

# Perspectives



## Amélioration du sentiment vs. Détérioration de la croissance

5 Mars 2019

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

Depuis le 24 décembre, les marchés d'actions sont repartis fortement à la hausse. A titre d'illustration, le S&P 500 a chuté de quasiment 20% entre début octobre et le 24 décembre pour remonter de quasiment... 20% depuis les plus bas, ce qui le laisse à environ 5% de ses plus hauts niveaux d'octobre.

De même, l'indice CAC 40, après une remontée rectiligne de presque 15% depuis les bas niveaux de janvier, se trouve à quelques 7% de ses plus hauts niveaux jamais atteints. Ces exagérations successives à la baisse puis à la hausse traduisent des marchés désorientés sur la tendance dominante. Les hausses enregistrées depuis le début de l'année (entre +10% et 12% sur les marchés développés) semblent astronomiques mais sont du même ordre que les baisses extrêmes enregistrées en décembre. Ainsi, tous les indices mondiaux connaissent une performance autour de la neutralité sur les 6 derniers mois. La question essentielle qui se pose à l'aune de ces deux phases d'excès est la suivante : a-t-on définitivement terminé le « Bear Market » ? Rien n'est moins sûr.

### Evolution des cours du S&P 500 depuis les plus hauts atteints en octobre 2018



Source : Bloomberg

# Perspectives

## Performance des principaux marchés d'actions en devises locales depuis 6 mois



Source : Bloomberg

## L'amélioration du sentiment

Depuis le début de l'année, on note une amélioration rapide des indicateurs de sentiment comme en témoignent la baisse des volatilités implicites sur toutes les classes d'actifs (actions, devises, matières premières), la contraction des spreads de crédit, le financement plus fluide des banques et la contraction des spreads de financement interbancaire sur le marché de la liquidité monétaire.

## Composantes de l'Aversion au Risque

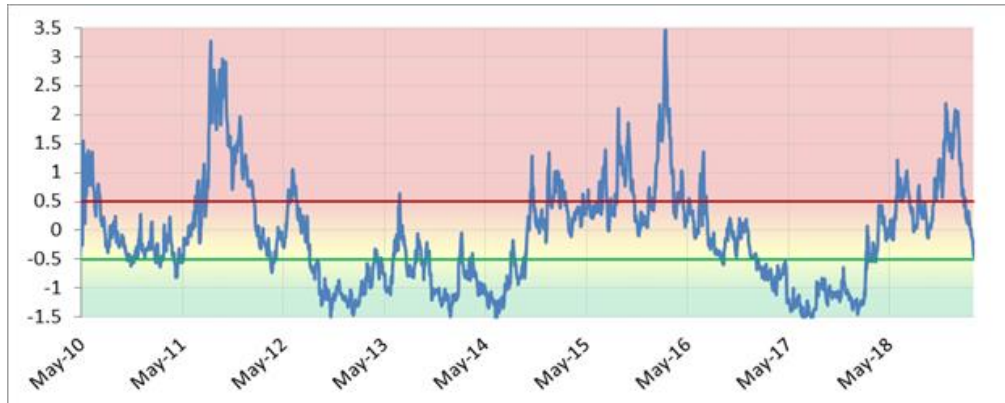
Risk Aversion Index			
	1 month ago	1 week ago	Today
	2019-02-01	2019-02-22	2019-03-01
<b>Global Risk Aversion</b>	0.2	-0.1	-0.4
Equities	-0.3	-0.6	-0.8
Cash Liquidity	-0.5	-0.7	-1.2
OECD Sovereign Debt	0.2	-0.1	-0.6
Emerging Debt	0.2	0.1	-0.3
Banks Euro	0.4	-0.2	-0.5
Banks UK	0.7	0.3	-0.1
Banks US	0.5	0.6	0.1
Insurance	0.4	-0.2	-0.6
Carry Trades	-0.4	-0.8	-1.0
Corporate Debt	1.0	0.6	0.3
Oil	0.2	-0.3	-0.2

© Riskelia <http://www.riskelia.com>

Source : Riskelia

# Perspectives

## Indicateur d'Aversion au Risque



Cette amélioration est liée aux annonces de l'imminence d'un accord entre la Chine et les Etats-Unis, au changement de discours des banques centrales face au retournement conjoncturel et à la perception favorable sur les risques géopolitiques.

L'accord sino-américain portera essentiellement sur les litiges non structurels entre les Etats-Unis et la Chine : réduction du déficit bilatéral entre les deux pays, augmentation des achats de matières premières, levée des sanctions tarifaires entre les deux pays. Cependant, les accords seront vraisemblablement limités sur le vol systématique de propriété intellectuelle par la Chine, le transfert forcé de technologie des entreprises américaines ou de manière plus contentieuse encore, l'espionnage industriel, illustré par l'extradition aux Etats-Unis de la CFO de Huawei et la menace de rétorsions chinoises vis-à-vis du Canada ou des Etats-Unis.

La raison de l'impossibilité d'un accord sur les problèmes structurels est évidente : la Chine a construit son modèle de développement sur un capitalisme autoritaire, reposant sur les aides et interventions de l'Etat (telle que la baisse de 3 points du taux de TVA annoncée ce jour pour aider le secteur manufacturier chinois) ou l'appropriation forcée de technologies externes en échange de l'ouverture de son marché domestique aux autres pays. La Chine a peu de chance de renoncer totalement à son modèle mercantiliste. La lutte pour le leadership mondial en termes politique, économique, militaire, technologique ne fait que commencer entre les Etats-Unis et la Chine. Comme le dit le représentant au Commerce américain, Robert Lighthizer, qui a développé une vision articulée des pratiques déloyales de la Chine sur le commerce mondial, « les problèmes sont trop sérieux pour simplement accepter les promesses chinoises d'acheter plus de produits agricoles et crier victoire ».

La date butoir pour le Brexit approche, il n'y a pas de majorité au parlement britannique pour un accord de transition avec l'Union Européenne (UE). Rappelons que le scénario par défaut est la sortie sans accord (« no deal »), scénario que les Bookmakers anglais envisagent avec une probabilité de 16% seulement. D'autre part, une extension de l'article 50 représente un coût politique certain pour l'UE. L'imminence des élections européennes pose un problème

# Perspectives

constitutionnel sur la nécessité de vote britannique pour le parlement européen si l'extension se prolongeait après le 31 mai. Cette extension serait perçue comme une volonté de la part de l'UE de négocier des concessions sur le « Backstop » irlandais, elle serait de courte durée et vraisemblablement assortie de conditions contraignantes pour le Royaume-Uni. Ainsi, une sortie sans accord après une courte extension de l'article 50 est un scénario plausible.

Comme autre risque politique, il faut souligner la possibilité que Trump relance l'éventualité d'une taxation des automobiles européennes. Une fois l'accord avec la Chine signée, alors que l'Administration Trump se félicite de la stratégie américaine en matière de négociations commerciales, les tarifs douaniers institués seront perçus comme efficaces pour arracher des concessions. Il est très plausible que Trump tire avantage du déficit américain vis-à-vis de l'UE (et de l'Allemagne en particulier) en portant la tension à son paroxysme, visant une capitulation des Européens. Notons que Français et Allemands sont divisés par rapport à la stratégie de négociation et semblent peu préparés à cette éventualité.

## La détérioration de la croissance

Parallèlement à cette amélioration du sentiment, nous pouvons constater un fléchissement inquiétant des perspectives de croissance mondiale. La faiblesse de la croissance est illustrée par la faiblesse relative du crédit HY de moindre qualité noté CCC par rapport au crédit HY dans son ensemble.

## Evolution comparée des indices TR HY EUR Global et HY EUR de moindre qualité (CCC)



Source : Bloomberg

# Perspectives

D'autre part, les marchés emblématiques de la croissance mondiale (Baltic Dry Index, AUD, S&P Global Marine Index, S&P Global Commodity Chemicals, S&P Global Steel, S&P Industrial Machinery) connaissent des évolutions très décevantes au regard de la hausse enregistrée par les marchés d'actions.

## Evolution des indices S&P Global Marine, Commodity Chemicals, Steel, Industrial Machinery depuis un an



Source : Bloomberg

## Evolution de l'indice Baltic Dry Index

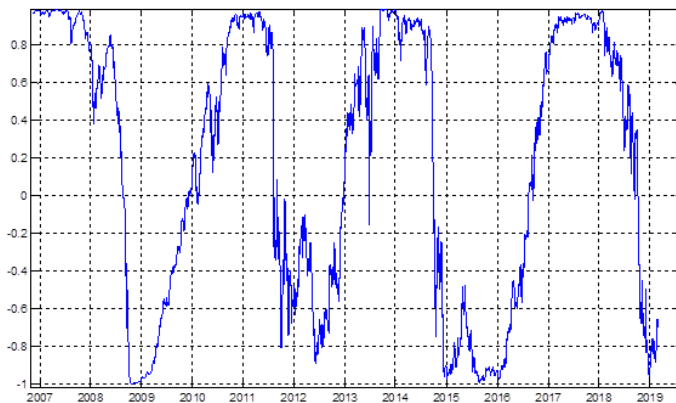


Source : Bloomberg

# Perspectives

Ainsi, l'indice du cycle économique mondial (YCAP AM) reflété par les marchés financiers ne s'est que très peu amélioré en 2019, montrant une dichotomie entre le sentiment des marchés et la réalité de la croissance mondiale.

## Indice YCAP AM<sup>1</sup> du cycle économique mondial reflété par les marchés financiers.



source : YCAP AM

Ce contraste entre l'économie réelle et les marchés financiers est édifiant si l'on met le S&P 500 au regard de l'indice mondial de surprises économiques. Deux secteurs sont particulièrement exposés au ralentissement mondial et à la récession du commerce mondial qui se profile : les semi-conducteurs et l'automobile. Ce ralentissement mondial généralisé commence à se traduire dans la baisse des anticipations de résultats des entreprises. La hausse récente des marchés provoque une nouvelle expansion des ratios de valorisation peu soutenable à ce stade du cycle, à en juger par l'indicateur de probabilité de récession sur 12 mois glissants calculé par la Réserve Fédérale de NY, au plus haut depuis 2008.

<sup>1</sup> L'indice YCAP AM du cycle économique mondial reflété par les marchés financiers est calculé à partir d'une normalisation (distribution du Z-Score) des marchés caractérisant le mieux le cycle de croissance mondiale :

- Baltic Dry Index
- CRB Index
- Bloomberg Energy Spot Index
- S&P Global 1200 Marine Index
- S&P Global 1200 Commodity Chemicals Index
- S&P Global 1200 Steel Index
- S&P Global 1200 Industrial Machinery
- DAX Index
- Kospi 200 Index
- Taiwan Stock Exchange Index
- AUD Curncy
- Bloomberg Barclays US HY TR
- Bloomberg FX Carry 8 EM Index

# Perspectives

## Evolution comparée du S&P 500 et de l'indice global Citigroup de surprise économique



Source : Bloomberg

## Evolution comparée des prix des indices boursiers S&P 500 et Euro Stoxx et des profits estimés sur 12 mois Forward



Source : Bloomberg

# Perspectives

## Indicateur de probabilité de récession calculé par la Réserve Fédérale de NY.

L'indicateur utilise la pente de la courbe entre le taux US 10 ans et le taux US 3M.



Source : Bloomberg

Dans ce contexte, nos indicateurs pointent vers une neutralité de l'exposition en actions en légère augmentation en raison d'une amélioration des indicateurs de risque, et une exposition toujours aussi forte aux marchés obligataires (duration à 6.5). Sur le marché des changes, nous maintenons notre biais positif sur le dollar et une exposition à l'or malgré le repli récent.

**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.