

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

Didier BOROWSKI,
Responsable Global Views



Pierre BLANCHET,
Responsable Investment
Intelligence

Depuis le milieu des années 1980, la baisse de la volatilité macroéconomique est attribuable à la fois aux bonnes politiques et à la chance

Fin de la « Grande Modération » et retour de la volatilité

Depuis le milieu des années 1980, la volatilité macroéconomique a décliné pour tomber à son plus bas niveau depuis la fin de la guerre. La crise du Covid-19 a provoqué l'un des plus grands chocs économiques de l'histoire moderne et pourrait marquer la fin de la « Grande Modération », avec une hausse de la volatilité économique et le passage à un régime d'inflation plus élevé. Ces facteurs sont susceptibles d'entraîner une plus grande volatilité des marchés financiers qu'au cours des deux décennies précédentes.

Depuis le milieu des années 1980, la volatilité de la croissance de la production et de l'inflation a diminué pour atteindre un point bas d'après-guerre dans la plupart des pays de l'OCDE. De nombreux facteurs ont été avancés pour expliquer cette période, connue sous le nom de Grande Modération.

Premièrement, de nombreux changements structurels ont eu lieu :

(i) les technologies de l'information de plus en plus sophistiquées ont permis aux entreprises d'optimiser le contrôle des stocks, (ii) le développement et la déréglementation des marchés financiers ont permis aux entreprises de financer plus facilement leurs investissements, (iii) la transition des pays avancés d'économies industrielles à économies de services a contribué à lisser les cycles économiques, et (iv) la croissance du commerce mondial et la libre circulation des capitaux ont augmenté la flexibilité des économies, les rendant plus stables.

Deuxièmement, des progrès ont été réalisés en termes de politique économique.

Les banques centrales ont gagné en indépendance, ce qui leur a permis de remplir leur premier objectif de stabilité des prix, avec davantage d'efficacité. Elles font également preuve de plus de transparence dans leurs opérations et ont amélioré leur communication avec les marchés. Ces évolutions se sont traduites par un meilleur ancrage des anticipations d'inflation.

Enfin, les chocs exogènes sont devenus plus rares et moins déstabilisants. Pour résumer, la baisse de la volatilité macroéconomique est attribuable à la fois aux « bonnes politiques » et à la « chance ». Chose surprenante, la grande crise financière n'a pas

mis fin à la Grande Modération. Aux États-Unis, par exemple, la volatilité de la production n'a jamais été aussi faible que pendant les dix années qui ont précédé la crise du Covid-19.

Toutefois, à l'avenir, on peut se demander si certains des facteurs qui ont conduit à la Grande Modération ne vont pas s'inverser.

En effet, la relocalisation de certaines chaînes de valeur à l'issue de la crise de Covid-19, la fragilité du secteur des services en cas d'épidémie et la hausse attendue de l'inflation sont autant de facteurs qui annoncent des cycles plus mouvementés.

Une telle évolution pourrait déboucher sur un scénario instable de « dominance budgétaire » où les politiques budgétaires expansionnistes se conjuguent à des politiques monétaires accommodantes pour alléger le fardeau de la dette, mettant les banques centrales dans la position délicate de devoir à la fois contenir les pressions inflationnistes et maintenir la stabilité financière. En définitive, la capacité du *policy mix* à lisser les fluctuations cycliques aussi efficacement que par le passé est remise en question.

La hausse des dettes publiques et de l'inflation pourrait constituer un obstacle aux politiques de stabilisation. Les niveaux d'endettement privé et public ont atteint de nouveaux sommets avec la crise de Covid-19, dépassant les précédents sommets atteints à la fin de la Seconde Guerre mondiale. À l'avenir, la hausse des niveaux d'endettement est susceptible de freiner la demande intérieure. Si l'inflation est la bienvenue pour faciliter le désendettement, elle peut aussi mettre les banques centrales en difficulté, surtout si les anticipations d'inflation ne sont pas bien ancrées.

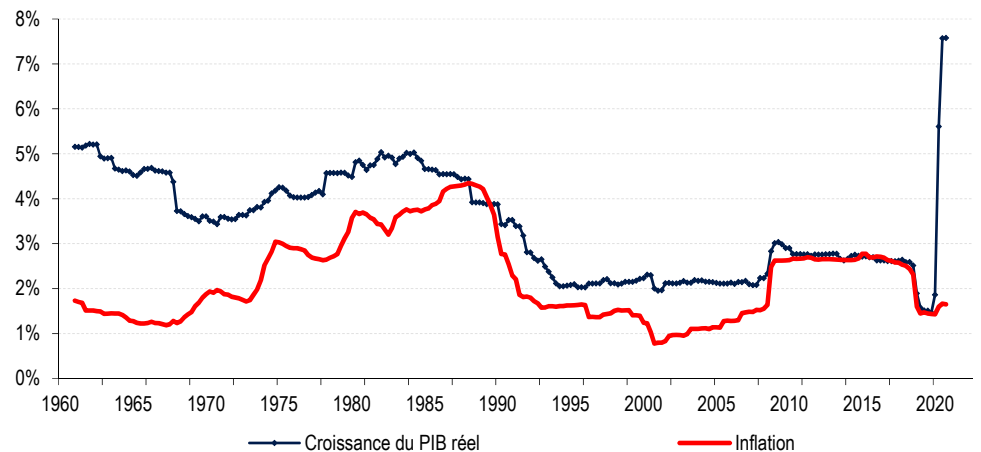
THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

D'un point de vue macro-financier, l'accumulation des dettes change la donne. Un durcissement trop brutal des conditions monétaires (hausse des taux d'intérêt à court et long terme) entraînerait inévitablement une correction des actifs risqués et déclencherait une « récession de bilan ». Sans parler du fait que les économies pourraient être confrontées à davantage de chocs exogènes à l'avenir (épidémies, chocs climatiques et conflits). **Les « bonnes politiques » et la « chance » pourraient donc disparaître en même temps.**

L'augmentation récente de la volatilité de la croissance s'est accompagnée d'une augmentation tout aussi importante de la volatilité des bénéfices des entreprises, tandis que la volatilité de l'inflation est, pour l'heure, restée contenue. La volatilité des marchés a, jusqu'à présent, été contenue, grâce au dosage de politique économique ultra-expansionniste et à l'absence d'inflation. Cette situation pourrait ne pas durer. Des cycles économiques plus heurtés s'accompagneront inévitablement d'un retour de la volatilité sur les marchés financiers.

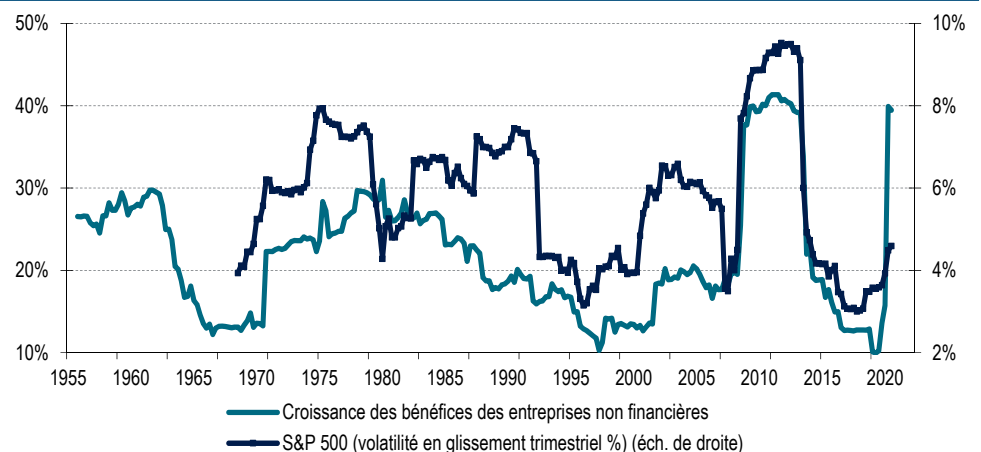
Des cycles économiques plus heurtés s'accompagneront inévitablement d'un retour de la volatilité sur les marchés financiers

1/ États-Unis : volatilité macroéconomique (écarts types glissants sur 10 ans)



Source: Eikon-Datastream, Recherche Amundi. Données avril 2021
(données trimestrielles disponibles jusqu'au T4 2020)

2/ États-Unis : bénéfices des entreprises vs volatilité des marchés actions (écarts types glissants sur 5 ans)



Source: Eikon-Datastream, Recherche Amundi. Données avril 2021
(données trimestrielles disponibles jusqu'au T4 2020)

La volatilité des marchés va-t-elle rester faible ou augmenter post-covid ?

Les marchés financiers ont traversé une phase d'extrême volatilité l'an dernier. Les marchés actions ont dévié de

plus de 30 % en un mois et la volatilité implicite a atteint des niveaux jamais vus depuis la crise de 2008, l'indice VIX passant au-dessus de 80 %. Cette correction a été suivie d'un fort rebond, qui a ramené les indices à leurs niveaux

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

d'avant crise dès la fin de l'année. Les marchés obligataires ont également été très volatils. Les obligations souveraines ont enregistré une forte progression au pic de la crise, suivie d'un « *bear market* ». À titre de référence, l'indice Bloomberg Barclays US Long Treasury, qui regroupe les obligations du Trésor à échéance de 10 ans ou plus, est en baisse de 26 % sur un an. Les spreads de crédit ont également évolué de manière assez significative durant la même période. Le cours du pétrole mérite une mention spéciale dans ce concours de volatilité, le contrat WTI-1 mois étant passé de 50 à 15 dollars en un mois, passant même en négatif à -40 dollars, en raison des surplus au hub de Cushing pendant quelques jours. **Pour autant, ces mouvements extrêmes des prix d'actifs n'ont pas fait remonter la volatilité du marché pendant une période prolongée.**

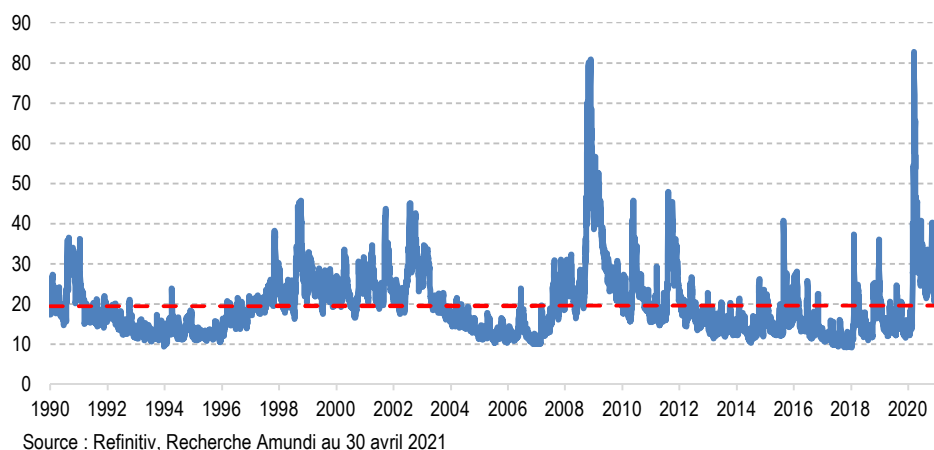
En effet, malgré une certaine volatilité des marchés obligataires au cours du premier trimestre 2021 en raison de

perspectives de croissance et d'inflation plus élevées que prévu découlant des plans de relance américains et de l'accélération des campagnes de vaccination, **la volatilité des actions et du crédit a fortement diminué.**

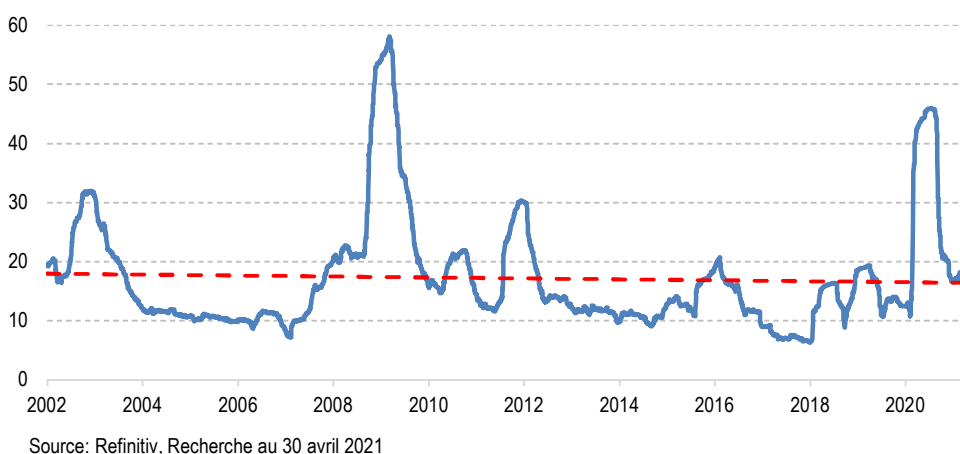
Les mouvements de marché des deux dernières décennies ont provoqué des pics de la volatilité à court terme des prix des actifs, mais n'ont pas modifié le régime de volatilité ni les niveaux moyens sur des périodes plus longues. Par exemple, dans le contexte européen, le Brexit ou la crise de l'euro ont déclenché des pics de volatilité, mais réalisée ou implicite celle-ci a rapidement diminué peu après dans toutes les classes d'actifs, y compris la livre sterling ou les obligations périphériques de la zone euro. Pris isolément, **ces chocs n'ont donc pas suffi à faire remonter la volatilité des marchés**, en raison essentiellement du « quoi qu'il en coûte » des réponses budgétaire et monétaire qui a permis d'apaiser les craintes des investisseurs.

Au cours des dernières décennies, plusieurs chocs ont provoqué des pics temporaires mais n'ont pas été suffisants pour faire remonter la volatilité des marchés, grâce en grande partie aux réponses budgétaires et monétaires

3/ VIX - Volatilité implicite à court terme du S&P 500

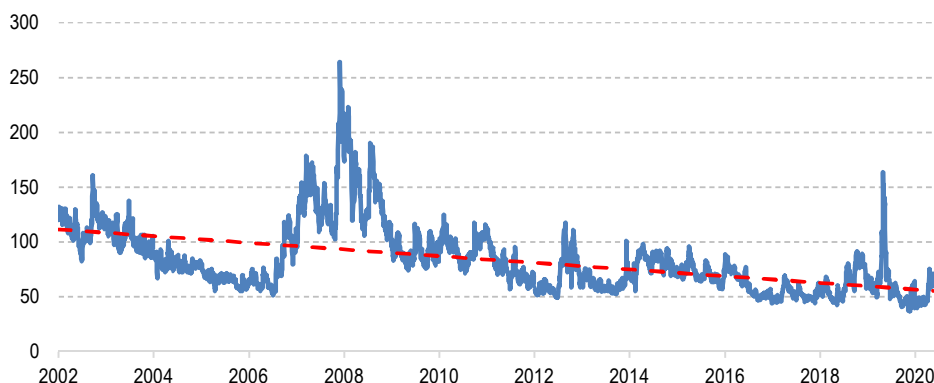


4/ Volatilité réalisée du S&P 500 sur 6 mois depuis 2002



THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

5/ MOVE - Volatilité implicite à court terme des bons du Trésor US à 10 ans

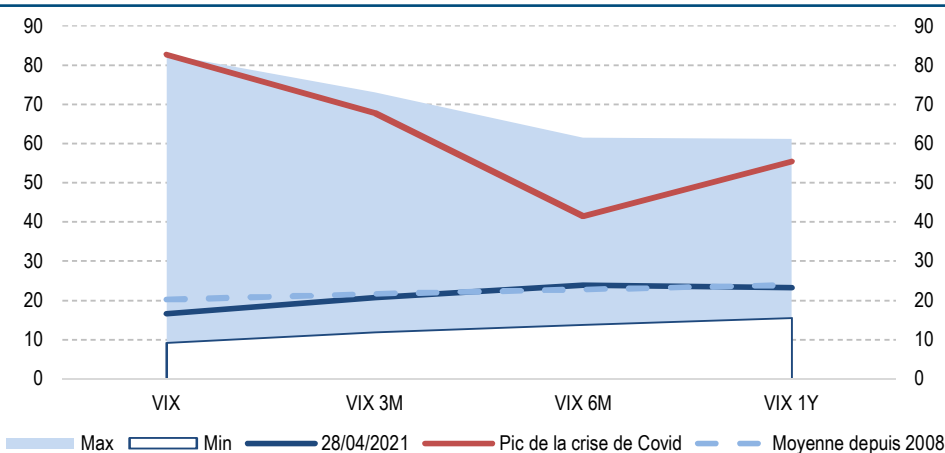


Source: Refinitiv, Recherche Amundi au 30 avril 2021

L'an dernier, la volatilité des prix des actifs a été la conséquence d'une crise économique, qui mérite tous les superlatifs. Pourtant, la volatilité entre les actifs a diminué très rapidement, ce qui est dû au contexte fondamental qui interdit le contraire et au fait que les acteurs du marché pensent que

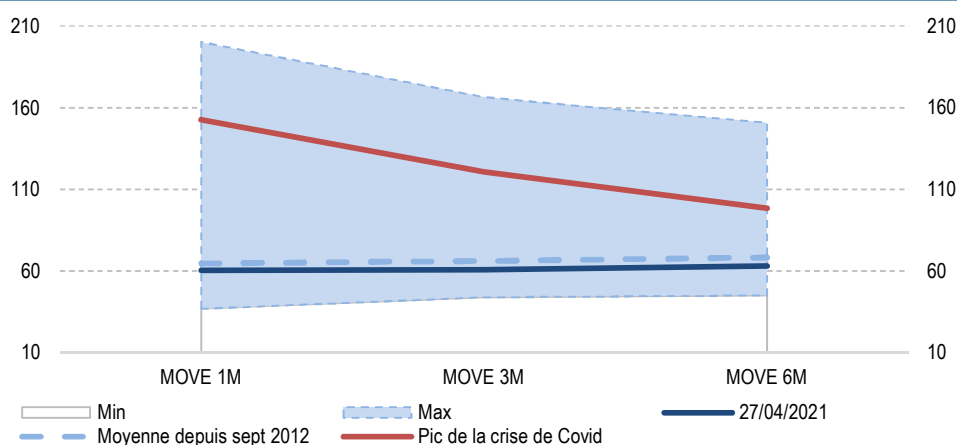
le régime de « Grande Modération » toujours d'actualité. Par conséquent, **la crise du Covid-19 ne marquera un tournant vers un régime de volatilité plus élevé que si un ou plusieurs facteurs, qui définissent ce régime (et déterminent la volatilité), changent après la crise.**

6/ Structure à terme de la volatilité implicite de l'indice S&P 500 depuis janvier 2008



Source: Refinitiv, Recherche Amundi au 30 avril 2021

7/ Structure à terme de la volatilité implicite des bons du Trésor US à 10 ans depuis 2012



Source: Refinitiv, Recherche Amundi au 30 avril 2021

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

L'instabilité des courbes de rendement obligataires et une corrélation instable entre les actions et les obligations seraient les principales conséquences

Or, il existe au moins deux raisons pour lesquelles les prix des actifs dans leur ensemble pourraient être plus volatils que dans le régime de la « Grande Modération » : (1) le raccourcissement et/ou l'augmentation de la volatilité des cycles économiques et (2) une faible diversification moindre entre les classes d'actifs.

1. Si « la chance et les bonnes politiques » disparaissent en même temps sans qu'un mécanisme de rééquilibrage suffisamment fort ne soit mis en place, nous pourrions observer des **cycles économiques plus courts, plus volatils, voire désynchronisés**. Il en résulterait une **instabilité des courbes de rendement obligataires**, avec des cycles de pentification et d'aplatissement plus courts et donc un facteur d'actualisation instable. Un raccourcissement des cycles économiques implique une plus grande volatilité des bénéfices des entreprises, qui auront plus de mal à émettre des obligations à longue échéance, les investisseurs exigeant une prime plus élevée pour se prémunir contre le raccourcissement du cycle de défaut. Dans ce contexte, c'est probablement la volatilité de la volatilité qui serait plus élevée.
2. Le deuxième facteur de changement pourrait être une **diversification plus faible**. La principale source de diversification au sein des marchés financiers est la corrélation négative entre les obligations souveraines et les actions. Cette corrélation négative établie depuis le milieu des années 1990 fait office d'amortisseur. Les banques centrales s'appuient sur ce mécanisme d'amortissement en abaissant les taux directeurs et en achetant des obligations à long terme via le QE.

Toutefois, la corrélation négative entre les obligations et les actions et l'assouplissement monétaire sont tous deux possibles dans un régime de faible inflation où les anticipations d'inflation sont bien ancrées dans une tendance déflationniste à long terme. La fin de la « Grande Modération » pourrait correspondre à un environnement dans lequel l'inflation est plus élevée qu'au cours des deux dernières décennies et où les anticipations d'inflation ne sont pas ancrées. Dans un tel environnement, **la corrélation entre les obligations et les actions serait nulle, voire positive** (sauf dans les phases de correction des marchés actions). Les banques centrales ne seraient pas en mesure de maintenir leurs politiques monétaires souples sur de longues périodes et les portefeuilles équilibrés seraient moins protégés par leurs poches obligataires. Les investisseurs auraient donc tendance à augmenter ou réduire leurs positions en actions en utilisant le cash pour réduire le risque, ce qui entraînerait une plus grande volatilité des marchés actions.

La crise du Covid-19 pourrait marquer un tournant vers une plus grande volatilité du cycle économique et/ou un passage à un régime d'inflation plus élevé. Ces facteurs sont susceptibles d'entraîner une plus grande volatilité des marchés financiers qu'au cours des deux décennies précédentes. Mais à court terme, tant que ce changement ne sera pas confirmé, les investisseurs s'en tiendront au paradigme de la « Grande Modération », ramenant la volatilité des prix des actifs à ses niveaux moyens moins élevés.

Achévé de rédiger le 30 avril 2021

Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications sur le site :

research-center.amundi.com

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Policies
Exchange Corporate Equities
Sovereign Bonds Forecasts
ESG High Yield Real Estate
Quant Investment Asset
Strategies Allocation

AVERTISSEMENT

Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. Les informations de MSCI ne constituent en rien et ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre (ou s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les informations de MSCI sont indiquées en l'état et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. MSCI, ses filiales et toute autre personne impliquée dans, ou liée à, la compilation ou l'élaboration de toute information de MSCI (collectivement, les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris sans limite toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, l'adéquation ou la valeur commerciale à toute fin donnée) relative à ces informations. Sans limite de ce qui précède, aucune Partie MSCI n'assume en aucun cas de responsabilité à l'égard de tous dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif pour perte de bénéfices) et autres. (www.msicibarra.com). Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays. Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: info@amundi.com.

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée — SAS au capital de 1086262605 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social: 90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com

Photo credit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - marcutti

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, Responsable de la Recherche Groupe

Avec la contribution de la Recherche Groupe

AINOUZ Valentine, CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des Marchés Développés

BELLAICHE Mickael, Stratégiste Taux et Crédit

BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

BERTONCINI Sergio, Stratégiste Senior Taux

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

CESARINI Federico, Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset

DELBO' Debora, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

CARULLA POL, Amundi Investment Insights Unit

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoit, équipe de Recherche

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

DI SILVIO Silvia, Macrostratégiste Recherche Cross Asset

DROZDZIK Patryk, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

GEORGES Delphine, Stratégiste Senior Taux

HERVÉ Karine, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

HUANG Claire, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

LEONARDI Michele, Analyste Recherche Cross Asset

MIJOT Eric, Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés

PERRIER Tristan, Global Views

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

STRENTA Aurélien, Analyste Marchés émergents

USARDI Annalisa, CFA, Économiste Senior, Recherche Cross Asset

VARTANESYAN Sosi, Analyste Souverains Senior

FIOROT Laura, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit