

Perspectives



Un marché étonnamment complaisant

20 mai 2019

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

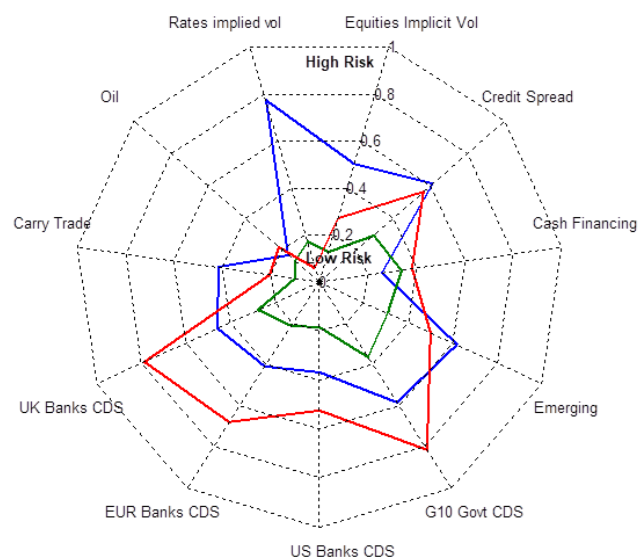
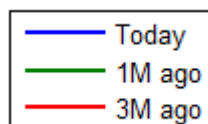
Les investisseurs ont implicitement parié sur un rebond de l'activité mondiale au second semestre en portant les indices boursiers à des hausses de 10% à 20% depuis le début de l'année. Or, les indicateurs avancés laissent entrevoir une économie tout au plus moribonde, voire proche de la récession.

En effet, aucune information ne semble pouvoir enrayer la hausse des marchés. Il faudrait croire, à les observer, que les tensions politiques ou les risques sur la croissance ne pourraient pas être de nature à affecter les marges des entreprises.

Malgré le regain de volatilité observé ces derniers jours, nous estimons que les risques de marché actuels se situent à des niveaux très inférieurs de ce qu'ils pourraient être.

RISK AVERSION SPIDER - GRAPHIQUE EN ETOILE DES INDICATEURS D'AVERSION AU RISQUE

Des regains de tensions apparaissent sur la liquidité, notamment sur les nœuds systémiques de volatilité implicite (indices boursiers, taux d'intérêt, spread de crédit, pétrole).



(SOURCE : RISKELIA / YCAP ASSET MANAGEMENT)

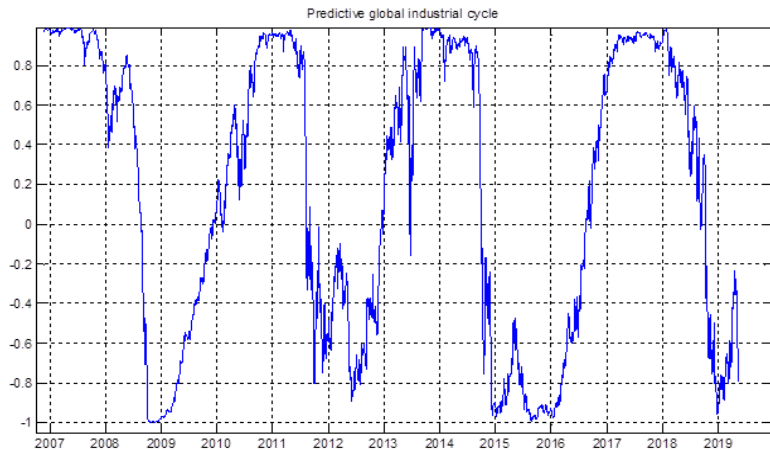
Cette résurgence de vulnérabilités financières ne peut être attribuée uniquement à l'impasse actuelle des négociations commerciales entre les Etats-Unis et la Chine. En effet, les matières premières (notamment les métaux de base), les devises émergentes et même les marchés actions des pays émergents donnaient des signes de faiblesse avant les tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis.

Perspectives

La chute des compartiments cycliques des marchés traduit une anticipation durable de dégradation du cycle mondial.

Analyse des matières premières, du Baltic Dry Index et des indices boursiers d'entreprises cycliques (secteurs Shipping, Commodity Chemicals, Steel, Industrial Machinery)

CYCLE INDUSTRIEL REFLÈTE PAR LES MARCHÉS CYCLIQUES Indice YCAP AM¹



(SOURCE : YCAP AM)

La faiblesse du cycle mondial est corroborée par les indicateurs macro-économiques et l'estimation d'une croissance mondiale en dessous du potentiel long terme de croissance, déjà très bas.

De plus, cette faiblesse du cycle entraîne des anticipations d'inflation très déprimées.

Malgré des politiques monétaires accommodantes, on ne parvient plus à générer de l'inflation.

De manière plus préoccupante, les anticipations d'inflation se sont effondrées depuis le début de l'année en zone euro et ne montrent aucun signe de dynamisme potentiel.

ANTICIPATION D'INFLATION EN ZONE EURO ET MOYENNE MOBILE SUR 5 ANS



(SWAP 5 ANS, SOURCE : BLOOMBERG)

Dans un contexte de reflation des actifs exacerbée en 2019, les actions et les obligations refuges sont montées de concert avec une hausse d'environ 11% depuis le début de l'année et des taux à 10 ans proches de leur plus bas annuels (-6 bps pour le Bund ; 2,41% pour le 10 ans américain).

Perspectives

Cette situation traduit des paris contraires, laquelle de ces classes d'actifs aura raison ?

La hausse des bourses s'est effectuée sur la base d'une anticipation d'amélioration du cycle mondial dans une phase d'expansion des ratios de valorisations. Or, le taux de marge des actions mondiales, et surtout celui des actions américaines, évolue à son plus haut jamais atteint et se confronte à des menaces d'ordre politique, économique et financière.

Enfin, nous assistons à une recrudescence du risque politique sur tous les fronts :

- Les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine sont loin d'être résolues. Alors que les États-Unis viennent d'augmenter le taux de taxation de 10% à 25% sur 200 milliards d'importations, la Chine a déjà adopté des mesures de rétorsion en augmentant ses taxations d'imports en provenance des États-Unis et en dévaluant le CNY.
- Le Président Trump doit prendre une décision le samedi 18 mai concernant la taxation éventuelle des importations automobiles en provenance de l'Union européenne qui a déjà annoncé qu'elle riposterait immédiatement en cas de taxation du secteur automobile.

Au Royaume-Uni, le parti du Brexit, conduit par Nigel Farage, fait une percée dans les sondages, devançant nettement les travaillistes et les conservateurs : un sondage leur donne même plus de voix que la somme des deux principaux partis réunis.

L'effondrement du camp conservateur va poser un problème au parti, sur le plan national, dans la perspective des prochaines élections.

Il est probable que les jours de Theresa May à la tête du parti et en tant que Première ministre soient comptés : soit elle parvient à faire passer l'accord de retrait à la Chambre des Communes dans un délai de 15 jours à 1 mois (les élections européennes du 26 mai pouvant jouer la date pivot de son éventuel départ), soit elle sera remplacée, probablement, par un candidat « *Brexiter* » beaucoup plus affirmé, tel que Boris Johnson selon les *bookmakers*.

Ce développement pro-Brexit est en passe de décourager les Européens qui espéraient encore un nouveau référendum et le maintien in extremis du Royaume-Uni au sein de l'Union européenne. La probabilité de sortie du Royaume-Uni de l'UE sans accord (« *no deal* ») a donc augmenté.

La conjonction de ces tensions fait écho à la montée des nationalismes où les rapports entre les nations délimitent des champs de souveraineté plus marqués sur le plan commercial comme migratoire.

Certes, le « put Trump » existe toujours mais D. Trump a pour principal objectif sa réélection. Dopé par un capital-confiance renouvelé dans les sondages, il dispose aussi d'une marge d'action politique provenant de la forte hausse des marchés boursiers. Il pourrait utiliser ce capital pour poursuivre la guerre commerciale, provoquer opportunément une poussée de fièvre sur les marchés financiers et obtenir une baisse des taux directeurs de la Federal Reserve (50 bps).

Bref, la volatilité a de beaux jours devant elle...

Perspectives

¹ 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

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.