

COUVERTURES MACROECONOMIQUES

LES TROIS LIGNES DE DEFENSE DE NOTRE STRATEGIE

La stratégie d'investissement de Varenne repose sur la combinaison de quatre moteurs de performance concomitants et complémentaires : le Long Actions, le Short Actions et les Situations Spéciales visent ensemble à capter les opportunités d'investissement tandis que les Couvertures Macroéconomiques couvrent des risques que la construction de portefeuille ne peut pas gérer.

Natures des risques ciblés par les Couvertures Macroéconomiques

Les corrections sont des événements naturels qui offrent aux investisseurs d'excellentes opportunités à court et à long termes. Elles ne sont pas dans le champ des Couvertures Macroéconomiques. Chercher à les couvrir aurait, en effet, un coût disproportionné et priverait nos investisseurs d'une partie non-négligeable de la performance à long terme.

En revanche, les plus grands chocs financiers et les crises économiques prolongées peuvent générer des contreperformances difficiles à rattraper pour les actifs risqués. Parmi nos moteurs de performances Long Actions, Short actions et Situations Spéciales, c'est surtout le premier qui serait le plus affecté. Afin de nous protéger contre les conséquences de pareils événements, nous mettons en œuvre des stratégies visant à couvrir ce que nous appelons le risque résiduel.

Nous définissons le risque résiduel comme l'impact sur les portefeuilles d'événements provoquant la baisse d'au moins 20 % de l'indice S&P 500, par rapport à son plus haut niveau sur 52 semaines.

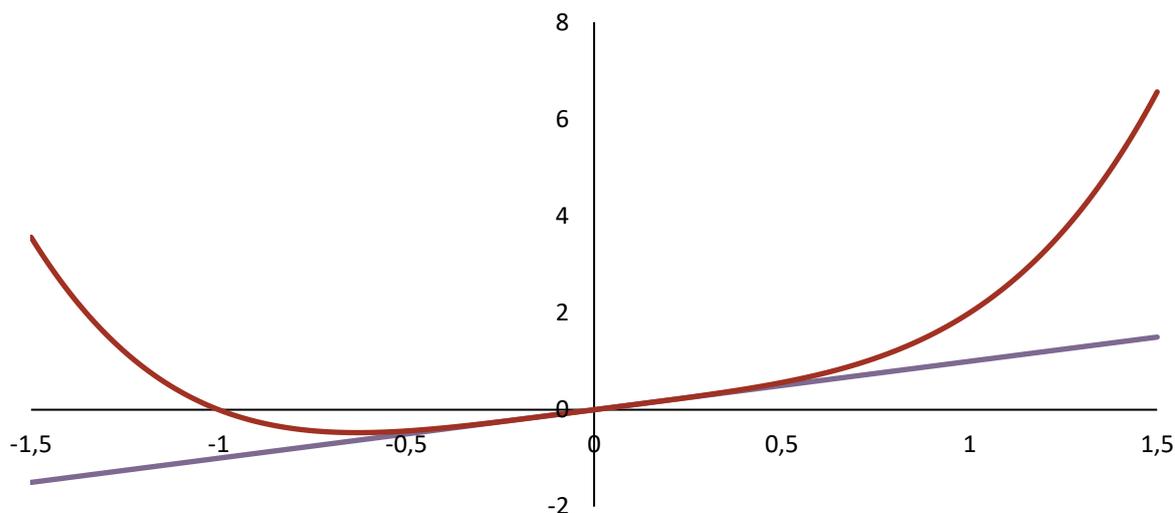
Un budget annuel fixe renouvelé chaque année

Depuis de nombreuses années, nous utilisons un dispositif au profil rendement/risque asymétrique afin de réduire le risque résiduel, dans la limite d'un budget annuel de 1,5 % des encours de chacun des fonds. Les actifs sous-jacents sont notamment les devises, les matières premières, les taux d'intérêt, les obligations d'entreprises et les actions.

Le budget de 1,5% suffit à couvrir une partie notionnelle importante de nos fonds pour deux raisons : nous nous concentrons sur les risques extrêmes et nous recherchons des solutions convexes pour nous en protéger. Pour ce faire, nous utilisons généralement des stratégies optionnelles à long terme (6 mois à 5 ans). Nous recourons à des transactions à plus court terme uniquement si nécessaire.

La propriété convexe d'un instrument financier fait référence aux non-linéarités de ses variations: quand le prix du sous-jacent varie, la courbe de l'instrument n'est plus plate mais incurvée, et le degré de courbure s'appelle la convexité.

VARENNE CAPITAL PARTNERS



Source : Varenne Capital Partners

Dans le graphe ci-dessus, c'est l'instrument représenté par la courbe rouge qui nous intéresse parce qu'il est convexe, son comportement changeant au-delà d'une variation de 0,5.

Trois lignes de défense, une ingénierie propriétaire

Notre dispositif est échelonné sur des niveaux de risque croissants.

1/ Première ligne de défense : contre une forte baisse des marchés actions

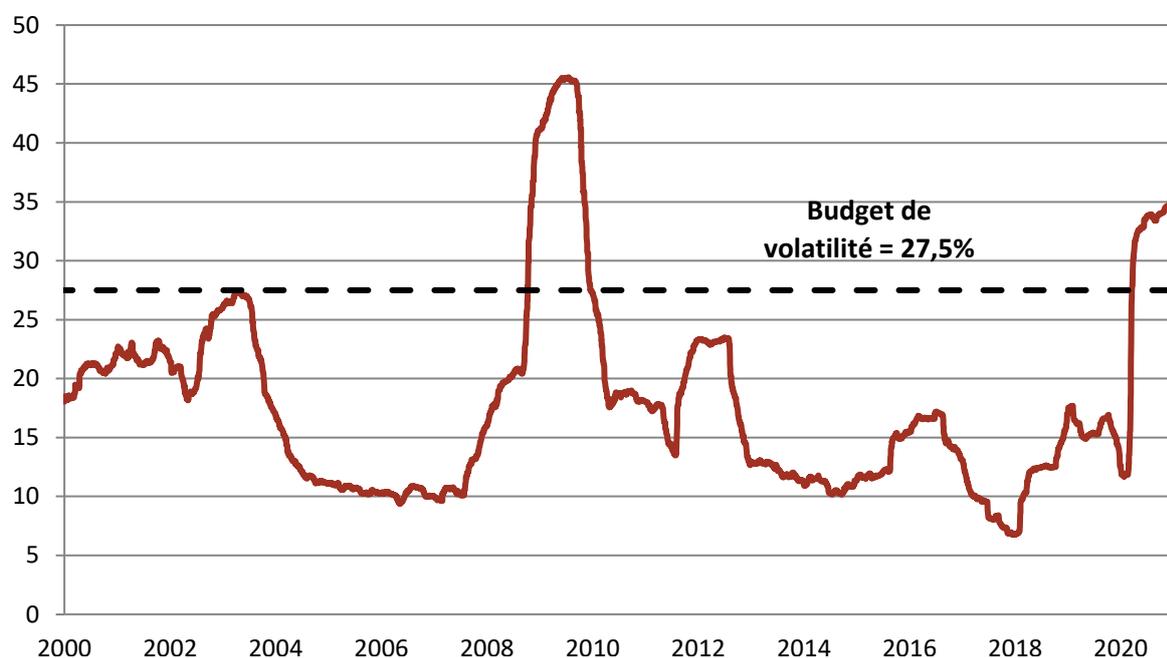
L'équipe dédiée aux Couvertures Macroéconomiques est en permanence à la recherche de solutions de couvertures se présentant à un coût nettement inférieur à celui des instruments classiques. Elle a ainsi évalué les options de vente « Knock-Out » sur la volatilité. L'idée était la suivante : à la condition que la volatilité moyenne réalisée sur un an reste inférieure ou égale à 27,5 %, nous pouvons obtenir des options de vente à un an sur les indices S&P 500 et Euro Stoxx 50 avec une décote importante par rapport aux options classiques.

Cette décote s'explique par le fait que nous bénéficions d'un « effet mémoire » du marché en vertu duquel la volatilité implicite, principale composante des modèles de valorisation des options, reste élevée pendant une longue période après des chocs tels que ceux de 2008 et 2020. Par cet effet mémoire, les niveaux de prix des options reflètent une probabilité élevée qu'un événement similaire se répète à très court terme.

VARENNE CAPITAL PARTNERS

Société par Actions Simplifiée – RCS Paris B 445 000 136 - CODE APE 741G
42, avenue Montaigne – 75008 PARIS – Tél : +33 (0)1 70 38 81 22
mail : contact@varennecapital.com / www.varennecapital.fr

Historique de volatilité du S&P 500 entre 2000 et 2020



Source : Varenne Capital Partners, Bloomberg

A l'issue d'un appel d'offres, notre équipe a obtenu, pour les Put Volatility Knock Out, une cotation 72% moins chère que pour les Put « classiques ».

2/ Deuxième ligne de défense : contre un choc inflationniste profond

À mesure que les économies se remettent de la Covid-19 et que l'impact des plans massifs de relances budgétaire et monétaire se fait ressentir à l'échelle mondiale, l'un des risques serait un choc du côté de l'offre, comparable à celui provoqué par la crise pétrolière des années 70, lorsque les prix ont été multipliés par près de 10 entre 1973 et 1979.

L'équipe d'investissement a étudié des causes pouvant provoquer un choc inflationniste et en a conclu que certaines matières premières pourraient devenir le nouveau « pétrole des années 70 », en fonction des circonstances. Le cuivre, en particulier, semblait être le suspect le plus probable.

Aujourd'hui, l'extrême vigueur de la demande de cuivre est due à de nombreux facteurs, comme les investissements dans les infrastructures, l'énergie verte et l'adoption des véhicules électriques. À titre d'illustration, un véhicule électrique utilise presque quatre fois plus de cuivre qu'un véhicule standard. Le raccordement aux réseaux des panneaux solaires et des parcs éoliens nécessite beaucoup de cuivre, car ces installations se trouvent généralement dans des lieux isolés.

Malheureusement, l'ampleur de cette demande supplémentaire n'a pas été anticipée et les groupes miniers n'ont pas suffisamment investi depuis une décennie. Même si les groupes miniers décidaient soudainement d'accroître leurs capacités, il leur faudrait plusieurs années avant de pouvoir extraire,

VARENNE CAPITAL PARTNERS

de leurs sites actuels, des volumes supplémentaires significatifs de cuivre et, bien plus encore, s'ils voulaient en extraire à partir de sites nouveaux.

L'offre de cuivre pourrait être sévèrement contrainte, alors même que la demande est appelée à croître de façon spectaculaire. Cette situation pourrait pousser le prix du cuivre à la hausse en provoquant un choc de l'offre sur l'économie.

Pour protéger les portefeuilles de ce scénario, nous avons sélectionné des options d'achat sur le cuivre en dehors de la monnaie et à maturité longue dans nos FIA. Pour les fonds UCITS, nous avons utilisé l'indice des matières premières BCOM, qui permet de respecter les exigences réglementaires. Les objectifs notionnels sont de 25 % des encours pour les FIA et de 15 % / 20 % pour les fonds UCITS.

3/ Troisième ligne de défense en cas de crise économique ou financière majeure

Nous détenons deux positions importantes, bien que réduites, sur le crédit. L'une porte sur la dette subordonnée financière européenne et l'autre sur les obligations d'entreprises américaines. Elles constituent une ligne de défense, dans l'hypothèse d'une crise économique ou financière majeure que les banques centrales ne seraient pas en mesure de gérer.

Credit default swaps (CDS) sur la dette subordonnée financière européenne

Notre équipe utilise depuis de nombreuses années des CDS, ou des instruments liés à des CDS, afin d'atténuer les éventuelles conséquences négatives de crises financières ou économiques. Des CDS sur la dette subordonnée financière européenne, c'est-à-dire sur la dette junior émise par les institutions financières européennes, figurent en portefeuilles depuis des années ; ils absorberaient les pertes juste après les actions, mais avant tout autre composante de la structure du capital, en cas de crise économique prolongée ou de choc exogène. Au moment où nous écrivons, nous ciblons un niveau notionnel de 30 % des encours, pour les FIA, et de 15 % à 20 % respectivement pour les fonds UCITS Varenne Valeur et Varenne Global.

CDX North American Investment Grade - tranche 7-15 % (série 29)

L'équipe a acheté une protection dans la tranche de défauts située entre 7 % et 15 % de l'indice CDX. Dans l'éventualité de pertes atteignant 15 % de l'indice, le gain équivaldrait à 100 % du montant notionnel de la transaction.

A l'heure où nous écrivons, les montants notionnels ciblés dans le cadre de cette transaction représentent 15 % des encours de nos fonds UCITS et 25 % de nos FIA (non-UCITS).

Conclusion

- Après plusieurs années d'achats d'actifs et de taux d'intérêt bas, voire négatifs, la poursuite acharnée de rendement a conduit les agents économiques à se tourner vers des actifs toujours plus risqués. C'est dans la déconnexion, potentiellement importante, entre les prix et les fondamentaux que résident les plus grands risques d'instabilité financière.
- Les Couvertures Macroéconomiques ont une fonction déterminante dans la gestion des fonds Varenne. Elles sont constamment évaluées, optimisées autant que nécessaire, et remplacées dès que notre analyse des risques majeurs l'exige. Elles peuvent générer des rendements positifs sans que les risques associés se matérialisent nécessairement. Cela se produit quand

VARENNE CAPITAL PARTNERS

Société par Actions Simplifiée – RCS Paris B 445 000 136 - CODE APE 741G

42, avenue Montaigne – 75008 PARIS – Tél : +33 (0)1 70 38 81 22

mail : contact@varennecapital.com / www.varennecapital.fr

VARENNE CAPITAL PARTNERS

la perception de ces risques augmente, incitant les agents économiques à payer des prix plus élevés pour acquérir les protections correspondantes.

- Le dispositif que nous avons présenté ci-dessus est, selon nos analyses, le mieux adapté pour gérer les risques majeurs identifiés à ce jour dans le cadre de notre budget annuel de 1,5%.

VARENNE CAPITAL PARTNERS

Société par Actions Simplifiée – RCS Paris B 445 000 136 - CODE APE 741G
42, avenue Montaigne – 75008 PARIS – Tél : +33 (0)1 70 38 81 22
mail : contact@varennecapital.com / www.varennecapital.fr

VARENNE CAPITAL PARTNERS

Ces informations ne sont pas de nature réglementaire. Elles ont été établies par Varenne Capital Partners et sont publiées à titre d'information, à destination exclusivement des investisseurs institutionnels et des investisseurs professionnels. Elles ne constituent ni en totalité, ni en partie un service de conseil en investissement, et ne constituent pas une offre, une recommandation personnalisée ou une sollicitation en vue de la souscription ou du rachat de parts, actions ou autres participations dans les produits d'investissement présentés. Les destinataires de ces informations ne seront pas considérés comme des clients.

A propos de VARENNE CAPITAL PARTNERS

Varenne Capital Partners est une société de gestion entrepreneuriale française créée en 2007. Avec 33 collaborateurs dont 13 analystes gérants, elle gère des fonds totalisant plus de 2,9 milliards d'euros.

L'objectif de la gestion Varenne est de délivrer une performance d'excellence dans la durée, avec le minimum de prise de risque nécessaire pour l'obtenir.

Nous nous efforçons de réaliser cet objectif en combinant, dans tous nos fonds, 4 moteurs de performance complémentaires que sont le Long Actions, le Short Actions, les Situations Spéciales et les Couvertures Macroéconomiques.

VARENNE CAPITAL PARTNERS

Société par Actions Simplifiée – RCS Paris B 445 000 136 - CODE APE 741G
42, avenue Montaigne – 75008 PARIS – Tél : +33 (0)1 70 38 81 22
mail : contact@varennecapital.com / www.varennecapital.fr