

Perspectives Macro



Lionel Tangy-Malca
Président YCAP AM

Paris, le 23 décembre 2019

Chers Tous,

YCAP AM a le plaisir de vous adresser la dernière note économique de Jacques Adda qui, rappelons-le, est indépendant de nos équipes de gestion.

Le comportement des actifs de marché en 2019 est unique.

Actif refuge ou de croissance, peu importe, il suffisait cette année d'être exposé pour bénéficier de la grâce des marchés emportés par des banques centrales complaisantes.

L'enjeu, pour que cette situation prospère, dépendra de la dynamique de l'économie réelle.

Les travaux d'analyse approfondie de Jacques Adda permettront à chacun de se faire une conviction et d'adapter sa politique d'investissement en conséquence.

Nous vous souhaitons une bonne lecture et rappelons notre disponibilité pour tout échange.

Dans cette attente, l'équipe de gestion se joint à moi pour vous souhaiter d'excellentes fêtes de fin d'année.

Lionel Tangy-Malca
Président

Perspectives Macro

Inflation financière, atonie réelle

Jacques Adda, 5 décembre 2019

Le narratif reflationniste ...

Le narratif reflationniste qui s'est imposé sur la plupart des marchés d'actifs depuis le milieu du mois d'octobre n'a pas besoin, comme chacun sait, d'être vrai pour être opérant. Il suffit non pas que chacun y croit, mais que chacun croit que tout le monde ou presque y croit, comme l'expliquait Keynes dans la parabole du concours de beauté. Comme dans tout narratif, la part d'imaginaire se doit de prendre appui sur des éléments de réalité qui lui confèrent sa crédibilité. Ces éléments sont essentiellement au nombre de trois.

Le premier renvoie à un autre narratif qui a accompagné, tweets présidentiels aidant, les développements boursiers de l'année écoulée, à savoir que le net ralentissement de l'économie mondiale en 2019 résulte principalement de la guerre commerciale initiée par les Etats-Unis contre la Chine. Sans revenir ici sur la fragilité de cette proposition – déjà évoquée dans nos lettres précédentes – sa force d'adhésion est telle que la seule évocation de progrès vers la conclusion possible d'un premier accord partiel entre la Chine et les Etats-Unis a suffi à booster les marchés. Bien que l'accord évoqué resterait à l'évidence très en retrait des exigences initiales des Etats-Unis en matière de subventions, de protection de la propriété intellectuelle et d'ouverture des marchés notamment, et qu'il ne remettrait nullement en cause le découplage en cours des deux superpuissances en termes de chaînes de valeur et d'intégration financière, la perspective d'une suspension des hausses tarifaires programmées (au 15 décembre côté américain) et d'une annulation des hausses actées en septembre dernier a réinsufflé un vent d'optimisme après les mini-turbulences des deux mois précédents. Conjugués à la dissipation de la menace d'un "no-deal Brexit" – que semble conjurer la probabilité croissante, d'après les sondages, d'une victoire des conservateurs aux élections britanniques du 12 décembre – les progrès des négociations sino-américaines ont contribué à ancrer le sentiment que l'environnement politique international pourrait cesser d'interférer avec la bonne marche de l'activité mondiale et donc des marchés.

Second vecteur de l'inflation financière en 2019, la liquidité mondiale a reçu une nouvelle impulsion majeure en septembre, avec la décision de la Fed de résoudre les problèmes de liquidités apparus sur le marché interbancaire en reprenant ses achats d'actifs. Que les achats en question portent sur des titres à court terme et s'apparentent plus à une politique d'*open market* que de détente quantitative (QE) n'atténue en rien la portée symbolique du tournant opéré. Après 20 mois de restriction quantitative, le bilan de la Fed a recommencé à croître, augmentant de près de 300 milliards de dollars (8%) en trois mois, soit un rythme plus accentué que lors des deux phases précédentes de QE ([Graphique 1](#)).

Complétée par une troisième baisse du taux directeur de la Fed fin octobre, cette politique a totalement annulé l'impact de la restriction monétaire intervenue aux Etats-Unis en 2018. L'activisme retrouvé de la Fed s'inscrit par ailleurs dans un mouvement global de détente monétaire, marqué en particulier par la reprise en septembre de la politique d'achat de titres de la

Perspectives Macro

BCE. A 60%, la proportion des Banques centrales réduisant leurs taux d'intérêt se situait au troisième trimestre 2019 à son plus haut niveau depuis la crise financière de 2008-2009. De façon symbolique, la Chine a baissé son taux directeur de 5 points de base le 18 novembre pour la première fois depuis 2015.

Graphique 1 – Taille du bilan de la Fed, en milliards de dollars



La zone grisée correspond à la dernière récession. QE = Quantitative Easing, QT = Quantitative Tightening.

Source : Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED)

Plus marquée dans les économies avancées que dans les économies émergentes, la détente des conditions monétaires a provoqué une baisse généralisée des primes de risque sur les marchés obligataires. Elle a aussi alimenté, aux Etats-Unis en particulier, l'idée d'un rebond prochain de l'économie. A titre d'exemple, le dernier exercice prévisionnel de [Goldman-Sachs](#) estime à un + ½ point de PIB au printemps 2020 – toutes choses égales d'ailleurs – l'impact sur l'activité américaine des conditions de financement de l'économie contre - ½ point de PIB un an plus tôt. Pour l'ensemble des économies avancées, [l'indicateur de liquidité globale](#) mis au point par CrossBorder Capital qui prend en compte, outre les actifs des banques centrales, les flux internationaux de capitaux et des mesures de la liquidité du secteur privé, était revenu fin octobre 2019 à son niveau de 2016-2017, autrement dit avant la phase de resserrement de la liquidité mondiale intervenue en 2018.

Le sentiment que le creux conjoncturel est désormais derrière nous, ou sur le point de l'être, est le troisième aiguillon des marchés d'actions, où un début de rotation des valeurs défensives vers les valeurs cycliques est perceptible. Plus fondamentalement, le trend baissier sur les rendements des obligations d'Etat a été cassé à l'automne, les taux sur les titres à 10 ans s'approchant aux Etats-Unis de la barre des 2% mi-septembre et à nouveau en novembre, soit une remontée d'un demi-point en l'espace de quelques semaines. Au niveau global, le stocks de titres obligataires affectés de rendements négatifs est revenu en trois mois de 17000 à 12000 milliards de dollars ([Graphique 2](#)), une correction largement due au redressement des taux japonais et européens, qui se rapprochent de zéro voire, dans le cas de la France, redeviennent positifs.

Perspectives Macro

Graphique 2



Attribuable pour partie au redressement des anticipations d'inflation, la remontée récente des taux longs s'inscrit elle aussi dans la réévaluation des perspectives de croissance de l'activité. Là encore, c'est le potentiel de rebond de l'économie américaine qui est souligné, avec notamment la bonne tenue de l'immobilier qui bénéficie de la compression des taux hypothécaires, la résilience de la consommation, soutenue par la progression des salaires et de l'emploi, auxquels s'ajoute la fin du déstockage qui laisse entrevoir une contribution positive des stocks à la croissance au cours des prochains trimestres.

Graphique 3

Ratio des nouvelles commandes à l'exportation aux stocks dans le PMI manufacturier



Source: Markit, J.P. Morgan Asset Management. Data are as of November 22, 2019.

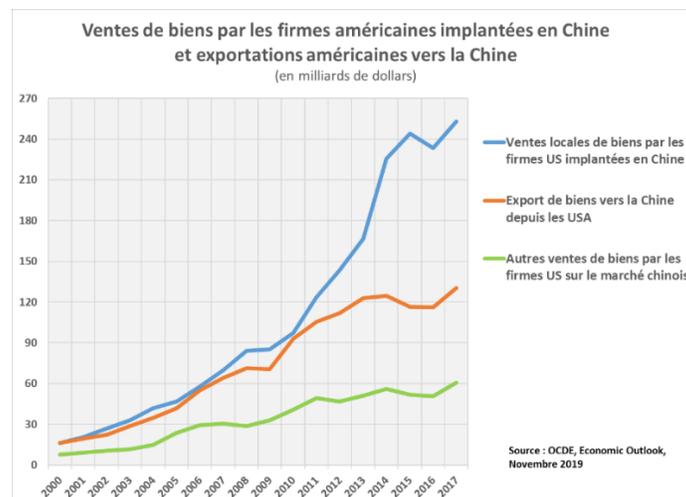
Perspectives Macro

En Europe continentale, bien que la situation soit beaucoup plus dégradée qu'aux Etats-Unis, les indicateurs de confiance se redressent légèrement. En Chine, le PMI manufacturier est repassé en novembre en territoire expansif, pour la première fois depuis avril 2019. Au niveau global, les dépenses d'investissement pourraient avoir touché un point bas au troisième trimestre. Selon [J.P. Morgan](#), le ratio des composantes nouvelles commandes à l'exportations aux stocks dans le PMI manufacturier – un indicateur avancé du cycle industriel – s'est nettement redressé en octobre dans les économies émergentes comme dans la zone euro, ce qui pourrait annoncer l'amorce d'une reprise dans les économies les plus affectées par le marasme des échanges mondiaux (Graphique 3).

... ne résiste pas à l'épreuve du réel ...

A l'image de la bulle qu'il alimente sur les marchés d'actifs, le problème du narratif reflationniste réside dans son caractère largement spéculatif. Intégré dans les prix des actions, le "Phase one trade deal" attendu demeure très dépendant de l'évolution des autres volets des relations sino-américaines, à commencer par le développement de la crise à Hong-Kong. La loi adoptée à la quasi-unanimité par le Congrès américain et ratifiée par le Président Trump le 27 novembre, qui menace de sanctions les officiels chinois et hongkongais responsables de violations de droits de l'Homme et demande une réévaluation régulière des avantages commerciaux dont bénéficie la cité, pourrait bien bloquer ou à tout le moins retarder la conclusion d'un accord. Il en va de même de la loi proposée par le sénateur républicain Marc Rubio visant à sanctionner la répression ethnique contre les Ouïghours dans la région de Xinjiang. Déjà évoquées en mai, des mesures de représailles contre les entreprises américaines sont à nouveau envisagées par les autorités chinoises. Vu l'ampleur des investissements américains en Chine (Graphique 4), ce type de sanctions, qui toucherait directement les profits des firmes concernées, pourrait avoir un effet beaucoup plus radical que l'absence d'accord.

Graphique 4

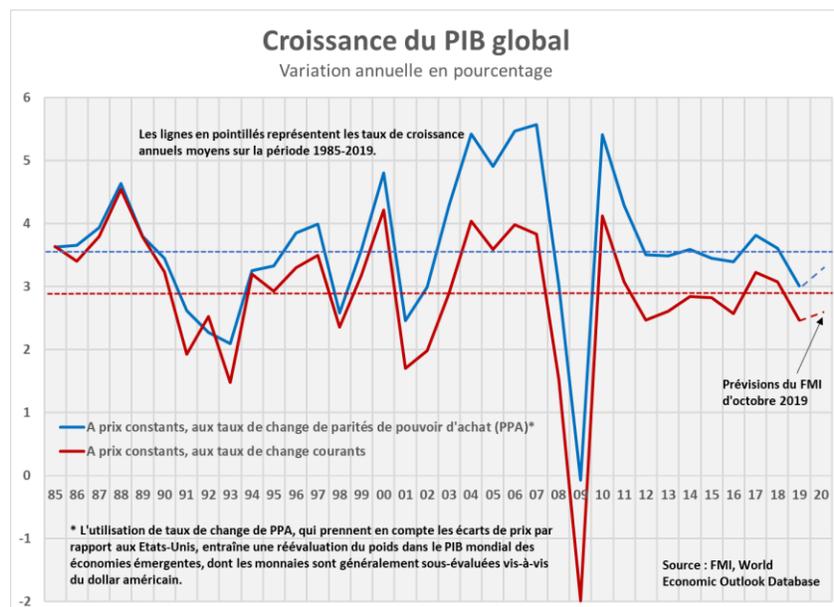


Perspectives Macro

A cela s'ajoute que si la conclusion d'un accord sino-américain était jusque-là largement anticipée en raison de l'importance du vote rural pour le Président américain en 2020, l'éloignement des perspectives d'accord a pour effet d'encourager la mise en œuvre de nouvelles sanctions contre d'autres partenaires accusés de profiter des sanctions chinoises, de manipuler leurs monnaies ou de subventionner leurs exportations. L'annonce le 3 décembre de nouvelles sanctions contre l'Argentine et le Brésil s'inscrit dans cette logique, de même que les menaces toujours actuelles de sanctions contre l'Europe (automobile) et la France en particulier (Champagne, fromages, produits de luxe).

Autre volet majeur du narratif reflationniste, le rebond anticipé de la croissance mondiale n'est guère perceptible au-delà d'une poignée d'indicateurs conjoncturels et serait, en tout état de cause, extrêmement limité dans son ampleur s'il se concrétise (Graphique 5). Qu'il s'agisse du FMI, de l'OCDE ou des prévisions récentes des grandes banques, le taux de croissance du PIB ne se redressera pas en 2020 dans les économies avancées (1,7%), en moyenne annuelle tout comme en glissement sur quatre trimestres. Si une amélioration de l'activité globale est envisagée, de l'ordre de 0,3 à 0,4 points en général, elle est entièrement imputable à l'embellie annoncée de la croissance dans les économies émergentes, et ce alors même que la poursuite du ralentissement chinois est anticipée par tous. A en croire les prévisionnistes, le salut en 2020 viendra de l'Inde, de l'Europe de l'Est, de l'Amérique latine de l'Afrique et Moyen-Orient (!).

Graphique 5

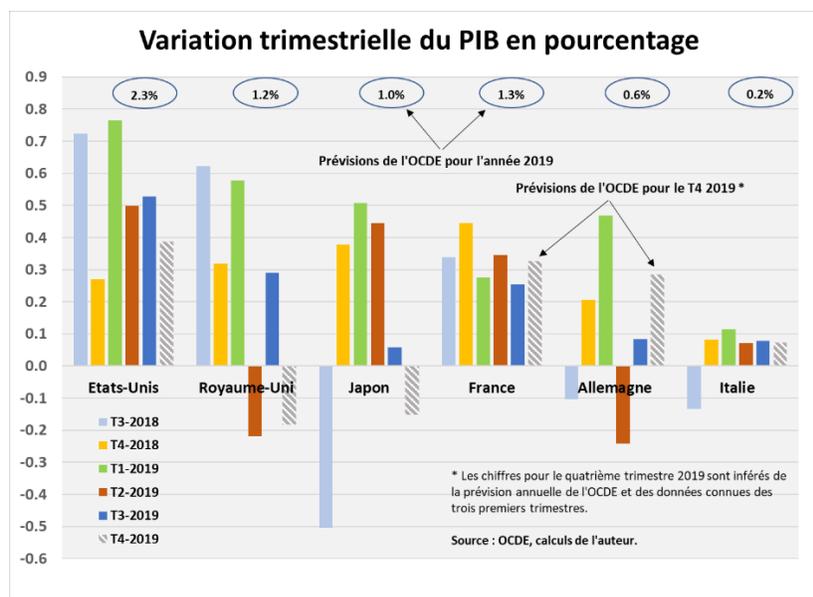


Perspectives Macro

L'atonie de la croissance dans les pays avancés n'est guère surprenante si l'on considère que l'économie la plus résiliente – les Etats-Unis – est en fin de cycle avec un taux de chômage à son plancher historique, un secteur manufacturier qui ne se redresse toujours pas, un investissement productif qui a cessé de croître et des ventes au détail qui s'épuisent, le tout malgré un déficit budgétaire à 7% du PIB et des taux d'intérêt très bas. Nonobstant le passage de la Fed en mode pause, les marchés continuent d'anticiper deux, voire trois baisses supplémentaires de son taux directeur en 2020, ce qui traduit un pessimisme certain sur les perspectives de croissance. Celui-ci a trouvé une confirmation récente dans la publication par la [Fed de New York](#) d'une prévision de croissance annualisée en temps réel (*nowcast*) de 0,8% seulement au quatrième trimestre, très en retrait par rapport au consensus de 1,5%.

Dans la zone euro, les premiers signes de stabilisation du secteur manufacturier sont compensés par le ralentissement enregistré dans le secteur des services. La croissance du PIB, revenue de 2,7% en 2017 à 1,2% en 2019, ne décollerait pas selon [l'OCDE](#) en 2020. Si la menace d'un Brexit dur est effacée, la zone est toujours exposée à la faiblesse de la demande mondiale (sans parler des menaces tarifaires américaines) et aux ratés de son moteur allemand. En l'absence de stimulus externe, elle ne peut compter sur une relance budgétaire coordonnée, qui se heurte au veto de Berlin. Elle va aussi devoir composer avec une Banque centrale profondément divisée après le départ de Mario Draghi, tant sur la réévaluation annoncée de ses objectifs que sur les instruments susceptibles de les atteindre. Tandis que [l'inflation sous-jacente](#) reste collée à la barre des 1%, les réticences ouvertes exprimées au sein du conseil des gouverneurs de la BCE vis-à-vis de la politique de taux négatifs et de la relance du programme d'assouplissement quantitatif ne laissent que peu d'espoir sur de nouvelles mesures de soutien de l'activité.

Graphique 6



Perspectives Macro

Quant à l'économie japonaise, déjà affaiblie par la chute de ses exportations, elle devra composer en 2020 avec les effets du relèvement de deux points de la TVA le 1^{er} octobre, une mesure attendue mais qui, dans le contexte actuel, a toutes les chances de peser encore un peu plus sur une activité déjà déprimée ([Graphique 6](#)). Signe de la persistance du marasme des échanges mondiaux, les exportations de la [Corée du Sud](#) ont reculé pour le douzième mois consécutif en novembre (-14%), dépassant à la baisse les prévisions les plus pessimistes. Pour les semi-conducteurs, la baisse atteint 31% sur un an. Tout comme le volume du commerce international, les prix des métaux industriels, qui sont généralement très sensibles aux fluctuations de l'activité, ne montrent pour le moment aucun signe de frémissement.

Point aveugle du narratif reflationniste, la [déflation financière chinoise](#) explique l'atonie persistante de l'économie mondiale. Principal moteur de la croissance globale quinze ans durant, la Chine a enregistré en 2019 une contraction de 2% de ses importations de biens et services en volume (plus prononcée que celle de 2015), tandis que ses exportations continuaient de progresser à un rythme supérieur à celui de la demande mondiale. La décélération rapide de son activité depuis le printemps 2018 s'ajoute au processus de reconquête de son marché intérieur amorcé en 2012 et systématisé par le lancement en 2015 du plan "Made in China 2025", qui a pour effet de réduire le ratio des importations au PIB, autrement dit le degré d'ouverture de l'économie (voir notre [Lettre de juin](#)). Elle résulte directement du resserrement de la liquidité et du crédit sous l'impulsion de la Banque Centrale, conformément aux directives de la campagne d'assainissement financier décidée lors du 19^e congrès du PCC en octobre 2017.

Contrairement à ce que beaucoup anticipaient en début d'année, la politique de désendettement n'a pas été sacrifiée à l'autel de la relance en 2019. Le taux de croissance des [encours de crédit](#) qui avait bondi de 13 à 22% en glissement annuel en réponse à la crise de 2015-16, est resté stable à proximité de 10% cette année. Centrée sur la finance parallèle, la répression financière a fortement pénalisé l'activité du secteur privé et notamment des PME. De 29% en 2016, la part du [système bancaire parallèle](#) dans les actifs de l'ensemble du système bancaire est tombée à 22% en 2019. La croissance des [investissements d'infrastructure](#) qui s'était accélérée à 17% en 2015 dépassera à peine 3% en 2019. Celle de l'investissement privé, qui progressait sur un rythme supérieur à 20% l'an dans la première partie de la décennie, a chuté à moins de 5% en 2019. Si les indicateurs de type soft data comme le PMI pointent vers une stabilisation de la situation, le tableau d'ensemble reste celui d'une économie en ralentissement continu, travaillée par des pressions déflationnistes profondes (baisse des prix à la production) et des [profits](#) en chute libre. Et ce alors même que la dette des entreprises dépasse 160% du PIB et que celle des [ménages](#) atteint 100% de leur revenu disponible.

Tenues de naviguer entre le risque récessif et le risque financier, les autorités chinoises ne relâchent les freins monétaires et budgétaires que dans la mesure nécessaire à la poursuite de l'activité sur un sentier de croissance proche de 6% l'an. Si elles étaient réticentes jusqu'à présent à renflouer les débiteurs en difficulté, le coût social de cette politique risque toutefois de devenir rapidement insupportable avec la multiplication des défauts de paiement, comme l'illustrent les difficultés récentes du conglomérat [Tewoo](#) (38 milliards d'actifs et 17000 employés).

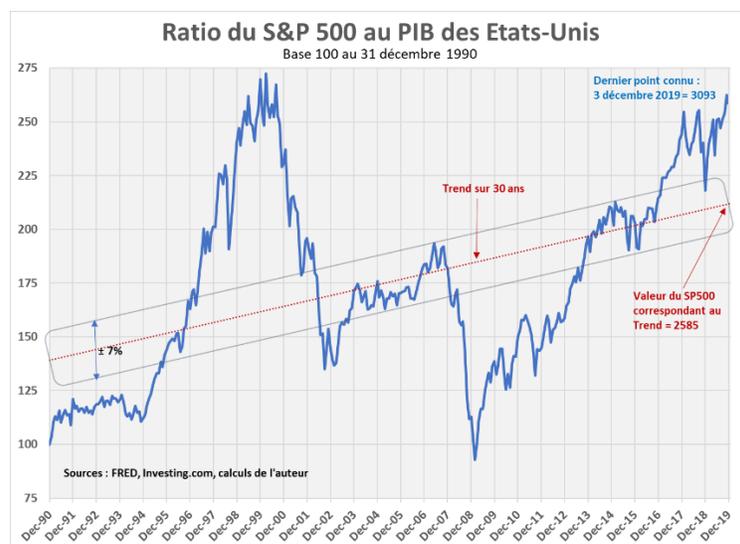
Perspectives Macro

Avec une demande d'importation chinoise négative, difficile de voir comment le reste du monde émergent, et tout particulièrement les régions exportatrices de produits de base (Afrique, Moyen-Orient, Amérique latine) pourraient apporter une contribution significative à la croissance de la demande mondiale en 2020. D'autant que l'impact de la guerre tarifaire, encore limité en 2019, se fera davantage sentir, surtout si les mesures programmées pour le 15 décembre par les Etats-Unis entrent en vigueur. Selon [l'OCDE](#), l'incidence des sanctions existantes et programmées sur le PIB mondial pourrait atteindre 0,3 à 0,4 points de pourcentage en 2020 et 0,2 à 0,3 points en 2021, de quoi bloquer la reprise de l'activité mondiale.

... ce dont les marchés devraient finir par se rendre compte

L'ampleur de la déconnexion entre l'euphorie de la sphère financière en 2019 et les tendances de l'économie réelle ne peut manquer d'évoquer l'existence de forces de rappel. Un simple regard sur le rapport du S&P 500 au PIB américain au cours des trois dernières décennies ([Graphique 7](#)) montre que si ces forces peuvent tarder à se manifester, elles ont tendance, une fois libérées, à sur-réagir en sens inverse. Dans le cas présent, la flambée des cours est d'autant plus spectaculaire qu'elle intervient dans un contexte de stagnation des *earnings per share* (EPS) sur l'année en moyenne. Selon les données disponibles mi-novembre, les profits des entreprises du S&P 500 devraient se situer au quatrième trimestre 2019 en dessous de leur niveau du second trimestre 2018. Pour la première fois depuis 2016, ils ont reculé en glissement annuel au troisième trimestre 2019, un repli qui a toutes les chances de se poursuivre au quatrième trimestre au vu des [résultats déjà publiés](#).

Graphique 7



Perspectives Macro

Une simple décomposition des EPS montre que ceux-ci correspondent au produit des ventes des entreprises concernées par leur taux de marge. Tandis que les ventes accusent le coup du ralentissement de la demande tant sur le marché intérieur qu'à l'exportation (+3,1% sur 12 mois au troisième trimestre de 2019 contre +9,5% un an plus tôt), les taux de marge ont été relativement préservés jusqu'à présent. Au troisième trimestre 2019, ils étaient encore de 12,1% contre 12,8% un an plus tôt. On imagine facilement qu'ils pourraient être mis sous pression dans un contexte d'accélération des salaires et de remontée de la part salariale, tant en Europe qu'aux Etats-Unis (Graphique 8).

Graphique 8 – Indice de la part des salaires dans la valeur ajoutée des entreprises non financières aux Etats-Unis, 2012 = 100



Source : Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED), d'après le U.S. Bureau of Labor Statistics

En l'absence de progression des profits, tant sur le S&P 500 que sur le Euro Stoxx 50, la flambée des cours en 2019 se résume pour l'essentiel à une hausse des valorisations. A son point culminant fin novembre, le price-earnings ratio (PER) calculé par rapport aux profits du trimestre en cours était en hausse de 4 points sur un an sur le S&P 500. Tout aussi manifeste sur le Euro Stoxx 50, la progression du PER est cependant nettement plus marquée sur la décennie écoulée dans le cas de la bourse américaine que sur les autres marchés.

Sur le **Graphique 9**, les PER sont calculés pour les Etats-Unis et le reste du monde par rapport aux profits des dix dernières années. Popularisé par Robert Shiller, ce ratio, connu sous le nom de CAPE (Cyclically Adjusted Price-Earnings Ratio), a pour avantage de gommer l'influence des variations cycliques des profits sur le calcul du PER. En phase avec le reste du monde jusqu'à la crise financière de 2007-2008, le PER américain se détache nettement après la crise, sous l'effet de l'abondance monétaire organisée par la FED et des performances sans pareil des géants de la High-Tech américaine (les FAANG : Facebook, Apple, Amazon, Netflix and Google). La réforme fiscale mise en

Perspectives Macro

œuvre par l'administration Trump, l'ampleur des rachats d'actions opérées par les firmes américaines (*buybacks*) et la faiblesse du marché chinois accentuent l'écart des valorisations dans la seconde partie de la décennie.

Graphique 9 – Price-Earnings Ratio calculé par rapport aux profits des dix dernières années (CAPE) pour les Etats-Unis et reste du monde



Source : John Authers, Bloomberg 22 Novembre 2019

Fragilisées par les attaques contre leur position de monopole, le tollé suscité par l'exploitation des données personnelles, les atteintes à la vie privée et l'exploitation politique des réseaux sociaux qu'elles rendent possible, les FAANG ont cessé depuis le milieu de 2018 de tirer la bourse américaine. Sur 18 mois, l'indice combiné de leurs actions a accumulé un retard de 14% par rapport au S&P 500. Parallèlement, la vague de *buybacks* suscitée par la réforme fiscale américaine a commencé à [refluer en 2019](#), un repli qui devrait se poursuivre en 2020, limitant l'impact de cette pratique sur la hausse des cours. Suspendus aux soubresauts des négociations commerciales sino-américaines, les investisseurs pourraient découvrir après le 15 décembre que, accord ou pas, les principaux vecteurs de la montée des valorisations sont désormais inopérants. Ce qui, dans une année électorale placée sous le signe d'une procédure de destitution présidentielle aux Etats-Unis, promet un retour en force de la volatilité.

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.

YCAP Asset Management S.A. à conseil d'administration au capital de 1.000.000€
SGP agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n°GP11000002 le 13 janvier 2011

www.amf-france.org, RCS Paris B 524 396 348

37 avenue Pierre 1er de Serbie 75008 Paris - contact@ycap.fr