indicatif. Ils ne constituent en aucun cas un conseil ou une recommandation de la part UniCredit Bank AG, Milan ou de l'ensemble des sociétés du groupe UniCredit, ni une offre de vendre ou une quelconque sollicitation de conclure une opération sur des instruments financiers. UniCredit Bank AG, Milan décline toute responsabilité en cas d'inexactitudes présentes dans le présent document. UniCredit Bank AG, Milan encourage par ailleurs les investisseurs éventuels à procéder à leurs propres analyses des aspects financiers, juridiques, fiscaux, comptables et réglementaires de chaque opération afin de pouvoir déterminer les avantages et les inconvénients de procéder à une opération et ne s'en remet pas pour cela à UniCredit Bank AG, Milan. UniCredit Bank AG, Milan ne pourra être tenu pour responsable pour toutes conséquences, financières ou autres, susceptibles d'éventuelles opérations conclues. Les investisseurs éventuels avec le soutien de leurs intermédiaires doivent s'assurer avant de conclure une opération qu'ils comprennent parfaitement la nature des investissements et les risques qui en découlent, ils doivent s'assurer de l'adéquation d'un tel investissement au regard de leur situation financière. UniCredit Bank AG, Milan et/ou les autres sociétés du groupe UniCredit pourrait avoir des positions en conflit d'intérêt par rapport aux émetteurs et aux instruments financiers décrits: elle peut de temps à autre prendre des positions de couverture à risque liées à l'ouverture ou la clôture d'une transaction avec des investisseurs, qui peuvent influencer de manière défavorable le prix, taux, indice ou autres facteurs de marché sous-jacents à la transaction effectuée avec des investisseurs et en conséquence la valeur de la transaction. Elle peuvent éventuellement détenir et se poser en intermédiaires de titres des sociétés mentionnés, agir en qualité de teneur de marché pour tout instrument financier mentionné dans les Informations et dans tout document rattaché, agir en qualité de conseil financier pour un ou plusieurs des émetteurs de ces instruments et, plus généralement, peuvent avoir un intérêt spécifique sur d'autres émetteurs, sur des instruments financiers. Pour les instruments émis ou placés par UniCredit Bank AG, Milan ou par d'autres sociétés du Groupe UniCredit, les investisseurs éventuelles devront en outre se référer aux dispositions complémentaires en matière d'intérêt disponibles dans le prospectus. Les Instruments sont admis à la négociation de Euronext et font l'objet d'un prospectus visé par une autorité compétente, la BAFIN, le régulateur financier allemand et ont fait l'objet d'un certificat d'approbation vis à vis de l'Autorité des Marchés Financiers, selon les dispositions de la directive européenne « Prospectus ». Le prospectus et les conditions définitives sont disponibles sur le document www.bourse.unicreditmib.fr et l'émetteur attire notamment l'attention des investisseurs potentiels sur la section facteurs de risque. Les investisseurs éventuels sont réputés avoir connaissance de toutes les stipulations de ces prospectus. Les notifications aux porteurs seront effectuée et considérée comme valablement données dès leur publication sur le document www.bourse.unicreditmib.fr. Les investisseurs éventuels avec le soutien de leurs intermédiaires doivent s'assurer avant de conclure une opération qu'ils comprennent parfaitement la nature des investissements et les risques qui en découlent, ils doivent s'assurer de l'adéquation d'un tel investissement au regard de leur situation financière. En ce qui concerne les aspects fiscaux l'attention des investisseurs est attirée sur le fait que ces informations disponibles sur ce document ne constituent qu'un résumé fiscal applicable au 1er janvier 2007 et d'une part, que ce régime fiscal est susceptible d'être modifié et, d'autre part, que leur situation particulière doit être étudiée avec leur conseiller habituel. Tous destinataires des Informations souhaitant plus d'informations ou précisions sur le contenus des Informations doit contacter UniCredit Bank AG - succursale de Milan, Piazza Gae Aulenti, 4, 20154 Milan, Tél. +39 02 88621.

