

## INCERTITUDE POLITIQUE : UNE NOUVELLE SOURCE DE VOLATILITE

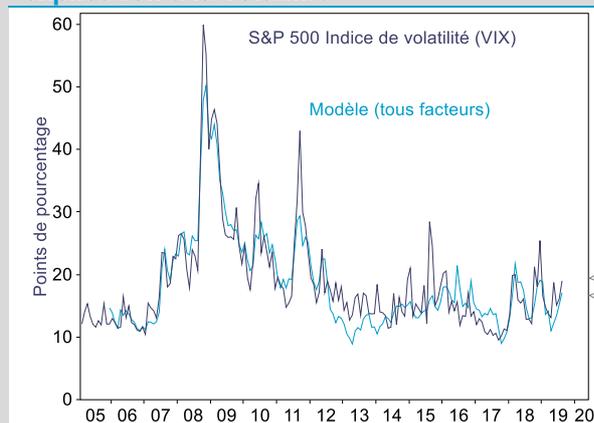


**Xavier DENIS**  
Responsable de la recherche multi-actifs

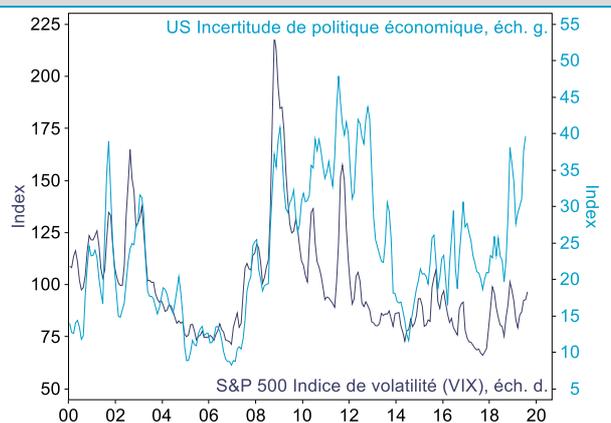
CrossAssetResearch  
@lyxor.com

- **Les cycles économiques sont devenus moins chahutés depuis la « Grande Modération », apparue dans les années 1980**
  - Les banques centrales ont assis leur crédibilité en adoptant des politiques monétaires axées sur des objectifs d'inflation.
  - Avec la désinflation, ces politiques monétaires se sont focalisées sur la stabilisation de la croissance.
  - L'inflation et la croissance sont devenues moins volatiles depuis le milieu des années 1980.
- **Les politiques monétaires accommodantes ont atténué la volatilité des marchés**
  - Depuis les années 1980, la Réserve fédérale américaine (la « Fed »), en réponse à plusieurs chocs financiers, s'est montrée de plus en plus accommodante.
  - Depuis la Grande crise financière (« GCF »), les politiques monétaires favorisent la reflation des actifs pour contrer les risques de déflation par la dette.
- **La volatilité des prix d'actifs a enregistré un déclin structurel, mais les marchés demeurent exposés à des pics de volatilité**
  - De moindres fluctuations macro-économiques et les injections massives de liquidités ont entraîné un recul structurel de la volatilité des marchés.
  - Compte tenu de son incidence sur le sentiment et sur la macro-économie, l'incertitude est devenue un facteur important de l'évolution des marchés et semble prise en compte par les réactions de politique monétaire.

### Les facteurs macro-économiques comme explication à la volatilité



### Une incertitude politique accrue depuis la GCF



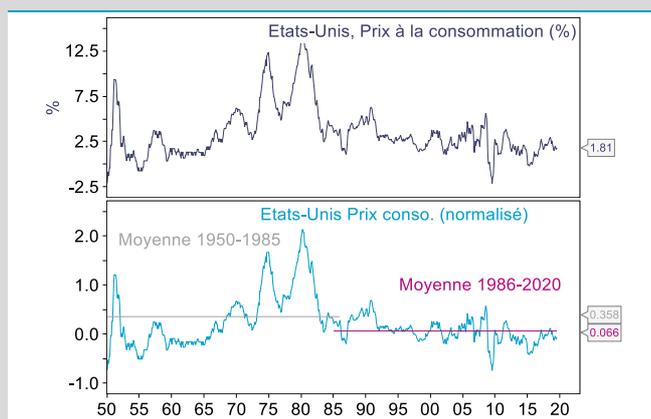
Source : Macrobond, Lyxor AM

## UN ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE MOINS VOLATIL

**L'environnement macroéconomique est moins volatil, excepté durant les crises**

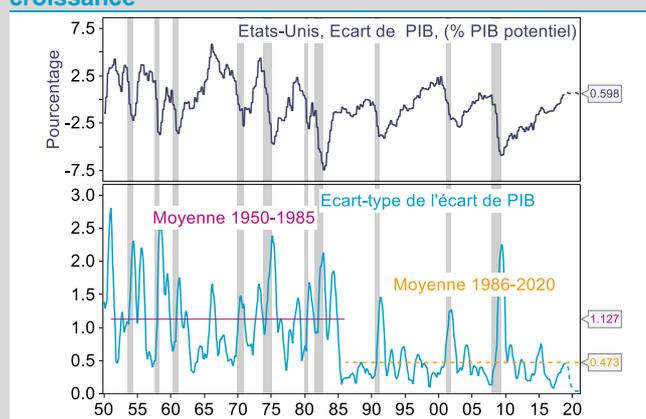
Au cours des trois dernières décennies, la volatilité de la croissance et de l'inflation se sont considérablement réduites. Les stratégies de politique monétaire ont gagné en crédibilité avec le passage au ciblage de l'inflation, tandis que les banques centrales ont défini leur action sur la base de règles pré-établies. L'ancrage des anticipations d'inflation a contribué à atténuer les fluctuations macro-économiques. En outre, les économies des pays développés sont devenues moins dépendantes du pétrole, ce qui a réduit l'impact des chocs pétroliers sur la croissance et l'inflation. En ce qui concerne l'activité globale, la volatilité de l'écart de production à sa tendance de long terme a été réduite de plus de moitié.

### La volatilité de l'inflation a diminué



Source : Macrobond, Lyxor AM

### La « Grande Modération » a limité la volatilité de la croissance



Source : Macrobond, Lyxor AM

## LES POLITIQUES MONÉTAIRES SE SONT CONCENTRÉES SUR LA REFLATION DES ACTIFS

**Alors que l'inflation semble domptée, les banques centrales maintiennent une attitude accommodante**

Plusieurs chocs financiers se sont produits depuis les années 1980. Dans le même temps, la désintermédiation financière, l'ouverture des comptes de capital et la financiarisation ont canalisé la volatilité des marchés vers les agrégats macro-économiques. L'expression « Greenspan put » a été inventée en 1987, après que la Fed eut décidé de baisser ses taux directeurs à un niveau très bas pour contrer l'impact du krach boursier. Elle a ensuite été rebaptisée « Fed put », la banque ayant adopté une attitude privilégiant la croissance, au détriment de la stabilité financière à long terme.

Depuis la GCF, les politiques non conventionnelles assorties de programmes d'assouplissement quantitatif ont soutenu la croissance via la relance des actifs. Les erreurs commises dans les années 1930 – et plus récemment lors de la déflation japonaise – ont également montré que les politiques monétaires non conventionnelles s'avéraient utiles lorsque les taux d'intérêt ne pouvaient plus être abaissés pour soutenir l'économie et les anticipations d'inflation. Le risque d'un scénario de déflation de la dette a incité les banques centrales à se montrer extrêmement accommodantes à partir de 2008. Toutefois, la croissance est actuellement en ligne avec le PIB potentiel, tandis que l'inflation demeure inférieure à sa cible au sein des économies développées. Jusqu'à présent, cette situation a justifié l'extension de politiques monétaires ultra-accommodantes, au risque d'alimenter des bulles de prix d'actifs. À un certain stade, ces bulles sont susceptibles d'éclater et de provoquer une récession.

## LA VOLATILITÉ MULTI-ACTIFS EST CONTENUE

**L'abondance des liquidités a contenu la volatilité des actifs, alors que la quête de rendement se poursuit**

La volatilité actuelle est similaire aux niveaux d'avant la GCF. Des liquidités abondantes dopent les prix des actifs et réduisent la volatilité. Les faibles taux d'intérêt réduisent le coût de financement des entreprises et des ménages, tout en renforçant la valorisation des actifs. La quête de rendement a encouragé les investisseurs à assumer des risques plus importants en modifiant le profil de risque de leurs portefeuilles. En cas de tensions sur les marchés, ces investisseurs sont susceptibles de chercher à se débarrasser du risque intrinsèque de leurs positions, alimentant ainsi la correction.

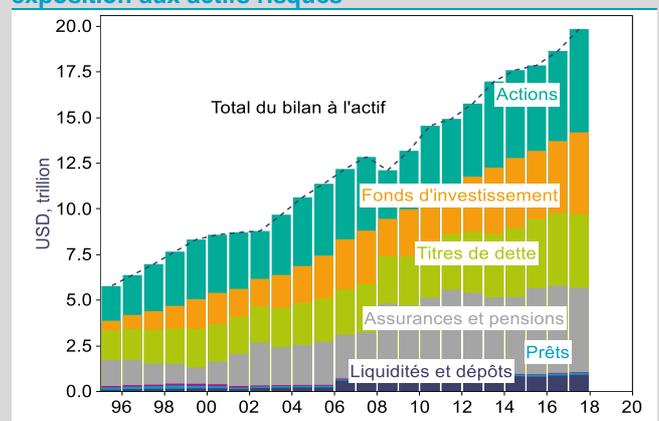
Alors que les banques centrales fournissent des liquidités, facilitent le refinancement et orientent la quête de rendement vers les émetteurs faiblement notés et à haut rendement, il est possible que ce risque soit sous-estimé par les marchés de crédit. Le risque de liquidité a refait son apparition récemment, sous forme de décalage entre la liquidité journalière promise et l'investissement dans des obligations illiquides dans un contexte de recherche de rendement.

### Volatilité multi-actifs aux États-Unis



Source : Macrobond, Lyxor AM

### Les fonds de pension américains accroissent leur exposition aux actifs risqués

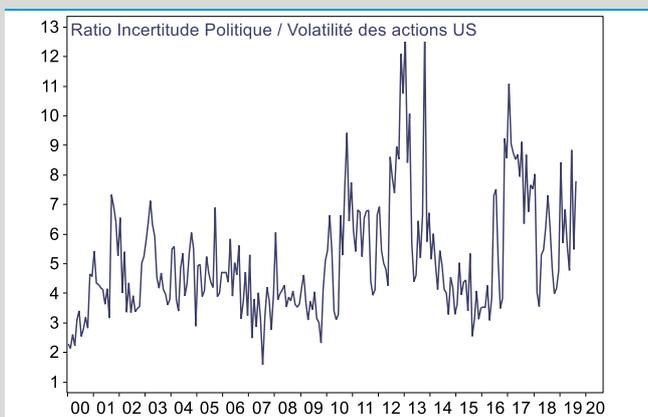


Source : Macrobond, Lyxor AM

## 'INCERTITUDE POLITIQUE CONSTITUE UN FACTEUR MAJEUR DE VOLATILITE

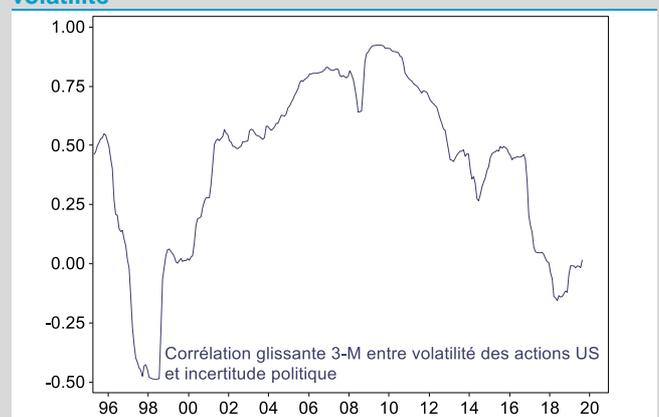
Les cycles économiques et les politiques monétaires ont progressivement laissé la place à l'incertitude politique, dès lors que des événements comme la guerre commerciale actuellement toujours en cours, la croissance chinoise et le Brexit ont hanté les marchés ces dernières années. Alors que l'incertitude a augmenté depuis la GCF, la corrélation entre la volatilité des actions et la fébrilité actuelle demeure élevée.

### Un ratio en hausse depuis plusieurs années



Source : Macrobond, Lyxor AM

### L'incertitude politique est fortement corrélée avec la volatilité

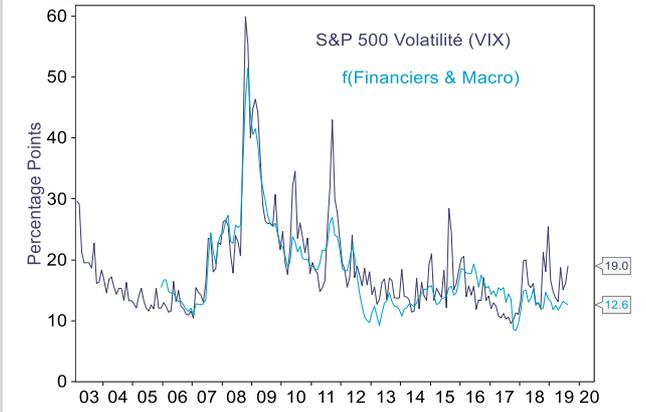


Source : Macrobond, Lyxor AM

**L'incertitude politique exacerbe la volatilité des marchés**

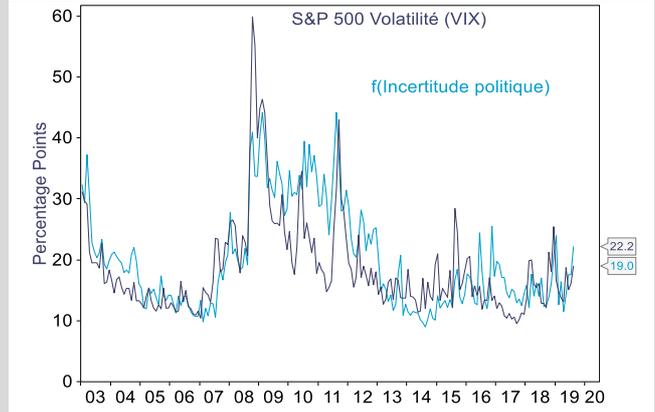
Nous examinons plusieurs facteurs dans la modélisation de la volatilité des actions américaines : les conditions financières, la dynamique de croissance (ISM), les indicateurs de surprise économique (indices Citi) et l'incertitude politique. Cette démarche permet d'observer que l'inclusion d'un indicateur lié à la politique améliore la pertinence du modèle (voir les graphiques ci-dessous).

**Les facteurs financiers et macroéconomiques comme explication à la volatilité**



Source : Macrobond, Lyxor AM

**L'incertitude politique constitue également un facteur de volatilité**

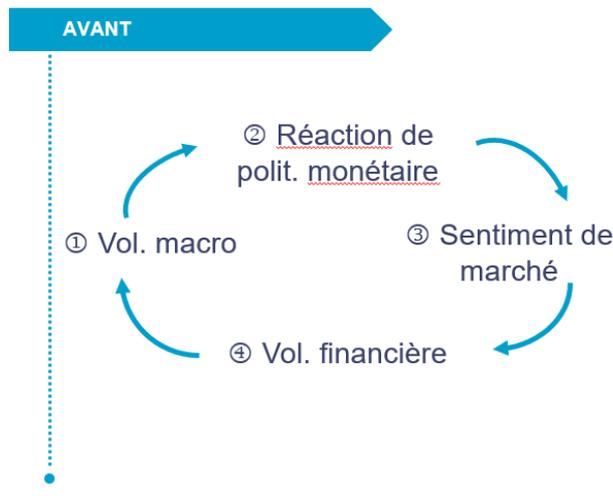


Source : Macrobond, Lyxor AM

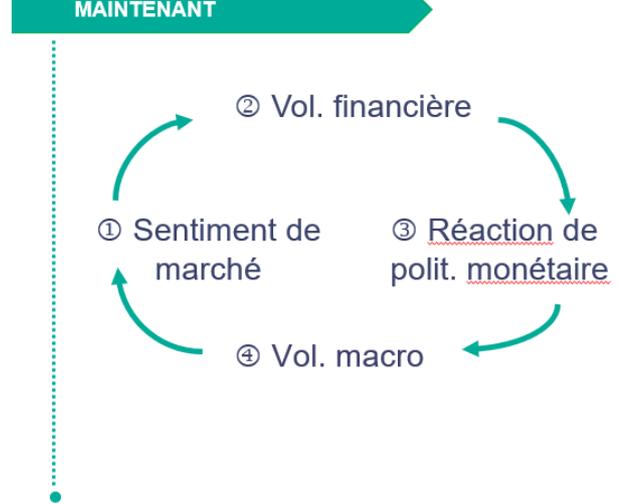
**Les politiques monétaires accommodantes ont jusqu'à présent atténué l'impact des risques politiques**

Les politiques monétaires conciliantes contribuent à limiter les risques de marché, alors que le contexte politique s'avère désormais moins prévisible. Jusqu'à présent, les politiques monétaires ont soutenu les valorisations des actifs et le sentiment des marchés, permettant ainsi de limiter l'impact des épisodes d'incertitude. Toutefois, les banques centrales disposent aujourd'hui d'une marge de manœuvre réduite pour assouplir leur position, ce qui rend la guerre commerciale susceptible de déclencher de graves turbulences. Les investisseurs devraient rester attentifs aux résultats du Brexit, à la croissance chinoise et à la géopolitique au Moyen-Orient.

**Séquence passée**



**Nouvelle séquence**



Source : Macrobond, Lyxor AM

Nous supposons que les autorités monétaires (les banques centrales) réagissent initialement à la volatilité des marchés et à la volatilité macro-économique engendrées par un environnement incertain. Par le passé, des données macro-économiques faibles ou robustes déclenchaient une réaction politique (assouplissement/resserrement), qui à son tour affectait le sentiment des marchés, puis la volatilité. Désormais, l'incertitude impacte rapidement les marchés financiers et les politiques monétaires se concentrent sur le sentiment à l'égard du risque. La politique économique (c'est-à-dire la politique monétaire) a en effet tendance à réagir à la volatilité des marchés, car l'inflation reste faible et les conditions financières sont considérées comme un facteur clé pour la croissance future.

## DISCLAIMER

The circumstances in which this publication has been produced are such that it is not appropriate to characterize it as independent investment research as referred to in MiFID and that it should be treated as a marketing communication even if it contains a research recommendation. This publication is also not subject to any prohibition on dealing ahead of the dissemination of investment research. However, Lyxor is required to have policies to manage the conflicts which may arise in the production of its research, including preventing dealing ahead of investment research. This material has been prepared solely for informational purposes only and does not constitute an offer, or a solicitation of an offer, to buy or sell any security or financial instrument, or to participate in any investment strategy. This material does not purport to summarize or contain all of the provisions that would be set forth in any offering memorandum. Any purchase or sale of any securities may be made only pursuant to a final offering memorandum. No advisory relationship is created by the receipt of this material. This material should not be construed as legal, business or tax advice. A more robust discussion of the risks and tax considerations involving in investing in a fund is available from the more complete disclosures incorporated into the offering documentation for such fund. This material has not been prepared in regard to specific investment objectives, financial situations, or the particular needs of any specific entity or person. Investors should make their own appraisal of the risks and should seek their own financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities or financial instrument or participating in any investment strategy. Before you decide to invest in any account or fund, you should carefully read the relevant client agreements and offering documentation. No representation is made that your investment objectives will be achieved. This material is not intended for use by retail customers. Any descriptions involving investment process, risk management, portfolio characteristics or statistical analysis are provided for illustrative purposes only, will not apply in all situations, and may be changed without notice. Past performance is not indicative of future results, and it is impossible to predict whether the value of any fund or index will rise or fall over time. While the information in this material has been obtained from sources deemed reliable, neither Société Générale ("SG"), Lyxor Asset Management S.A.S. ("Lyxor AM") nor their affiliates guarantee its accuracy, timeliness or completeness. We are under no obligation to update or otherwise revise such information if and when it changes. Any opinions expressed herein are statements of our judgment on this date and are subject to change without notice. SG, Lyxor AM and their affiliates assume no fiduciary responsibility or liability for any consequences, financial or otherwise, arising from an investment in any security or financial instrument described herein or in any other security, or from the implementation of any investment strategy. Lyxor AM and its affiliates may from time to time deal in, profit from the trading of, hold, have positions in, or act as market-makers, advisers, brokers or otherwise in relation to the securities and financial instruments described herein. Service marks appearing herein are the exclusive property of SG and its affiliates, as the case may be. Hedge funds may invest in futures and other derivative instruments. Futures trading and other derivatives may permit extremely high degrees of leverage and expose the funds to, among other things, volatility, market illiquidity, market risks, legal risks and operational risks. Hedge funds may be exposed to risks relating to non-domestic markets, including, without limitation, risks relating to currency exchange, tax, lack of liquidity, market manipulation, political instability and transaction costs. An investment in a hedge fund is subject to a total loss. This presentation contains the views of Lyxor AM analysts and/or strategies. The views espoused in this presentation may differ from opinions and recommendations produced by other departments of SG.

**Note about Indices:** Indices are not available for direct investment. A comparison to an index is not meant to imply that an investment in a fund is comparable to an investment in the funds or securities represented by such index. A fund is actively managed while an index is a passive index of securities. Indices are not investable themselves, and thus do not include the deduction of fees and other expenses associated with an investment in a fund. Not all the funds that comprise indices cited herein are suitable for U.S. Investors as a result of, among other things, the implementation of the Volcker Rule. Please see the offering documentation for these funds for more details.

**Notice to U.S. Investors:** Any potential investment in any securities or financial instruments, the categories of which are described herein, may not be suitable for all investors. Any prospective investment will require you to represent that you are an "accredited investor," as defined in Regulation D under the Securities Act of 1933, as amended, and a "qualified purchaser," as defined in Section 2(a)(51) of the Investment Company Act of 1940, as amended (the "40 Act"). The securities and financial instruments described herein may not be available in all jurisdictions. Investments in or linked to hedge funds are highly speculative and may be adversely affected by the unregulated nature of hedge funds and the use of trading strategies and techniques that are typically prohibited for funds registered under the '40 Act. Also, hedge funds are typically less transparent in terms of information and pricing and have much higher fees than registered funds. Investors in hedge funds may not be afforded the same protections as investors in funds registered under the '40 Act including limitations on fees, controls over investment policies and reporting requirements.

**Notice to Canadian Investors:** Any potential investment in any securities or financial instruments, the categories of which are described herein, may not be suitable for all investors. Any prospective investment will require you to represent that you are a "permitted client," as defined in Canadian Regulation National Instrument 31-103, and an "accredited investor," as defined in National Instrument 45-106. The securities and financial instruments described herein may not be available in all jurisdictions of Canada.

For more information, U.S. and Canadian investors and recipients should contact Lyxor Asset Management Inc., 1251 Sixth Avenue, New York, NY 10020 or invest@lyxor.com.

**Notice to U.K. Investors:** This communication is issued in the UK by Lyxor Asset Management UK LLP, which is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority in the UK under Registration Number 435658.

**Source:** This document has been prepared by Lyxor Asset Management S.A.S., 17 cours Valmy, 92800 Puteaux. Lyxor AM is a French management company authorized by the Autorité des marchés financiers and placed under the regulations of the UCITS (2014/91/UE) and AIFM (2011/61/EU) Directives. Lyxor AM is also registered with the U.S. Commodity Futures Trading Commission as a registered commodity pool operator and a commodity trading advisor.