

Perspectives



Dislocations financières sur toutes les classes d'actifs

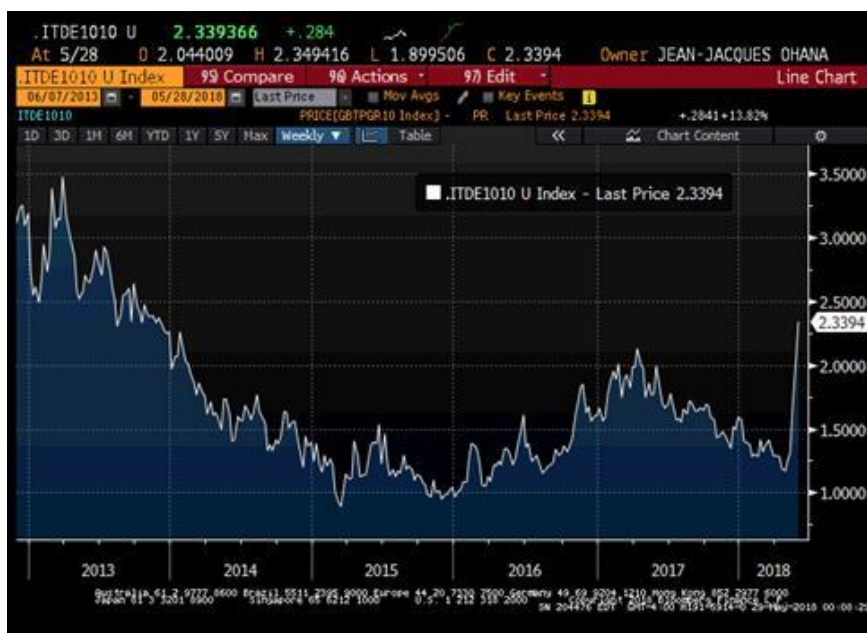
29 mai 2018

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

Depuis février, les dislocations financières se succèdent sur toutes les classes d'actifs :

- Le doublement de la volatilité implicite du S&P 500 en février
- L'augmentation du spread Libor-OIS sur le dollar, traduisant une tension sur le financement monétaire en dollar à court terme
- La chute successive du rouble russe, du real brésilien, du peso argentin, de la lire turque, des devises des pays d'Europe de l'Est (forint hongrois, zloty polonais) : les devises de pays émergents affichent une baisse comprise entre 5% et 20% face au dollar, les pays les plus affectés étant l'Argentine et la Turquie
- Depuis une quinzaine de jours, l'explosion du spread (de 120 bps à 233 bps) entre les obligations à dix ans de l'Italie et de l'Allemagne est révélateur d'une nouvelle crise de la zone euro. Ce problème se propage aux autres spreads souverains (Espagne notamment), au coût de financement des banques et aux marchés du crédit en Europe.

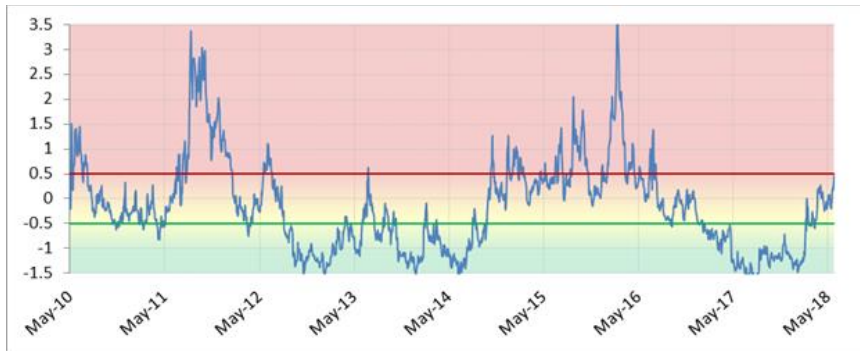
Spread Italie / Allemagne à 10 ans



Source : Bloomberg

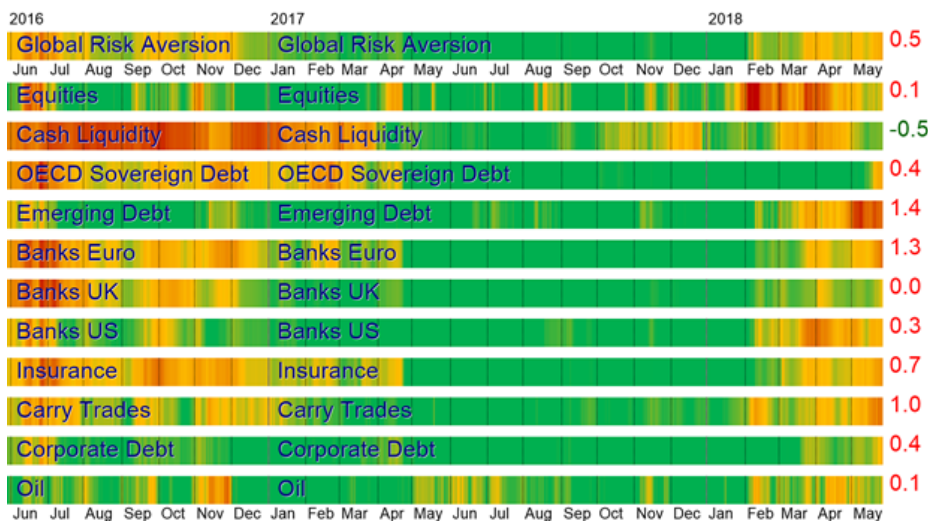
Perspectives

Indice de Risk Aversion



Source : Riskelia

Cartographie dynamique des risques financiers



Source : Riskelia

Cet environnement de stress de liquidité traduit tout autant le resserrement des conditions financières dans le monde que la multiplication des risques politiques de tout type. Tensions commerciales, montée des populismes, tentations protectionnistes sont aujourd'hui les tendances sourdes remettant en cause la globalisation qui avait dominé l'organisation économique mondiale entre 1990 et 2016. Désormais, nous avons la certitude que le Brexit et l'arrivée au pouvoir du président Trump ne sont plus des événements isolés mais bien des événements précurseurs d'une tendance de fond.

Perspectives

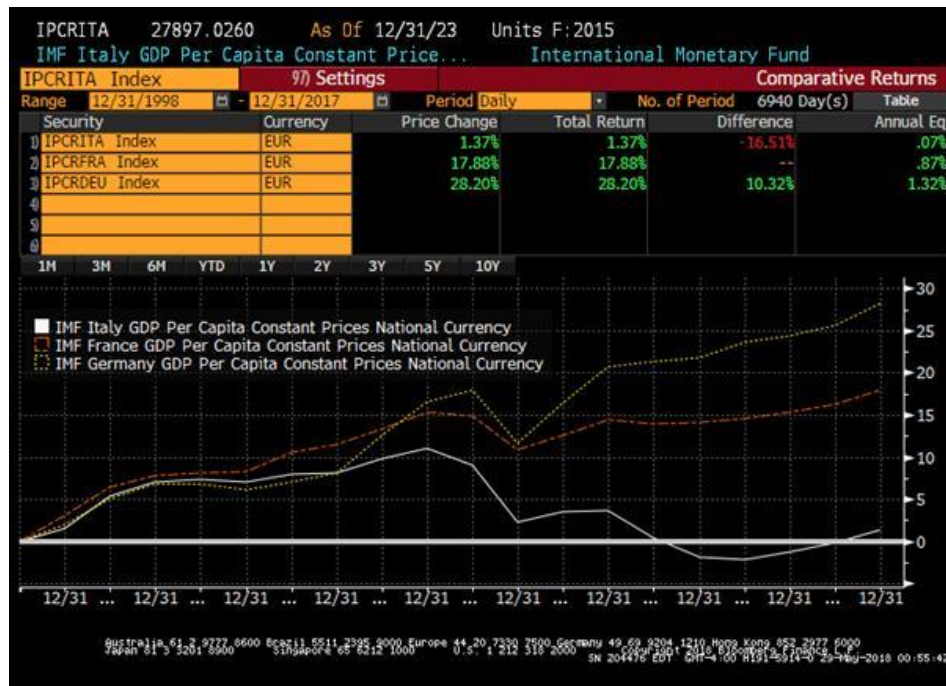
Dans ce contexte, les marchés d'actions sont particulièrement complaisants. Ils affichent des performances positives depuis le début de l'année alors que les marchés obligataires risqués, les marchés du crédit et les marchés émergents chutent de concert. Nous pensons que cette dichotomie entre les actions et le crédit est insoutenable et que les évolutions de ces deux classes d'actifs ne sont pas compatibles. Les marchés obligataires sont focalisés sur les risques, la possibilité de gain étant intrinsèquement limitée, tandis que les actions se concentrent sur les perspectives de bénéfice qui conservent la force d'inertie d'une économie portée par l'élan de la croissance mondiale synchronisée en 2017. S'agissant de 2018, la croissance mondiale devrait ralentir sous l'effet du resserrement de la liquidité (pays émergents en difficulté, doublement des taux à 2 ans aux Etats-Unis depuis 6 mois, hausse du coût de financement des entreprises, résurgence de la crise de la zone euro).

La crise souveraine en Italie pourrait être le début d'une rupture concernant l'intégrité de la zone euro. Depuis 2010, les brèches ont été colmatées par les interventions de la BCE et les plans de « sauvetage » des Etats de la zone euro. Cependant, la perfusion de liquidité de la BCE et les plans de sauvetages réalisés dans la précipitation n'ont pas permis de construire une zone monétaire intégrée avec un budget de la zone euro, un marché de la dette souveraine intégré (des Euro Bonds), une garantie des dépôts bancaires permettant de s'assurer qu'un euro déposé dans chaque pays vaut la même chose. Cette zone monétaire incomplète est à présent remise en cause tant par les pays débiteurs (au premier rang desquels figure l'Italie) que par les pays créanciers (notamment l'Allemagne).

La rupture au sein de la zone euro n'est plus seulement financière ou économique, elle est désormais politique. Or il sera difficile, voire impossible, de sauver une zone euro si ses différents peuples n'aspirent plus à un destin commun et ne sont plus disposés à des concessions. Après quasiment 20 ans de croissance stagnante (cf. graphique), l'Italie conjugue un excédent de compte courant de 2.5% du PIB, un excédent primaire (avant paiement des intérêts de la dette) de 2% du PIB et une dette majoritairement possédée par des entités italiennes (à 72%), l'Italie n'a jamais eu autant d'incitations à sortir de la zone euro. La conséquence inattendue du veto du président Mattarella sur le ministre de l'économie de la coalition M5S / Liga est de faire des prochaines élections un référendum sur le maintien ou non de l'Italie au sein de la zone euro. Au vu des derniers sondages, M5S devrait se stabiliser tandis que Liga consoliderait sa position de deuxième parti, loin devant les partis traditionnels. Il faut prendre très au sérieux le risque de sortie potentielle de l'Italie de la zone euro. Compte tenu de l'importance de la troisième économie au sein de la zone et du poids considérable de la dette italienne (24%) au sein du gisement de dette souveraine de la zone euro, un tel scénario représenterait un choc pour l'économie mondiale comparable à la crise des subprimes en 2008.

Perspectives

Evolution du PIB par tête en Allemagne, en France et en Italie depuis la création de la zone euro en 1999



Source : Bloomberg

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.