

Perspectives



Sous la mer calme des marchés boursiers, des courants sous-marins obligataires agités

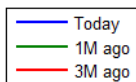
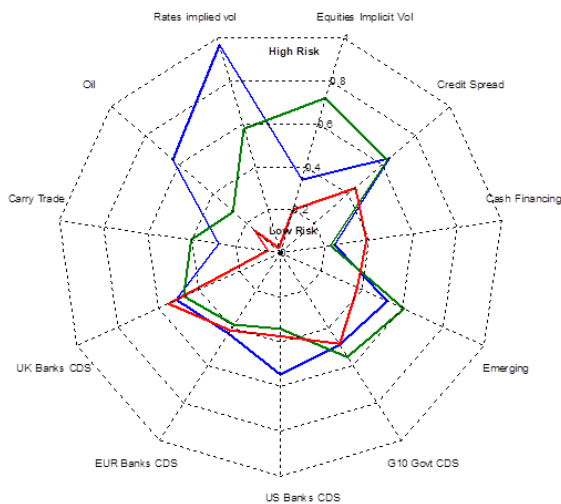
11 juin 2019

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

L'analyse des risques de liquidité fait apparaître une nette détente du risque sur les actions. Cependant des risques persistant sur les taux obligataires et sur le marché du crédit *corporate*.

Quels sont les signaux de vulnérabilité fournis par ces deux compartiments ?

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



SOURCES : RISKELIA ET YCAP AM

HISTORIQUE RECENT DE L'INDICE D'AVERSION AU RISQUE



SOURCES : RISKELIA

Perspectives

1. Des anticipations d'inflation historiquement basses

Aujourd'hui le risque qui agite les marchés obligataires est le risque de récession aux Etats-Unis, alors qu'auparavant il s'agissait du risque de remontée des taux de la Réserve Fédérale. La perspective des risques de taux s'est ainsi inversée depuis 2017 et corrobore sur ce point la chute des indices de surprise économiques en territoire négatif depuis le début d'année 2019. Le marché obligataire américain anticipe une baisse de taux de 70 points de base sur un an glissant, ce qui est de très loin l'anticipation de baisse de taux la plus importante depuis le début du cycle haussier sur l'économie américaine, commencé en 2009. L'ampleur des attentes de baisse des taux est à mettre en relation avec l'effondrement de l'inflation anticipée aux Etats-Unis et surtout en Europe.

ANTICIPATION D'INFLATION LONG TERME PAR LES MARCHES OBLIGATAIRES EUR ET USD

Le graphique représente les taux swaps d'inflation 5 Yrs / 5 yrs Fwd (anticipation du taux d'inflation 5 ans dans 5 ans)



SOURCE : BLOOMBERG

Perspectives

2. Des marchés de matière première déprimés

Indice Matières Premières Bloomberg Commodity Ex Agriculture
(BCOMXAG / Excess Return)



SOURCE : BLOOMBERG

L'ampleur des attentes de baisse des taux doit également être mise en relation avec la chute continue des matières premières depuis mi-avril.

Perspectives

3. Des marchés de crédit sous tension

Malgré la détente observée en début d'année, les tensions demeurent perceptibles sur les spreads de crédit HY. Ainsi, les spreads Corporate HY se stabilisent aujourd'hui à 373 bps en Europe contre un plus bas atteint à 179 bps. En dépit de l'activisme des banques centrales et du Président Trump pour soutenir les marchés, le cycle du crédit a tourné et une lente dégradation semble désormais se propager.

Contrairement aux attentes dans un marché supposé haussier, les indices crédit de notation de meilleure qualité surperforment aujourd'hui les indices crédit de plus faible notation.

SPREADS DE CREDIT CORPORATE HY AUX US ET EN EUROPE

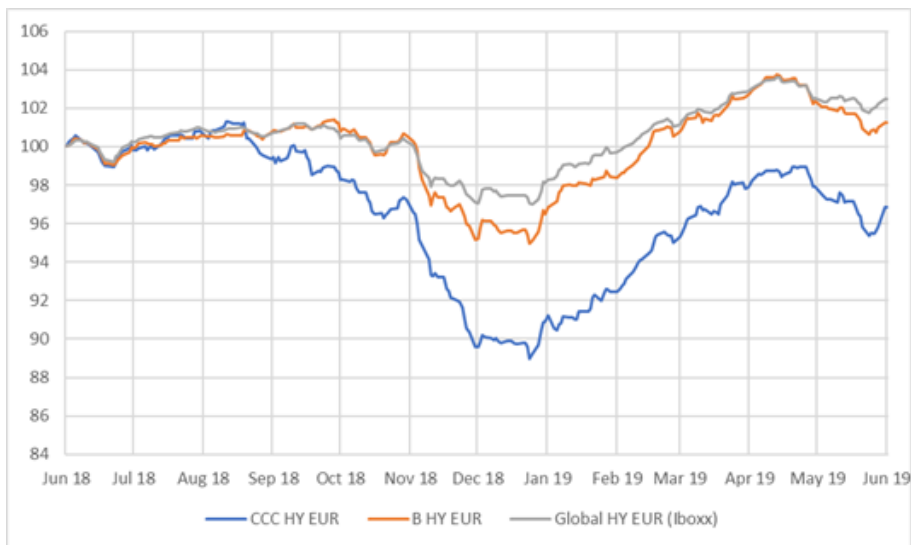


SOURCE : BLOOMBERG

Perspectives

HIERARCHIE DE PERFORMANCE DES INDICES CREDIT PAR RATING

En Europe



SOURCE : BLOOMBERG

Aux Etats-Unis



SOURCE : BLOOMBERG

Perspectives

4. Les impacts sur les marchés d'actions

Les marchés depuis le début de l'année sont gouvernés par la performance simultanée des marchés obligataires et des marchés d'actions. Mais il y a clairement une compétition entre deux scénarios opposés, le scénario de croissance porté par les marchés actions s'opposant à la crainte de déflation incarnée par la performance des marchés obligataires.

**PERFORMANCE DU S&P 500
ET DU BLOOMBERG BARCLAYS GLOBAL AGGREGATE DEPUIS UN AN**



SOURCE : BLOOMBERG

Depuis janvier 2018 (à savoir le retournement du marché crédit), nous pouvons constater aux Etats-Unis comme en Europe, une surperformance des indices de grande capitalisation vis-à-vis des petites capitalisations. En effet, ce sont les sociétés les moins endettées et donc les moins sensibles aux conditions globales de crédit qui affichent la meilleure performance. Une autre conséquence de la chute des taux est la surperformance des indices Low Vol, Quality et SRI (Socialement Responsable) aux dépens du style Value. Cette fracture des performances au sein des marchés traduit également une disparité sectorielle qui favorise outrancièrement les secteurs sensibles à la baisse des taux (Food & Beverage, Utilities, Health Care) aux dépens des secteurs cycliques (Auto Parts, Banks, Basic Resources).

Perspectives

PERFORMANCE COMPAREE DES INDICES US S&P 500 (US LARGE CAP) ET RUSSEL 2000 (US SMALL CAP)



SOURCE : BLOOMBERG

PERFORMANCE COMPAREE DES INDICES DE FACTEURS MSCI EUROPE DEPUIS UN AN



SOURCES : MSCI, BLOOMBERG

Perspectives

Même au sein du secteur technologique américain, le secteur dominant outrageusement le monde depuis 10 ans, une fracture s'opère entre les valeurs. Cela se traduit par la performance continue du Nasdaq 100 par rapport aux autres indices jouant la rupture technologique, notamment les indices boursiers de Robotique (composé de 150 valeurs) et l'indice Fang+ (composé de 10 valeurs). Même au sein du group FANGMAN, nous pouvons constater une fracture entre Microsoft et Amazon d'une part, et les plus faibles du groupe, notamment NVIDIA, Facebook et Google.

Ainsi, nous assistons à une dégradation latente très progressive de l'environnement de marché alors qu'en surface, les marchés d'actions semblent immunisés à court terme contre les risques politiques, économiques et financiers de toute nature grâce à la promesse d'une politique monétaire accommodante de toutes les banques centrales. Néanmoins, les marchés obligataires ne s'y trompent pas, ils anticipent un sérieux risque de récession qui ne saurait épargner le crédit des entreprises les plus endettées ou des ménages américains à bout de souffle.

Dans son roman visionnaire, le Soleil se lève aussi, publié en 1926, Ernest Hemingway, écrivait : « Comment as-tu fait faillite ? De deux manières, graduellement puis soudainement ». Nul doute que nous sommes dans la partie graduelle de la dégradation des marchés, entrecoupée de secousses qui ne cessent de s'accumuler : les convulsions de marché observées en février 2018, octobre 2018, décembre 2018 et mai 2019 sont certainement annonciatrices d'une crise plus profonde dont l'épicentre sera le crédit aux entreprises et aux ménages.

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.