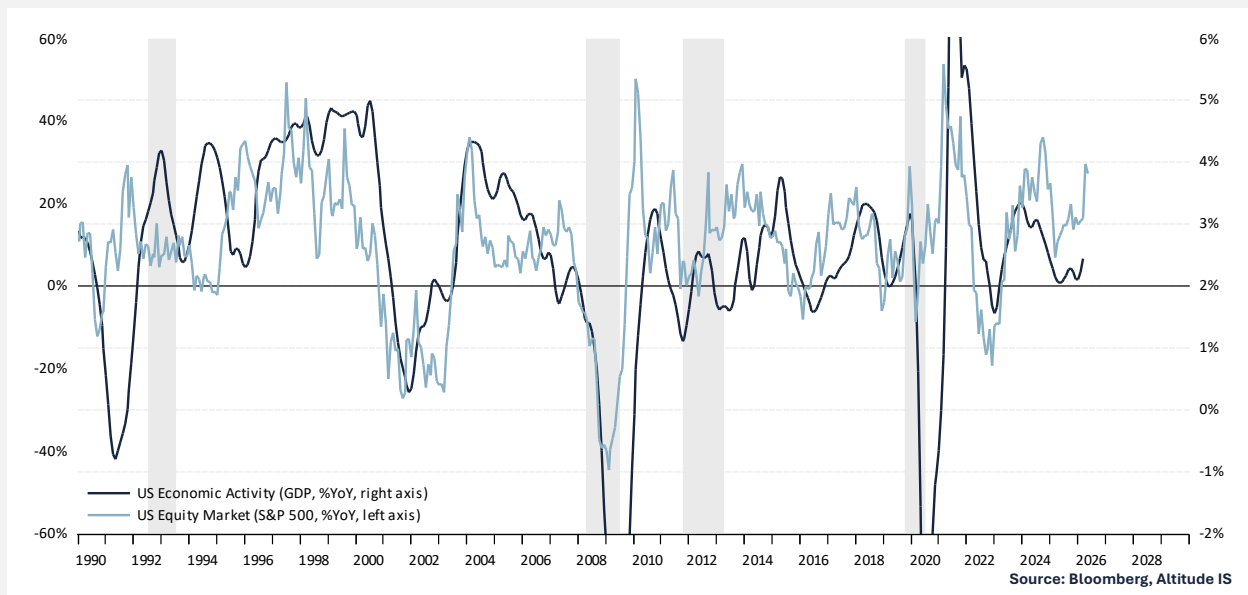


Le fleximadaire qui atteint des sommets – publication du 1 juin 2026

"LA GRANDE ANESTHÉSIE DE LA VOLATILITÉ"

- La croissance repose désormais exclusivement sur les gains de productivité
- Or, sans la dynamique de l'emploi, le cycle économique devient moins prévisible
- Paradoxalement, les investisseurs sont très optimistes et les marchés très peu volatils
- L'essor des stratégies optionnelles explique en partie cette distorsion

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "Le marché des actions s'émancipe de l'activité économique"



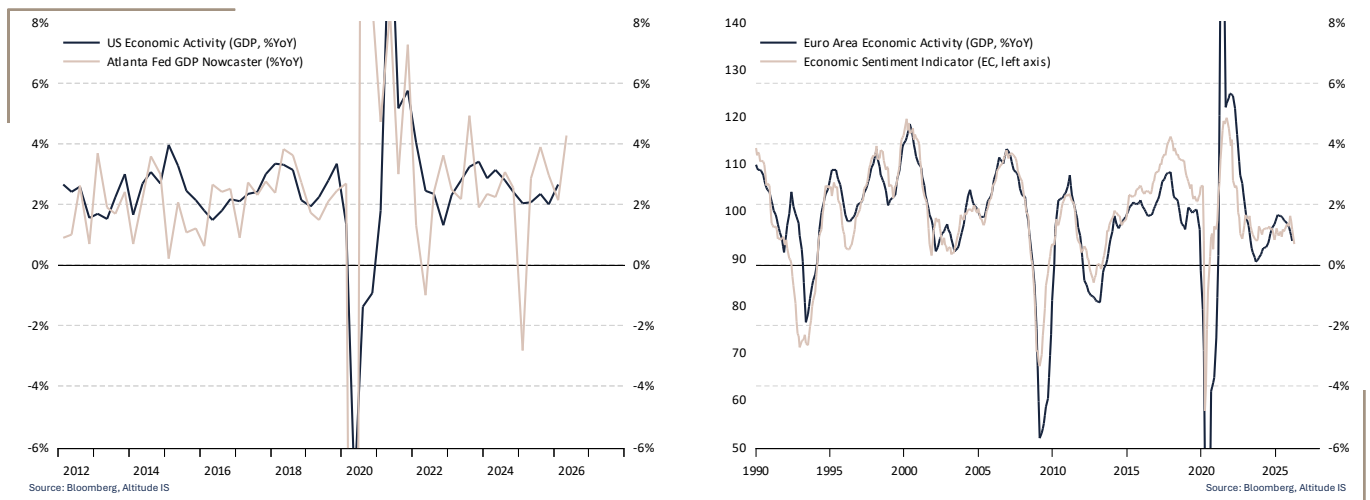
ANALYSE DES MARCHÉS FINANCIERS

Le débat fait rage sur le cycle économique aux États-Unis et en Zone Euro. Certains économistes estiment que les deux principaux pays développés sont en phase de reprise après le ralentissement récent. D'autres, dont nous faisons partie, estiment que la phase de ralentissement se poursuit mais qu'elle est plus difficile à percevoir. Enfin, les derniers estiment que la révolution technologique apportée par l'intelligence artificielle a engendré une disruption du cycle, rendant l'analyse macroéconomique moins pertinente, pour ne pas dire inutile (cf. Graphique de la semaine). **Cette incertitude n'a pourtant aucun écho sur les marchés boursiers, qui poursuivent leur ascension dans un calme déconcertant. Par quel sédatif les marchés sont-ils tenus à distance du réel ?**



Aux États-Unis, la croissance annuelle du Produit Intérieur Brut (PIB) est bonne. Elle s'affiche au-dessus de la médiane des quinze dernières années, à 2.7% contre 2.4%. Le momentum est positif, car la croissance a flirté avec les 2% lors des quatre trimestres précédents. Au sein du cercle des économistes, **le débat se concentre autour des indicateurs avancés**, tels que l'ISM Composite ou les *nowcasters* de la Fed d'Atlanta, dont les niveaux sont rassurants (cf. Fig. 2). Ils permettent d'entrevoir une croissance annuelle en accélération pour le trimestre en cours.

Fig. 2 & 3 – Croissance de l'activité et indicateur avancé, aux États-Unis et en Zone Euro



Dans la Zone Euro, le pessimisme fait progressivement l'unanimité car la croissance annuelle du PIB est passée de 1.6% à 0.8% et les indicateurs avancés se replient très clairement. C'est le cas notamment de l'indice du sentiment économique, compilé par la Commission européenne (cf. Fig. 3). Il recense la confiance dans l'industrie (40%), les services (30%), le commerce de détail (5%), la construction (5%), ainsi que la confiance des ménages (20%). Après avoir effectué un *dead cat bounce*, le moral des Européens vient de tomber à son plus bas niveau depuis la pandémie. L'indice est compatible avec une croissance annuelle du PIB de 0.5%.

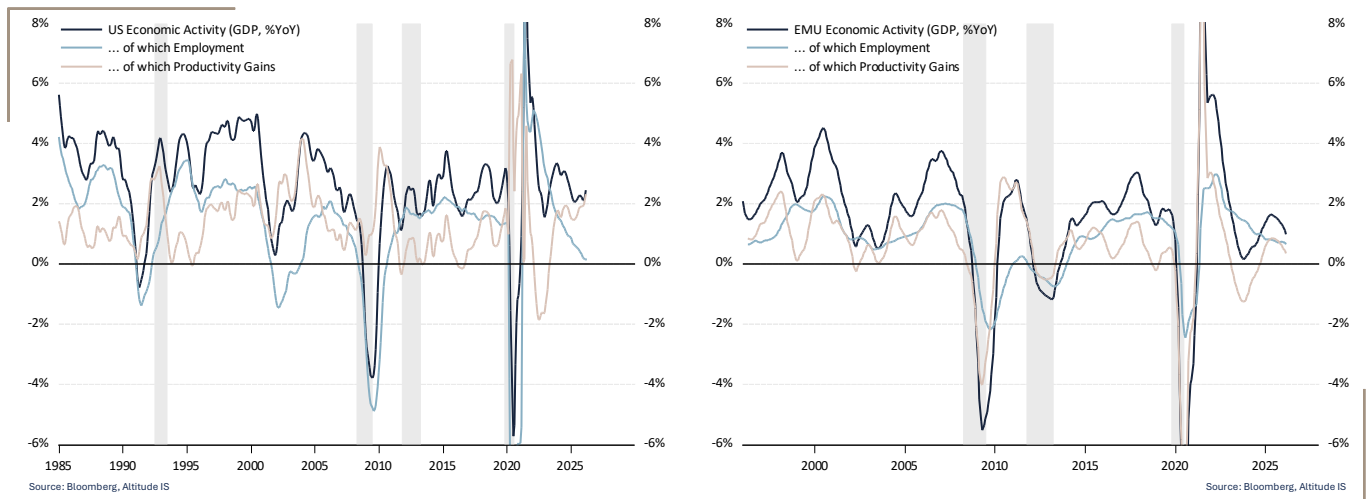
Pour comprendre d'où vient cette différence géographique, il convient de revenir à l'équation comptable du Produit Intérieur Brut (PIB). **La croissance se décompose en deux moteurs, les créations d'emplois et les gains de productivité. Le premier réacteur, souvent le plus puissant, est stable et prévisible. Il fait preuve d'inertie.** En effet, les entreprises embauchent rarement pour licencier quelques mois plus tard. Quant aux nouveaux salaires versés, ils viennent directement financer la consommation des ménages, qui alimente d'autres investissements et d'autres salaires. Le cercle vertueux de l'économie s'auto-entretient. **À l'inverse, la productivité n'a aucune mémoire. Ce propulseur peut s'éteindre au moindre court-circuit.** L'optimisation d'un processus de fabrication ou l'adoption d'une nouvelle technologie peuvent générer d'importants profits, mais ils ne seront pas nécessairement reproductibles, ni utilisés pour financer de nouveaux gains de productivité. Ces derniers sont donc beaucoup plus aléatoires. **Ainsi, lorsque la croissance économique est dépendante de sa composante instable, sa trajectoire devient plus volatile, même si son rythme demeure soutenu.**

Aux États-Unis comme en Zone Euro, la croissance de l'activité économique repose désormais presque exclusivement sur les gains de productivité et très peu sur les créations d'emplois. **Le déploiement de l'IA s'effectuant plus rapidement et plus efficacement outre-Atlantique, la croissance est supérieure aux États-Unis.** A contrario, en Europe, sans gains de productivité massifs pour camoufler la décélération



de l'emploi, la dynamique de croissance se détériore (cf. Fig. 4 & 5). Attention, cela ne signifie pas pour autant que la croissance est plus robuste au pays de l'Oncle Sam.

Fig. 4 & 5 – Décomposition de la croissance, entre emploi et productivité, aux États-Unis et en Zone Euro



Voilà donc l'arrière-plan macroéconomique : une Europe à la peine et des États-Unis dont le moteur n'est plus un réacteur mais un propulseur. **Cette situation aurait pu modifier la perception du risque des investisseurs. Il n'en a rien été. La macroéconomie a beau devenir de plus en plus volatile, le marché des actions parvient à garder son calme.** L'indice de référence de la volatilité du S&P 500, le VIX, évolue dans le bas de sa fourchette historique (cf. Fig. 6). Puisque la raison n'est pas d'ordre fondamental, elle trouve sa source ailleurs, notamment dans les flux de capitaux. En effet, le volume des options traitées a tellement progressé qu'il est parvenu à dompter la volatilité.

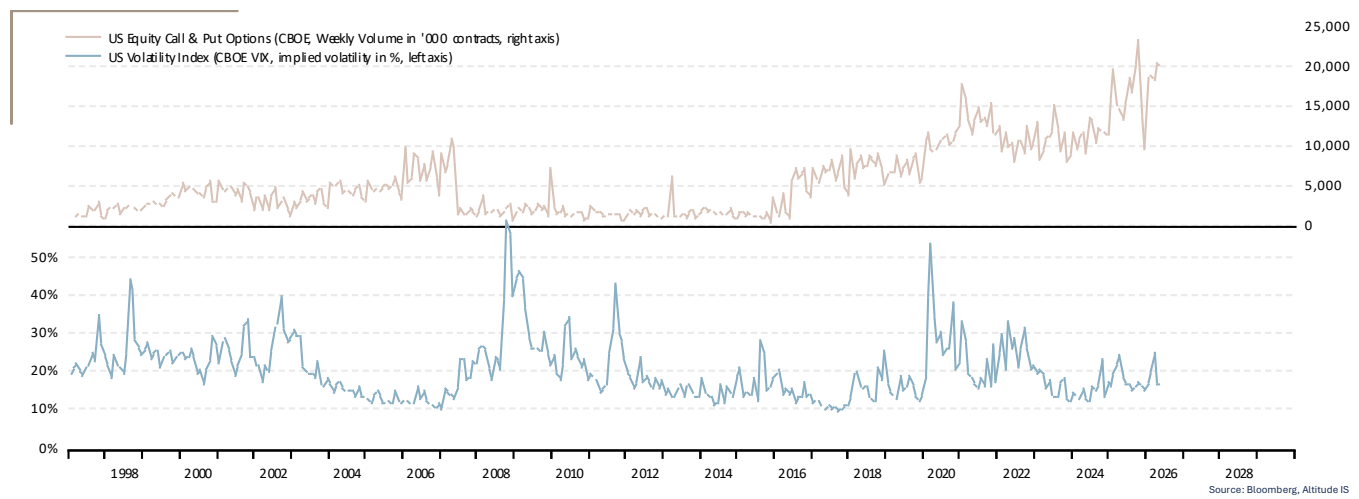
Les investisseurs ont recours aux options pour deux raisons principales et distinctes. D'un côté, elles leur permettent de percevoir des primes conditionnelles élevées (coupons dans les produits structurés), souvent comprises entre 5% et 12% par an. De l'autre, elles peuvent offrir une protection partielle contre les baisses de marché. Les investisseurs du premier groupe sont vendeurs de volatilité, souvent sur les titres individuels, tandis que les seconds sont acheteurs de volatilité, souvent sur les indices. Ce sont les premiers qui nous intéressent particulièrement dans cette analyse (cf. Fig. 6). Le mécanisme de la vente d'options de vente (ou de la vente d'options d'achat couvertes) porte un nom complexe mais son fonctionnement peut être résumé simplement. Un détenteur d'actions peut décider de les "louer" pour percevoir une prime. En contrepartie du loyer qu'il perçoit, il accepte de plafonner ses gains si le cours de ses actions s'envole.

Lors des cinq dernières années, le développement des ETFs adossés à des options est venu renforcer cette tendance. Ces fonds étaient presque inconnus avant 2020. Leurs encours mondiaux sont passés d'une dizaine de milliards de dollars à l'époque, à 100 milliards en 2024, 160 milliards en 2025 et 270 milliards en avril 2026, soit une multiplication par plus de vingt en six ans. Le segment est animé par les principales maisons américaines de gestion, parmi lesquelles JP Morgan (32%), First Trust (14%), Innovator (12%), Neos (9%) et Global X (5%). Les flux se concentrent sur les options du S&P 500 (56%) et sur celles du Nasdaq 100 (26%). Calamos vient d'ailleurs de coter en Europe le premier ETF "autocallable" UCITS, une sous-classe inaugurée aux États-Unis en 2025 avec les fonds CAIE (S&P 500), CAIQ (Nasdaq 100) et CAGE (valeurs de croissance), qui y dépassent déjà le milliard de dollars d'encours cumulé. Cette utilisation massive et continue des options a un effet direct sur les teneurs de marché. Ils se retrouvent dans une situation *long*



gamma qui les contraint mathématiquement à agir à contre-courant du marché pour couvrir leurs propres risques. **Ils achètent lorsque les titres baissent et vendent lorsque les titres montent. Ces allers-retours agissent comme une sorte de stabilisateur automatique du marché des actions, anesthésiant le comportement des investisseurs.**

Fig. 6 – Volatilité du marché des actions & volume des options d'achat



L'amortisseur gagne en efficacité à mesure que le volume d'options échangées par les ETFs grossit, mais ce processus a ses limites. **Si un choc exogène très violent devait survenir**, le mécanisme stabilisateur cesserait de fonctionner. Il pourrait même jouer un rôle d'amplificateur. Les options d'achat vendues par les ETFs de rendement se retrouveraient profondément hors de la monnaie. Leur delta tombant à zéro, les teneurs de marché ne seraient plus forcés d'acheter à la baisse pour se couvrir. Dans ce cas, **au moment précis où elle serait la plus nécessaire, la force qui calme les marchés boursiers pourrait disparaître**. Pire, les *buffer ETFs*, qui achètent des options de vente pour protéger leurs porteurs, pourraient alors faire basculer les teneurs de marché en position court gamma, les contraignant cette fois à vendre avec le marché et non contre lui, amplifiant la chute. Ce retournement a été observé en août 2024, lors d'un repli rapide de près de 10% du S&P 500. C'est tout le paradoxe de ce mécanisme. Plus l'amortisseur est puissant et plus le creux qu'il pourrait laisser en cas de forte correction est grand.

Conclusion :

L'écart entre la volatilité macroéconomique qui s'installe et la volatilité de marché qui s'efface doit interpeller. Quand les investisseurs vendent massivement et continuellement de la volatilité, leur comportement devient de moins en moins vigilant. Le réveil après l'anesthésie pourrait être désagréable.



RENDEMENT DES ACTIFS FINANCIERS

Markets Performances (local currencies)	Last Price	Momentum Indicator (RSI)	1-Week (%)	1-Month (%)	2026 Year-to-Date (%)	2025 (%)	2024 (%)
Equities							
World (MSCI)	1 130.8	73.28	1.7%	5.2%	12.4%	22.9%	18.0%
USA (S&P 500)	7 580	73.53	1.4%	5.3%	11.2%	17.9%	25.0%
USA (Dow Jones)	51 032	68.20	0.9%	2.9%	6.9%	14.9%	15.0%
USA (Nasdaq)	26 973	73.92	2.4%	8.4%	16.3%	21.2%	29.6%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	649.3	58.79	0.7%	4.2%	8.4%	21.2%	10.2%
UK (FTSE 100)	10 409	51.36	-0.4%	0.7%	6.6%	25.7%	9.6%
Switzerland (SMI)	13 543	62.35	0.3%	3.4%	5.1%	18.0%	7.5%
Japan (Nikkei)	66 828	70.87	4.7%	11.9%	32.8%	28.7%	21.3%
Emerging (MSCI)	1 752	66.88	4.0%	9.7%	25.7%	34.3%	8.0%
Brazil (IBOVESPA)	173 787	33.25	-1.4%	-7.2%	7.9%	34.0%	-10.4%
Mexico (IPC)	68 588	48.21	1.1%	2.1%	8.4%	35.1%	-11.0%
India (SENSEX)	74 811	41.08	-0.7%	-2.5%	-11.9%	10.5%	9.6%
China (CSI)	4 881	55.52	1.0%	1.9%	6.2%	21.0%	18.2%
Com. Services (MSCI World)	172.5	52.39	0.0%	-0.3%	5.6%	33.0%	31.9%
Cons. Discretionary (MSCI World)	456.2	61.35	1.6%	2.8%	0.2%	9.8%	20.7%
Cons. Staples (MSCI World)	299.1	39.32	-2.3%	-2.1%	4.5%	9.3%	4.7%
Energy (MSCI World)	324.8	37.14	-4.5%	-5.9%	24.5%	14.8%	2.9%
Financials (MSCI World)	224.8	53.58	-0.1%	0.4%	0.9%	29.5%	25.1%
Health Care (MSCI World)	380.2	56.32	-0.1%	1.8%	-2.7%	15.3%	1.5%
Industrials (MSCI World)	523.5	54.44	1.0%	0.2%	13.0%	26.2%	12.8%
Info. Tech. (MSCI World)	1 268.4	80.06	5.4%	17.9%	31.6%	26.6%	31.9%
Materials (MSCI World)	446.6	55.06	2.8%	2.6%	14.3%	32.5%	-7.6%
Real Estate (MSCI World)	1 041	44.39	-0.8%	-1.9%	5.7%	3.6%	-0.4%
Utilities (MSCI World)	204.9	38.78	-1.4%	-4.8%	7.3%	24.7%	13.0%
Bonds (Bloomberg)							
World (Aggregate)	3.76%	59.30	1.0%	0.3%	0.5%	8.2%	-1.7%
USA (Sovereign)	4.29%	56.29	0.8%	0.1%	0.0%	6.3%	0.6%
Euro Area (Sovereign)	3.12%	63.16	0.8%	1.2%	0.8%	0.6%	1.9%
Germany (Sovereign)	2.80%	62.39	0.7%	0.8%	0.5%	-1.6%	0.6%
UK (Sovereign)	4.76%	63.05	0.8%	1.9%	-0.1%	6.1%	-3.0%
Switzerland (Sovereign)	0.60%	58.48	1.3%	0.1%	-0.1%	0.3%	5.4%
Japan (Sovereign)	2.29%	49.69	0.8%	-0.3%	-2.2%	-4.6%	-2.1%
Emerging (Sovereign)	6.08%	64.50	1.4%	0.7%	1.5%	13.1%	7.0%
USA (IG Corp.)	5.13%	60.96	1.0%	0.6%	0.7%	7.8%	2.1%
Euro Area (IG Corp.)	3.48%	66.37	0.2%	0.9%	0.9%	3.0%	4.7%
Emerging (IG Corp.)	6.28%	67.52	0.7%	0.4%	1.5%	8.1%	7.0%
USA (HY Corp.)	6.96%	64.85	0.6%	0.4%	1.7%	8.6%	8.2%
Euro Area (HY Corp.)	5.81%	76.30	0.4%	1.0%	1.3%	5.2%	8.2%
Emerging (HY Corp.)	7.42%	67.70	1.2%	0.9%	3.1%	13.9%	14.9%
World (Convertibles)	642.2	69.19	2.1%	6.2%	19.2%	22.4%	9.4%
USA (Convertibles)	852.9	68.15	2.3%	7.0%	21.9%	16.9%	10.1%
Euro Area (Convertibles)	309.9	63.22	0.8%	1.2%	6.6%	24.8%	14.7%
Switzerland (Convertibles)	295.4	59.31	0.4%	0.5%	4.4%	17.5%	-10.5%
Japan (Convertibles)	332.9	81.96	5.4%	13.9%	29.0%	13.8%	6.4%
Hedge Funds (Bloomberg)							
Hedge Funds Industry	1 878	77.70	n.a.	3.5%	n.a.	3.8%	11.1%
Macro	1 550	73.98	n.a.	2.4%	n.a.	5.6%	7.4%
Equity Long Only	2 488	64.29	n.a.	4.8%	n.a.	0.6%	12.0%
Equity Long/Short	2 063	76.67	n.a.	5.2%	n.a.	4.7%	14.0%
Event Driven	1 979	76.02	n.a.	2.6%	n.a.	3.1%	8.7%
Fundamental Equity Mkt Neutral	1 959	86.49	n.a.	1.5%	n.a.	4.6%	12.4%
Quantitative Equity Mkt Neutral	1 842	77.20	n.a.	2.3%	n.a.	1.8%	9.8%
Credit	1 753	90.65	n.a.	1.5%	n.a.	2.0%	8.5%
Credit Long/Short	1 788	95.60	n.a.	1.5%	n.a.	3.1%	10.0%
Commodity	2 089	81.40	n.a.	1.5%	n.a.	4.4%	14.7%
Commodity Trading Advisors	1 568	70.10	n.a.	2.5%	n.a.	10.4%	7.9%
Volatility							
VIX	15.32	35.38	-8.3%	-9.3%	2.5%	-13.8%	39.4%
VSTOXX	19.32	37.78	-8.6%	-14.6%	31.3%	-13.5%	25.3%
Commodities							
Commodities (CRB)	565.3	n.a.	1.0%	2.4%	4.7%	0.6%	51.1%
Gold (Troy Ounce)	4 517	n.a.	-1.2%	-2.1%	4.6%	64.6%	27.2%
Silver (Troy Ounce)	75.67	n.a.	-3.1%	0.4%	5.6%	148.0%	21.5%
Oil (WTI, Barrel)	87.36	n.a.	-13.4%	-18.3%	52.1%	-19.9%	0.1%
Oil (Brent, Barrel)	93.37	n.a.	-12.9%	-24.3%	49.5%	-15.7%	-4.6%
Currencies (vs USD)							
USD (Dollar Index)	99.00	52.82	-0.2%	0.9%	0.7%	-9.4%	7.1%
EUR	1.1651	47.77	0.1%	-0.6%	-0.8%	13.4%	-6.2%
JPY	159.46	42.35	-0.3%	-1.5%	-1.7%	0.3%	-10.3%
GBP	1.3462	49.54	-0.3%	-0.9%	-0.1%	7.7%	-1.7%
AUD	0.7187	53.62	0.2%	-0.2%	7.7%	7.8%	-9.2%
CAD	1.3809	40.26	0.0%	-1.6%	-0.6%	4.8%	-7.9%
CHF	0.7828	52.41	0.0%	-0.1%	1.3%	14.5%	-7.3%
CNY	6.7671	68.20	0.2%	0.9%	3.3%	4.5%	-2.7%
MXN	17.339	50.35	-0.4%	0.7%	3.9%	15.7%	-18.5%
EM (Emerging Index)	1 874.1	57.60	0.6%	0.5%	1.2%	7.2%	-0.7%
XBT	73 306	n.a.	-2.4%	-5.9%	-16.4%	-6.5%	120.5%

Source: Bloomberg, Altitude Investment Solutions

Total Return by asset class (Negative \ Positive Performance)



AVERTISSEMENT DE RESPONSABILITÉ

Ce document est émis par Altitude Investment Solutions (ci-après "Altitude IS"). Il n'est pas destiné à être distribué, publié ou utilisé dans une juridiction où une telle distribution, publication ou utilisation serait illégale, et il ne vise pas non plus toute personne ou entité à qui il serait illégal d'adresser un tel document.

Ce document est fourni à titre d'information seulement. Il ne constitue pas une offre ou une recommandation de souscription, d'achat, de vente ou de détention de valeurs mobilières ou d'instruments financiers. Il contient les opinions Altitude IS, à la date d'émission. Ces opinions et l'information contenues dans le présent document ne tiennent pas compte de la situation, des objectifs ou des besoins particuliers d'une personne. Aucune déclaration n'est faite en vue d'indiquer qu'un investissement ou une stratégie est approprié(e) ou adapté(e) aux circonstances individuelles ou qu'un investissement ou une stratégie constitue une recommandation personnelle à quelque investisseur. Chaque investisseur doit prendre ses propres décisions indépendantes concernant les titres ou instruments financiers mentionnés dans le présent document. Le traitement fiscal dépend de la situation particulière de chaque client et peut faire l'objet de modifications à l'avenir. Altitude IS ne fournit pas de conseils fiscaux. Par conséquent, vous devez vérifier les informations ci-dessus et tous les autres renseignements fournis dans le document ou les passer en revue avec vos conseillers fiscaux externes.

Les investissements sont soumis à un nombre varié de risques. Avant de conclure une transaction, l'investisseur devrait consulter son conseiller en placements et, au besoin, obtenir des conseils professionnels indépendants sur les risques, ainsi que sur les conséquences juridiques, réglementaires, de crédit, fiscales et comptables. Les informations et analyses contenues dans le présent document sont basées sur des sources considérées comme fiables. Toutefois, Altitude IS ne garantit ni l'actualité, l'exactitude ou l'exhaustivité de l'information contenue dans ce document, et n'accepte aucune responsabilité pour toute perte ou dommage résultant de son utilisation. Toutes les informations et opinions ainsi que les prix, les évaluations de marché et les calculs indiqués peuvent être modifiés sans préavis. Le rendement passé n'est pas une garantie du rendement actuel ou futur, et l'investisseur peut recevoir un capital inférieur à celui qu'il a investi. Les investissements mentionnés dans le présent document peuvent comporter des risques difficiles à quantifier et à intégrer dans une évaluation d'investissement. En général, les produits tels que les actions, les obligations, les prêts de titres, les devises ou les instruments du marché monétaire comportent des risques, qui sont plus élevés dans le cas des produits dérivés, structurés et de capital-investissement ; ces produits sont destinés uniquement aux investisseurs qui sont capables de comprendre leur nature et leurs caractéristiques et de supporter les risques qui leur sont associés. Sur demande, Altitude IS se fera un plaisir de fournir aux investisseurs des informations plus détaillées sur les risques associés à des instruments donnés.

La valeur de tout investissement dans une devise autre que la devise de base d'un portefeuille est soumise aux taux de change. Ces taux peuvent fluctuer et avoir une incidence négative sur la valeur du placement lorsqu'il est réalisé et reconverti dans la devise de base de l'investisseur. La liquidité d'un placement dépend de l'offre et de la demande. Certains produits peuvent ne pas avoir un marché secondaire bien établi ou, dans des conditions de marché extrêmes, peuvent être difficiles à évaluer, ce qui entraîne une volatilité des prix et rend difficile l'obtention d'un prix de cession de l'actif. Si des opinions d'analystes financiers sont contenues dans le présent document, ces analystes attestent que toutes les opinions exprimées reflètent fidèlement leurs points de vue personnels sur un instrument donné. Afin d'assurer leur indépendance, il est expressément interdit aux analystes financiers de détenir des titres appartenant à l'univers de recherche qu'ils couvrent. Altitude IS peut détenir des positions sur les titres mentionnés dans le présent document pour et au nom de ses clients et/ou ces titres peuvent être inclus dans les portefeuilles des fonds d'investissement gérés par Altitude IS.

