

Perspectives



Les marchés n'ont-ils pas de mémoire ?

16 Octobre 2018

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

Les marchés d'actions sont en baisse significative depuis le début du mois et pour certains d'entre eux, depuis le début de l'année. Le VIX, l'indice de volatilité implicite aux Etats-Unis est monté de 44% sur la seule journée de mercredi 10 octobre.

Rendement, au-delà du monétaire, net de dividende (en devises locales au 15 octobre)

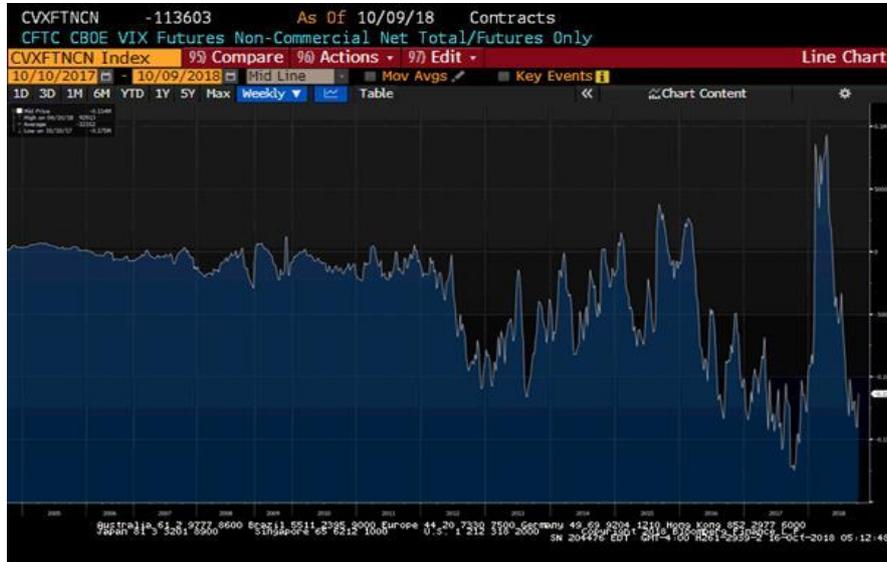
Marchés	Performance depuis le début du mois	Performance depuis le début de l'année
S&P 500	-4,5%	+2,55%
Euro Stoxx 50	-4,5%	-5%
FTSE 100	-6,5%	-6%
Nikkei 225	-8%	-0,8%
MSCI EM	-7%	-16%

Du point de vue technique, c'est la deuxième baisse discontinue des marchés cette année. La remontée du VIX au-delà des 20, après avoir recheté sur des niveaux autour de 11, interpelle :

- Comment les investisseurs ont-ils pu aussi rapidement oublier les risques mis à jour en février ?
- Comment ont-ils pu reconstituer des positions vendeuses de volatilité après la fermeture des fonds de volatilité en février ?
- Pourquoi ont-ils ignoré les risques de ralentissement de la croissance dans les pays émergents, le risque de sortie de l'Italie de la zone euro, le risque d'escalade dans la guerre commerciale avec la Chine, le risque de remontée des taux et de ralentissement de l'économie américaine ?
- Comment, en somme, expliquer ce manque de prescience dans l'évaluation des risques financiers, économiques et politiques ?

Perspectives

Position nette des spéculateurs sur le Future VIX



Source : Bloomberg

Plusieurs facteurs d'ordre financier, économique et politique sont à l'origine de cette baisse, contrairement à la correction de février qui ne provenait que de flux de liquidation de positions excessives :

1. Dégradation de la conjoncture financière des pays émergents : chute des devises par rapport au dollar, hausse des taux, chute des actions émergentes. Les pays qui sont les plus vulnérables sont l'Argentine, la Turquie et l'Afrique du Sud.

Evolution des devises émergentes par rapport au dollar en 2018 (au 16 octobre)



Source : Bloomberg

Perspectives

2. Défiance sur la soutenabilité de la dette italienne (risque de solvabilité au sein de l'euro) et risque de sortie de l'Italie de la zone euro (risque de redénomination). La confrontation entre le gouvernement italien et l'Union Européenne rend complètement imprédictible l'évolution de la dette italienne à court terme. A plus long terme, la dette italienne est clairement à éviter.
3. Resserrement des politiques des banques centrales et augmentation des taux réels. Ce resserrement simultané de la Fed, de la BCE (qui a commencé à réduire son programme de rachat d'actifs), de la BOE et même de la BOJ a rendu inopérant le caractère d'actifs refuge des obligations souveraines. Ainsi, ces derniers jours, les dettes souveraines ont pesé sur les performances. A notre sens, le caractère refuge des obligations pourrait réapparaître si la crise devait durer (notamment le Bund allemand).

Hausse des taux réels américains et anticipation d'inflation 5 ans dans 5 ans : la hausse des taux est due à une hausse des taux réels et non à une pression inflationniste



Source : Bloomberg

4. Hausse du risque politique et affrontement entre la Chine et les Etats-Unis. La guerre commerciale entre les Etats-Unis et la Chine a pris un nouveau tournant suite à l'entrée en vigueur des tarifs douaniers américains sur 250 milliards d'importations chinoises. Ces tarifs pourraient passer de 10% à 25% le 1^{er} janvier 2019. Cette guerre commerciale se traduit aussi par une dévaluation du yuan face au dollar (-6.5% depuis le début de l'année) qui ne fait qu'accroître le ressentiment américain. Cette confrontation pourrait même déboucher sur un conflit militaire en Mer de Chine où la situation est très tendue.

Perspectives

Les investisseurs ont commencé à déboucler les thématiques de croissance et ne sont pas pour autant revenus sur des thématiques *Value*. Ainsi, depuis le début du mois, les thématiques *Quality* et *Momentum* chutent de 8% quand les thématiques *Value* et *Low Vol* abandonnent 5%.

L'effondrement des thèmes de croissance traduit une liquidation systémique des thèmes d'investissement qui avaient été les plus porteurs ces dernières années et donc les plus détenus en portefeuille.

Evolution des indices européens *Quality*, *Value*, *Low vol* et *Momentum* depuis début Octobre



Source : Bloomberg

Dans ce contexte, l'Aversion au Risque de Riskelia s'établit à 0.8, niveau de défiance, justifiant un biais très défensif des portefeuilles.



Source : Riskelia

Perspectives

En vertu de ce qui précède, nous avons décidé de réduire notre exposition aux actifs suivants :

- Aucune dette italienne ;
- Réduction de l'exposition aux actifs obligataires risqués, notamment la dette d'entreprise à haut rendement ;
- Réduction de l'exposition nette aux actions à 15% dans nos portefeuilles diversifiés.

Les questions qui se posent, au-delà du devenir des actifs risqués, concernent les actifs refuge qui, cette année, ont fait défaut dans les portefeuilles :

- Le Bund allemand va-t-il reprendre son caractère refuge ? Nous le pensons en raison de la rareté du gisement (le gouvernement réduit sa dette nominale en EUR à un rythme d'environ 4% par an) et de la position de refuge ultime de la dette allemande dans la construction monétaire incomplète qu'est la zone euro.
- L'or et les minières d'or peuvent-ils polariser à nouveau l'attention des investisseurs dans le contexte d'incertitude budgétaire et géopolitique mondiale ?

Dette allemande en milliards d'euros



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.