

Perspectives



Les politiques et les banquiers centraux pourront-ils contrôler indéfiniment les marchés ?

08 Janvier 2019

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

En fin d'année, les marchés financiers ont fortement baissé, semblant échapper à tout contrôle. Les stabilisateurs automatiques habituels n'ont pas fonctionné :

- Le S&P 500 a perdu jusqu'à 15% sur le mois de décembre
- Le spread de crédit, auquel se financent les entreprises américaines les plus risquées (haut rendement dit HY), est monté de près de 250 points de base depuis septembre
- Des sorties de capitaux record ont eu lieu depuis octobre sur le marché des dettes privées américaines (3 milliards de dollars) rappelant les problèmes de liquidité à l'origine de la crise des subprimes

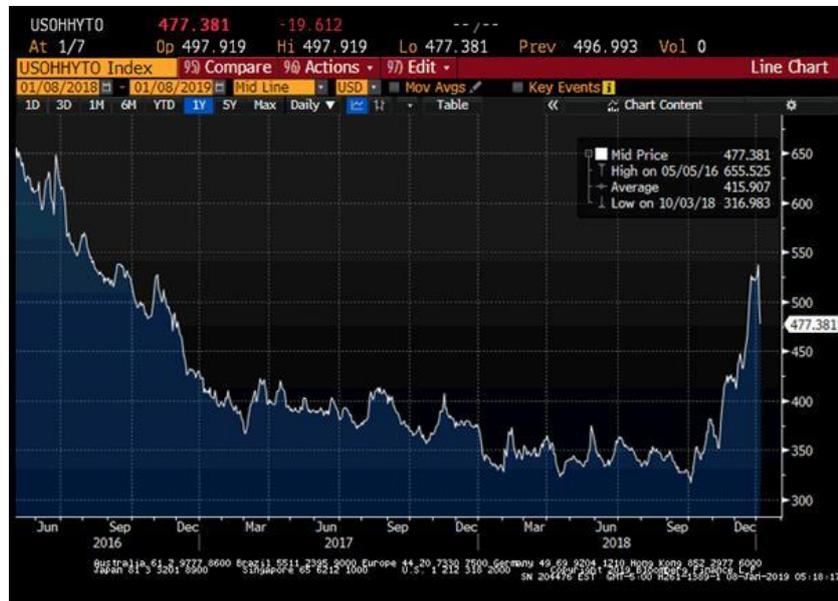
Evolution du S&P 500 au cours des derniers mois



Source : Bloomberg

Perspectives

Evolution du spread de crédit US HY Corporate



Source : Bloomberg

Alors qu'une spirale baissière menaçait la stabilité financière aux Etats-Unis, l'administration Trump a montré sa volonté de reprendre le contrôle de la situation financière, selon deux axes :

1. La négociation d'un accord commercial avec la Chine, c'est l'objectif des pourparlers cette semaine.
2. La pression sur la Réserve Fédérale pour mettre fin au resserrement monétaire sous la forme de hausse de taux (9 hausses depuis fin 2015) ou de vente d'actifs à son bilan (50 milliards de dollars de vente par mois depuis 1 an).

Finalement, la Réserve Fédérale a assoupli son biais de resserrement selon les paroles de son Président Jerome Powell : la réduction du bilan de la Fed n'est plus sous pilotage automatique.

En définitive, cette tentative de soutien des marchés a porté ses fruits puisque le S&P 500 est remonté de 8% et que le crédit HY américain s'est détendu d'environ 50 points de base en 2 jours. Cependant, cette interventionnisme politique ne s'est pas propagé aux autres marchés. Ainsi, le marché du crédit EU ne rebondit pas et les marchés émergents qu'on espérait voir bénéficier de la baisse du dollar ont beaucoup moins réagi que le S&P 500.

Sur le plan comportemental, le pilotage de la Fed au gré des variations des marchés risque d'éroder sa crédibilité. Ainsi, en cas de hausse soutenue du S&P 500, la Réserve Fédérale reprendra le resserrement monétaire, provoquant une rechute des actifs risqués à l'avenir et encore un nouveau renoncement de la Fed. On voit bien que cette politique de la Fed ne peut pas suffire à soutenir les marchés financiers durablement.

Perspectives

Or, le cycle de croissance l'économie américaine arrive à maturité comme en témoigne l'aplatissement de la courbe américaine à des niveaux proches de 0. Les anticipations de mouvement du taux directeur de la Fed sur 12 mois sont à présent négatives, signifiant que les investisseurs anticipent une baisse des taux directeurs sur les 12 prochains mois. Contrairement à la situation de 2016, l'attentisme de la Fed ne suffira pas à rassurer les marchés. Enfin et surtout, l'arrêt de la politique de rachat d'actifs de la BCE va peser sur la liquidité financière en zone euro en 2019.

Notre anticipation est que les facteurs exogènes liés à l'interventionnisme politique vont laisser place aux facteurs endogènes du marché portés par la dégradation des conditions de liquidité dans le monde, l'atterrissage brutal de l'économie chinoise et le ralentissement du commerce mondial.

Enfin, l'instabilité financière et le ralentissement économique a lieu dans un contexte politique non coopératif, d'agitation sociale dans les pays de l'OCDE. En zone euro, la BCE n'intervient plus en tant qu'acheteur des dettes souveraines en dernier ressort. Alors que la confrontation idéologique entre progressistes, fédéralistes européens d'une part et souverainistes, populistes d'autre part, bat son plein, on voit mal comment la mise en place de solutions politiques pourrait permettre à la zone euro d'assurer sa stabilité politique et financière.

Par conséquent, malgré le début de capitulation de la Réserve Fédérale, nous maintenons notre biais prudent sur les marchés. Notre stratégie reste à l'image d'une tortue qui se replie sous sa carapace dans l'attente d'un mouvement de reflation des actifs financiers. Nous pensons que ni les marchés d'actifs risqués, ni les banques centrales n'ont réellement capitulé bien que les velléités de resserrement aient disparu.

Sur les marchés d'actions, nous préconisons une exposition très faible autour de 0%. Sur les marchés d'obligations, nous revenons sur la duration, anticipant un comportement haussier des dettes souveraines refuge. Nous maintenons notre conviction que, sur les marchés des changes, le concours de laideur entre le dollar et l'euro se soldera par la chute de l'euro. Au final, le grand vainqueur du revirement annoncé des banques centrales pourrait bien être l'or.

Perspectives

Evolution du spread de crédit EU HY Corporate



Source : Bloomberg

Evolution du spread de crédit EU IG Corporate



Source : Bloomberg

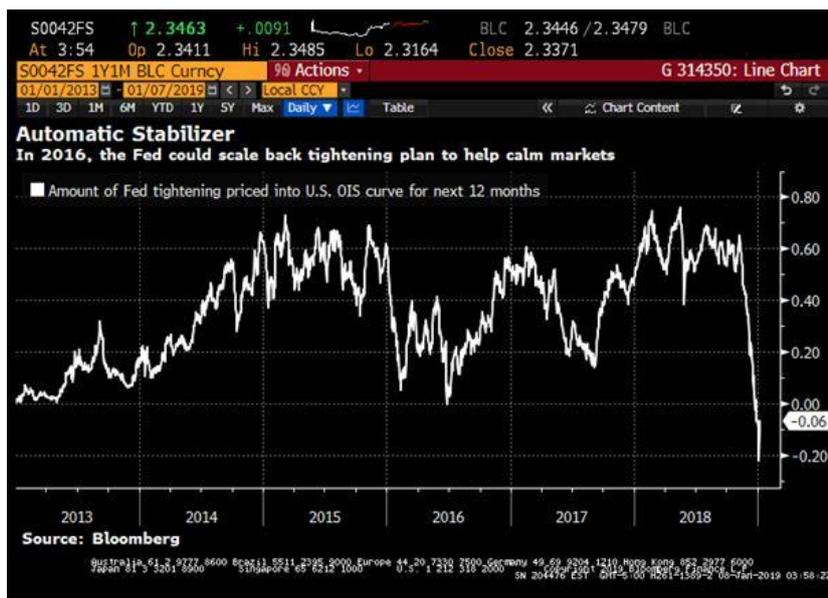
Perspectives

Ecart de taux entre le 10 ans et le 2 ans US



Source : Bloomberg

Anticipation de mouvement du taux directeur de la Fed sur les 12 prochains mois



Source : Bloomberg

Perspectives

Taux de croissance de l'économie chinoise sur 12 mois glissants (source : FT)

China's economy is slowing

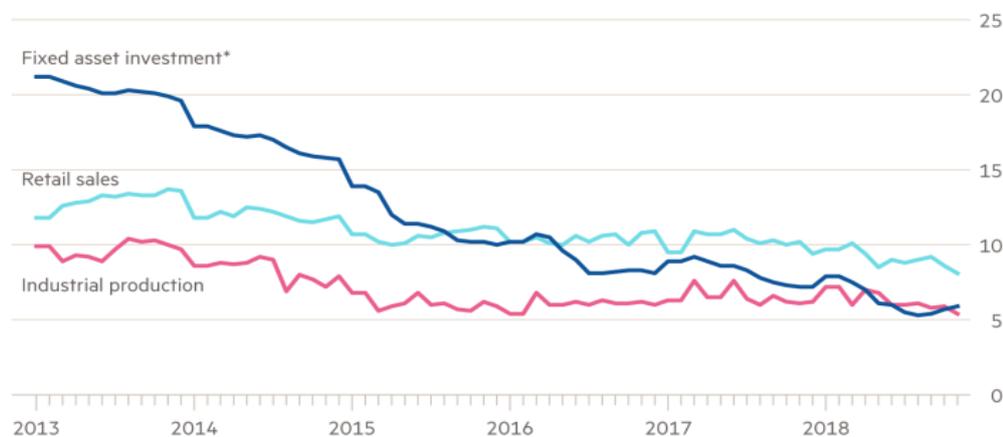
Real growth in gross domestic product (annual % change)



*Q4 2018=forecast
Sources: National Bureau of Statistics, CEIC, UBS
© FT

Key indicators point to worsening Chinese slowdown

Annual % growth, monthly

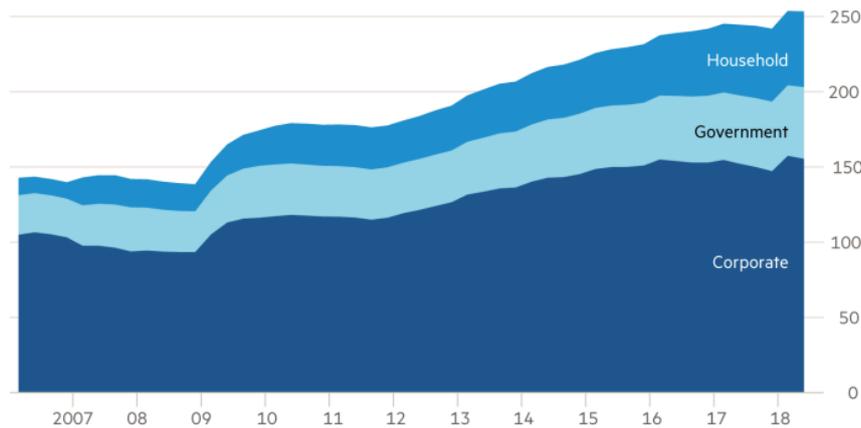


*Year to date
Sources: National Bureau of Statistics; CEIC
© FT

Perspectives

Rise in debt limits Beijing's space for stimulus

Debt as share of GDP (%)



Source: Bank for International Settlements
© FT

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.