

Perspectives



La déflation des actifs financiers en dollars pèse sur les marchés financiers

15 mai 2018

Par Jean-Jacques Ohana, Responsable de la gestion d'actifs

Depuis le début de l'année, nous assistons à une baisse des actifs financiers libellés en dollars qui se manifeste de plusieurs façons :

1. **La hausse des taux obligataires américains de 60 bps** : celle-ci rend les obligations d'Etat plus attractives par rapport aux dettes risquées et même par rapport aux actions. Ainsi, pour la première fois depuis 2008, le taux 3 mois du bon du Trésor dépasse le taux de dividende du S&P.
2. **La tension des spreads de crédit sur les obligations d'entreprises américaines** : cela traduit une tension des conditions de financement, même si elle reste légère à ce stade.
3. **La montée du dollar**, en particulier face aux devises émergentes (en baisse de 5% à 20% depuis un mois), conduit à une tension du financement de la dette libellée en dollars. Un mur de dette émergente de 200 milliards de dollars doit être refinancé au cours des 3 prochaines années. L'effondrement du peso argentin et la chute de la livre turque sont des risques systémiques car les dettes émises en dollars par l'Argentine et la Turquie représentent chacune 4% de l'indice de dette émergente en dollars.

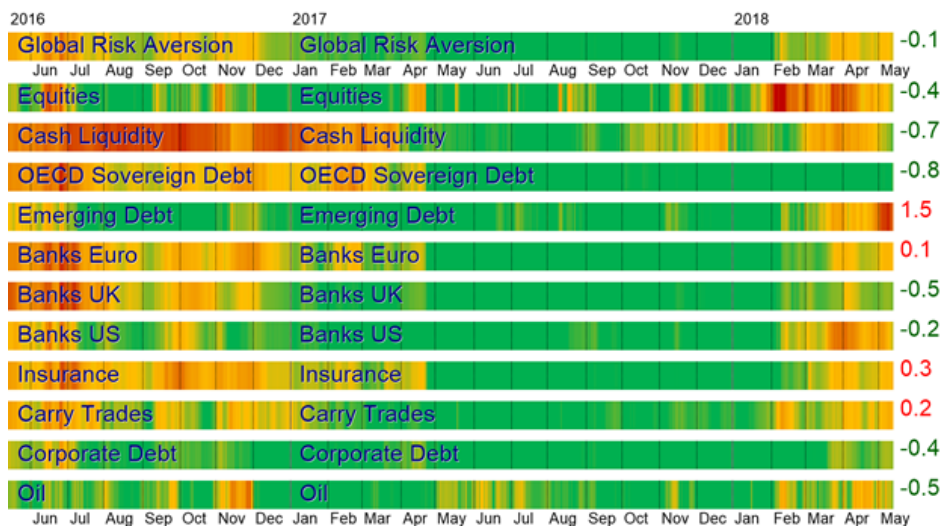
Performance du dollar depuis 3 mois face aux devises du G20



Perspectives

Cette tension sur les actifs en dollar se traduit par la baisse des obligations « Investment Grade » et une dégradation globale des conditions financières qui vont pénaliser les actifs financiers ainsi que la croissance mondiale.

Indicateur d'Aversion au Risque (heat map)



Les actifs libellés dans d'autres devises, notamment les actions et les obligations libellées en euros, ont connu une remontée ces derniers mois à la faveur de chiffres très décevants sur la croissance et l'inflation et donc du repli des banques centrales dans leur velléité de resserrement monétaire.

Indices de surprises économiques en zone euro et aux Etats-Unis.



Perspectives

Néanmoins, les déclarations récentes de membres de la BCE (notamment celle de François Villeroi de Galhau, le gouverneur de la banque de France) montrent que la tentation de resserrement monétaire est forte. L'ambiance est à la capitulation sur le « Quantitative Easing » et sur le maintien de taux négatifs. Dans un contexte de croissance faible, alors même que l'Allemagne resserre sa politique budgétaire et que l'Italie s'apprête à nommer un gouvernement anti-Etablissement, ce resserrement monétaire de la BCE serait particulièrement malvenu.

Pour l'instant, la vague populiste en Italie a été largement ignorée par les marchés mais l'agenda politique de la nouvelle coalition M5S / Ligue du Nord va heurter de plein fouet l'Europe sur trois fronts :

- Le refus de toute réforme dite structurelle et notamment le revirement sur la réforme des retraites engagée en 2011
- La mise en place d'un instrument de créance souveraine gagée sur les futurs revenus fiscaux de l'Italie, qui serait un moyen de paiement sur le modèle des IOU, en somme une monnaie parallèle qui ne dit pas son nom, et un moyen de contourner les contraintes budgétaires de Maastricht
- L'interruption immédiate de tout mouvement migratoire depuis l'Italie

En conséquence, nous pensons que la hausse des cours sur les marchés d'actions correspond à une croissance de fin de cycle. Elle résulte largement des secteurs liés aux matières premières, en particulier les pétrolières et le secteur des industries de base. Quand la hausse de prix du pétrole sera mature, le moteur de la hausse des prix sur les marchés d'actions sera définitivement éteint.

Performance des secteurs du Stoxx 600 Europe depuis le début de l'année 2018



Perspectives

INFORMATIONS IMPORTANTES : Ce document est destiné aux investisseurs professionnels. Toutes les informations disponibles sur le présent document ont un caractère purement informatif. Toutes les opinions exprimées sont celles d'YCAP Asset Management et ne constituent pas de conseil en investissement. Les données disponibles sur le présent document sont constituées à partir de sources réputées fiables mais n'ont pas été vérifiées par un organisme indépendant. Elles ne constituent ni un élément contractuel, ni une proposition ou une incitation à l'investissement ou à l'arbitrage. Les commentaires ne sauraient être considérés comme une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'instruments financiers mentionnés. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Nous recommandons avant toute décision d'investissement de vous informer soigneusement auprès d'YCAP Asset Management.