

CONSIDERATIONS SUR LE 2nd SEMESTRE 2019.

QUE PEUT-IL SE PASSER ????



Bruno Syrmen

CIO Alternatif - Partner

bsyrmen@seven-cm.com

+33 1 42 33 75 22

Comme je le mentionnais à la fin de mon précédent papier consacré à cet incroyable rallye généralisé à toutes les classes d'actifs, durant le second trimestre de 2019, la divergence croissante entre les bonds et les equities a commencé à apparaître au grand jour. La hausse parabolique des bonds vers la fin du mois de juin a même atteint des proportions épiques, comme vous pouvez le voir sur le Chart 1 ci-dessous..



Chart 1: Source The Heisenberg (Blanc:Bonds Yields/Mauve: SP500)



Le rectangle kaki surligné sur la partie droite du graphe est poétiquement appelé par les Anglo-saxons : "jaws of death" ; les mâchoires de la mort....

Cette histoire de marchés haussiers duals dure depuis le début de l'année et reste bien évidemment d'actualité, puisque les actions Américaines ont établi de nouveaux plus hauts historiques la semaine dernière (première semaine de Juillet) alors que le rendement du 10-ans US plongeait sous les 2% pour la première fois depuis 2016. Pour résumer rapidement, les actions et les obligations étaient – une fois de plus- achetées simultanément....

Il nous a donc semblé qu'il était temps de considérer comment "résoudre" ce problème de divergence croissante.

A première vue, nous avons trois possibilités à considérer:

- Soit les rendements commencent à grimper alors que les actions consolident leur hausse ou même continuent à monter légèrement mais à un rythme moindre que les rendements.
- Ou les rendements restent sur les niveaux actuels, voire continuent à baisser, pendant que les actions subissent une autre correction massive.
- Ou: les deux à la fois.... comme en octobre (rouge) 2018.

Pour résumer d'une façon très basique :

Si les actions ont raison, alors les baisses de taux, à titre d'assurance, de la Fed réussiront à provoquer un "soft landing", une récession sera donc évitée et les rendements devront monter, mettant fin au marché haussier des Bonds.

Si les bonds ont raison, l'économie globale va entrer dans une spirale descendante, et tôt ou tard les actions devront corriger à la baisse pour atteindre des niveaux en ligne avec des rendements très bas.

Mais comme souvent, les choses ne sont pas aussi simples, et nous considérerons donc une autre possibilité: le cas pour un "melt-up" des marchés actions...

I/ Forte hausse des rendements

Une remarque de plus en plus fréquemment entendue dernièrement consiste à dire que compte tenu du ralentissement économique global, le rallye des Bonds est juste allé trop loin trop vite. Et effectivement il a atteint des proportions dantesques la semaine dernière quand en moins de 48 heures, le stock total de dette à rendement négatif a atteint un premier record de \$13 Trillions avant un plus haut historique de presque 13.4Tn \$ le jeudi 4 juillet.

Les rendements des emprunts d'état à 10-ans établirent de nouveaux plus bas en Australie, Nouvelle Zélande, Allemagne, Belgique, Autriche, Finlande, Hollande et France, où l'OAT de référence atteint 0% pour la première fois dans l'histoire le mardi 2 juillet....

Pour représentation plus concrète, reportez-vous au chart 2 ci-dessous.

Chart 5: Global bond yields at new record lows ahead of key payrolls print



Posted on
WSJ: The Daily Shot
08-Jul-2019
@SoberLook

Source: BofA Merrill Lynch Global Investment Strategy, Global Financial Data, Bloomberg. Note chart shows simple average of equal weighted 10-year bond yield for USA, Switzerland, France, Australia, UK, Japan.

Chart 2: Source: BoAML

Soulignons à ce stade que les bonds reflètent simultanément :

- 1/ Les politiques plus accommodantes des banques centrales
- 2/ Les incertitudes sur la croissance globale, à l'origine du pivot des banques centrales, et la chute des anticipations inflationnistes:
- 3/ Un manque de croyance dans la capacité des dirigeants monétaires à « reflater » l'économie globale.

Dans ce contexte, considérez que la hausse des bonds se déroule sur fond de dynamiques inflationnistes potentielles, qui, outre les assouplissements monétaires promis et/ou à venir, comprennent maintenant un dollar plus faible, un pétrole brut en hausse et un taux de chômage US toujours historiquement bas.

Pourtant, durant tout le mois de Juin et particulièrement début juillet, le rallye généralisé des Bonds a continué à accélérer à un rythme remarquable, soutenu par des inquiétudes persistantes sur la croissance et donc des attentes de plus en plus fortes de mesures d'assouplissement monétaire des banques centrales.

Ainsi le jeudi 4 juillet, le rendement du 10-ans Allemand est tombé à -0.41%, 1bp SOUS le taux de dépôt de l'ECB, cf chart 3 ci-dessous.



Chart 3 source: The Heisenberg

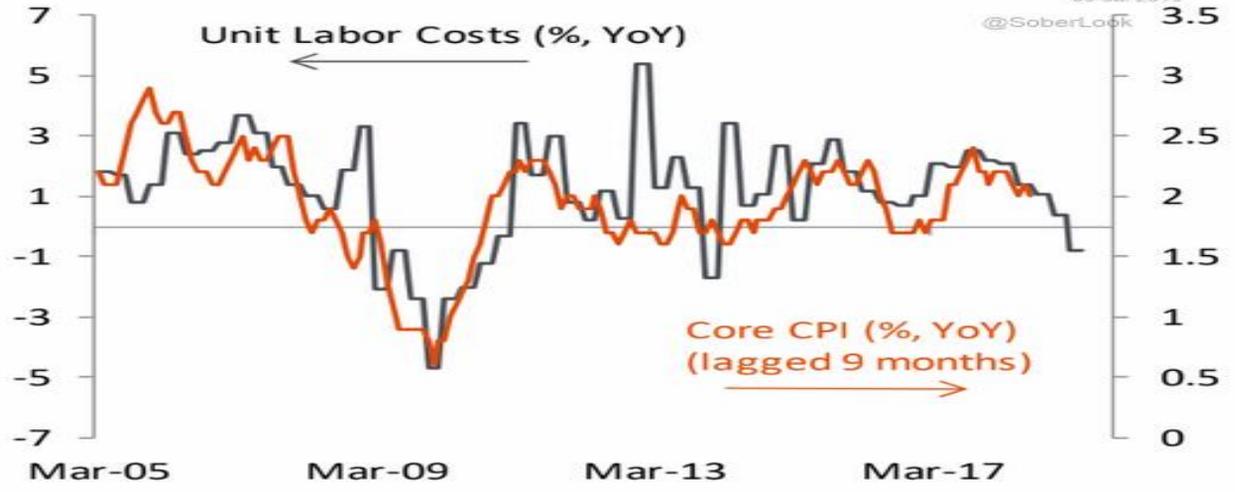
Et bien sur, le lendemain, les excellents et surprenants chiffres de l'emploi aux USA déclenchèrent une brusque et violente hausse des rendements US, le T-Note 2 ans connaissant sa pire journée de l'année 2019 (+ 11 bps)! La preuve ultime que le marché des Bonds est maintenant devenu hyper sensible aux attentes des décisions de la Fed... C'est d'ailleurs là que réside le principal risque: dans l'écart entre les attentes des marchés concernant les politiques des banques centrales (baisses des taux et QE) et ce qu'elles délivreront.

Par exemple, gardez à l'esprit, que Barclays attend toujours des baisses de taux de 75bp cette année, mais ne s'attend plus qu'à une baisse de 25bp en juillet contre 50bp auparavant, MAIS Goldman estime toujours la probabilité que la FED ne baisse PAS ses taux fin juillet à 25%.

Si ils venaient à ne pas changer du tout de politique monétaire, alors les attentes des marchés pour une baisse des taux estivale seraient passées d'une presque certaine coupe de 50 bps le 4 juillet à une politique de facto inchangée en 4 semaines. Le « repricing » de toute la courbe des taux US, et de quelques autres en la matière, serait... sauvage...

En effet, comme il n'y a pas actuellement de signes d'inflation, les considérations démographiques et les couts du travail pesant lourdement sur le cœur de l'inflation (cf chart 4), la stratégie consistant à allonger la durée est certainement la plus (sur) peuplée du moment.

Figure 4: Labor costs should pressure core inflation lower in the months ahead



Source: US Census Bureau, PiperJaffray

Chart 4: Source: Piper Jaffray

Par conséquent, tout le monde ayant fait la même chose, certains de ces bonds long-terme sont clairement surachetés, comme le chart 5 ci-dessous vous le montrera (Cas du US T-Note 10 ans).

The 10-year US Treasury yield is 26% below its average yield over the past 200 days.

This is the most extended the yield has been to the downside since the Brexit shock. This suggests the risk of a snapback on unexpected positive news.

Posted on
WSJ: The Daily Shot
09-Jul-2019
@SoberLook



Past performance does not guarantee future results
Data Source: SunTrust IAG, FactSet

Chart 5: Source: Sun Trust Private Wealth Management

Dans ces conditions les choses peuvent mal tourner très vite... Et vous verriez probablement de grosses sorties des fonds Obligataires, entraînant une baisse des prix et une hausse des rendements, avec une partie, peut-être même substantielle, de cet argent redirigé vers les marchés actions.

II/ Une correction massive des marchés actions

Étant donné le niveau actuel des taux d'intérêts dans beaucoup de pays et les attentes grandissantes de politiques monétaires plus accommodantes un peu partout dans le monde, les indices actions bénéficient d'une solide base sur laquelle construire. Par conséquent, la résolution de la « divergence épique » via un effondrement des marchés actions ne peut se produire que si et seulement si une récession frappe l'économie Chinoise et/ou l'économie US.

Au moment où ces lignes sont écrites les intervenants sur les marchés actions semblent avoir une totale confiance dans les autorités monétaires pour aider les principales économies à éviter une récession et aboutir à ce que les économistes appellent un « soft landing ». Plus que la probabilité d'une récession dans 12 mois, comme calculée par la FED de NYC: Cf chart ci-dessous, ce sur quoi les investisseurs et les joueurs sur les marchés actions

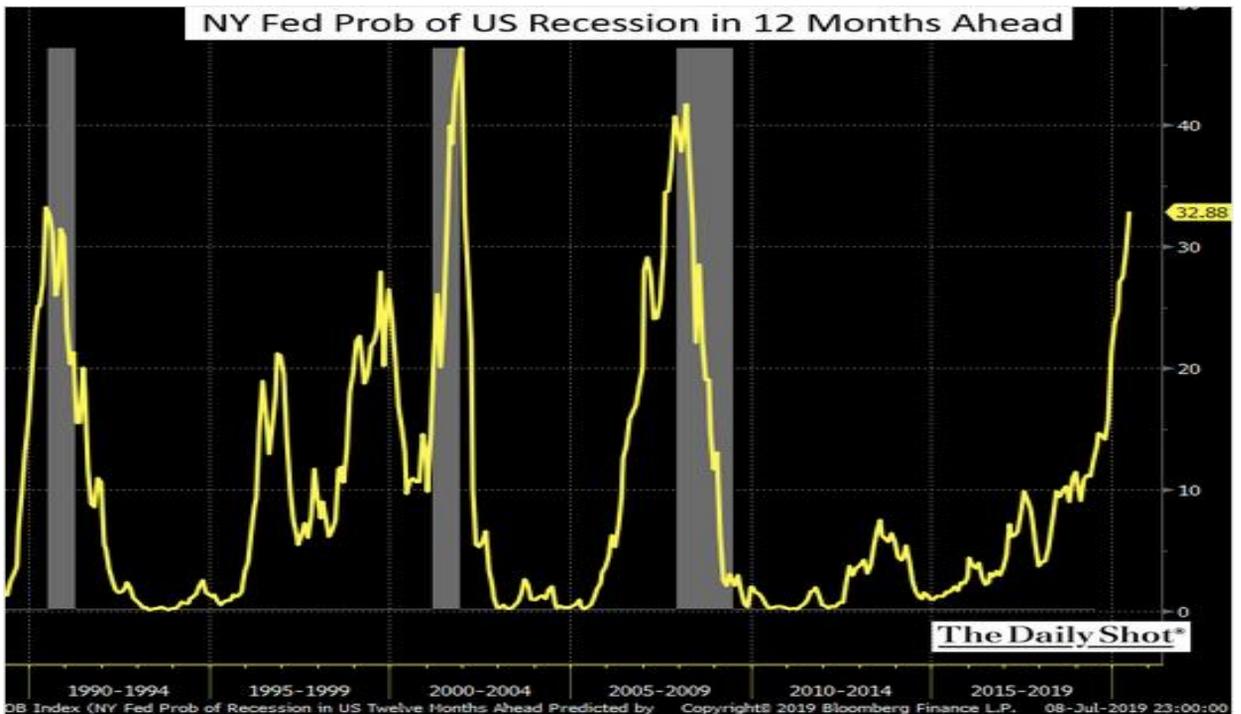


Chart 6: Source: WSJ: The Daily Shot

devraient vraiment s'inquiéter ce sont les performances consternantes des banquiers centraux à prévoir, sans même parler d'éviter, les récessions... En ce qui concerne l'historique en la matière de la FED par exemple, il y a de très fortes chances qu'ils baissent les taux des Fed Funds trop tard et pas suffisamment: ils n'ont jamais réussi à prédire correctement la moindre récession économique aux USA...

En pareil cas, c'est la contre-attaque de l'Ours qui serait féroce...

Nous voulions aussi vous présenter un chart assez intéressant (ci-après) dans lequel on superpose le Citigroup Economic Surprise Index (depuis le début en 2003!) et la variation en %, sur 6 mois, du S&P 500 Total Return Index.

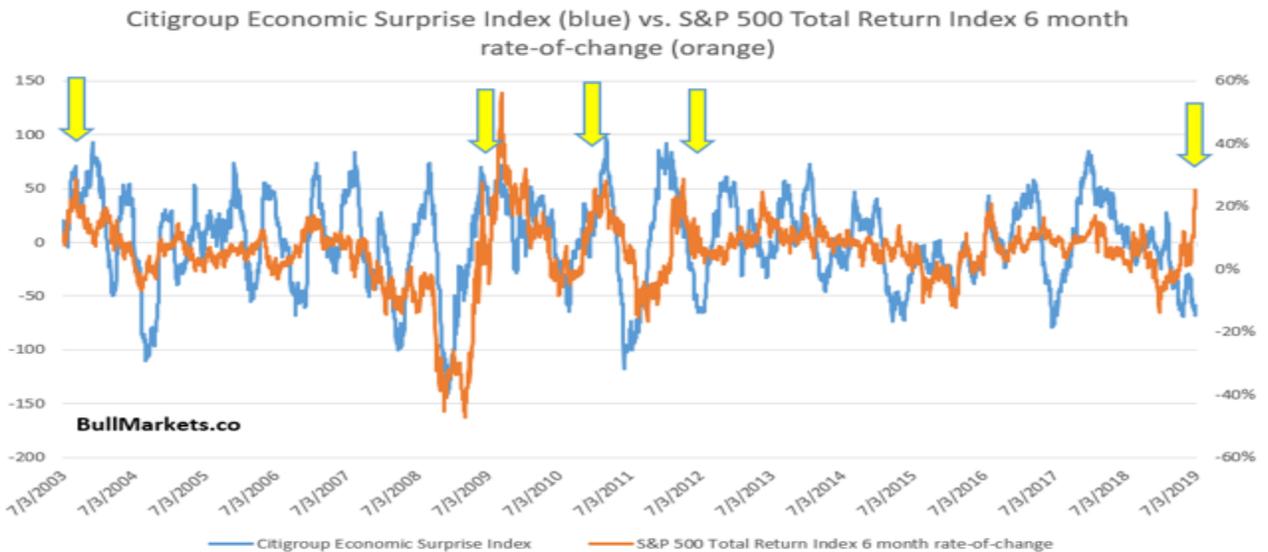


Chart 7: source: Seeking Alpha/BullMarkets.com

Et là aussi on constate l'une des plus grandes divergences. Vous pouvez voir que les rallyes du S&P (repérés par les flèches jaunes) coïncident habituellement avec des points de l'indice des surprises économiques beaucoup plus hauts que les nombres somme toute bas que nous avons en ce moment....

Et afin de renforcer l'argument baissier pour les actions: le lundi 8 juillet au matin, vous pouviez lire l'article suivant sur Bloomberg:

**Morgan Stanley Turns Bearish on Global Stocks as Challenges Grow
Lowest allocation to equities in at least five years:**

MS Elevated valuations and profit headwinds among the concerns

By Adam Haigh

(Bloomberg) -- Morgan Stanley cut its global equities allocation to the lowest in five years, and downgraded its investment recommendation to underweight, saying the outlook for stocks over the next three months looks particularly poor.



Profit forecasts remain too optimistic, as measures of manufacturing health around the world keep deteriorating, strategists including Andrew Sheets wrote in a note Sunday. Expectations for looser central bank policy are high,...

III/ Les deux branches convergent en même temps

Mais la "déconnexion", mise en lumière avec le chart 1, entre des rendements obligataires en plein plongeon et des actions aux plus hauts historiques n'a pas à être nécessairement résorbée par un crash actions ou une explosion à la hausse des rendements. Les deux branches peuvent tendre l'une vers l'autre en même temps.

Comme le dit le blogueur financier The Heisenberg: "N'oubliez pas à quoi (à qui) vous devez votre bonne fortune. Il ne fait aucun doute qu'une bonne partie des presque 20% de gain que les investisseurs ont encaissés sur le S&P en 2019 peut être attribué au pivot de la FED en janvier. Pendant que les actions montaient sur la promesse d'une politique monétaire plus souple, les bonds grimpaient au fur et à mesure que les investisseurs anticipaient des taux de croissance réduits, des taux d'inflation future faibles et un niveau de taux neutre diminué. Comme les rendements baissaient, le stock global de dette à rendement négatif augmentait, dépassant \$13 trillion, fournissant un puissant carburant pour les hausses des marchés de crédit Investment Grade et High Yield, qui ont ralliés de concert avec les actions et les bonds. Le premier semestre 2019 restera dans l'histoire comme le semestre du "TOUT MONTE" et les portefeuilles multi-actifs (un fond 60/40 standard) ont obtenu des retours spectaculaires."

Mais, pour que les autorités monétaires puissent satisfaire les attentes, les données doivent rester faiblardes, sinon l'argument pour plus d'assouplissement perdra de sa force. Mais la ligne de séparation est extrêmement fine. Vous voulez, idéalement, que les choses soient juste assez mauvaises pour éviter que les banques centrales ne révisent leurs positions et politiques actuelles, mais pas mauvaises au point de déclencher une récession globale. Dans ces conditions, pour citer l'analyste de Nomura Charlie McElligott: "Quand un « trade » devient sur-peuplé (long Duration par exemple plutôt qu'être long actions en ce moment) de façon si extrême, la moindre minuscule variation de l'histoire suffit à déclencher un mouvement disproportionné du prix de certains actifs par rapport à ce que le catalyseur macro aurait dû provoquer en tant que tel".

Dès lors le moindre chiffre "pourri" d'inflation par exemple pose un sérieux risque. Un bel exemple nous étant fourni par le 5 juillet et les chiffres de l'emploi US. Non que qui que ce soit ait cru à un soudain retour de l'inflation, mais cela a placé le marché dans une position précaire; et en moins d'une heure, le rendement du T-Note 2-ans s'était apprécié de 11bps et le S&P 500 index était en baisse de 1%....



Chart 8: Source: The Heisenberg (en blanc: Yield 2-ans Inversé)

Essayez donc d'imaginer ce que seraient les réactions des marchés si la FED venait à décevoir le 31 juillet... Un remake de la première quinzaine d'octobre 2018 ne serait pas alors surprenant: cap au sud pour tous les actifs.

Vous constateriez ainsi un mouvement de convergence rapide et simultané des niveaux du SP avec les rendements.

Avant de conclure cette article, nous voudrions vous soumettre un dernier cas dont on parle de plus en plus souvent dans les cercles financiers et économiques:

IV/ Le Cas pour une "Mini-Bulle" ou un "Melt up" des actions

En effet, depuis quelques semaines, les prévisions et prédictions pour un "melt-up" se font entendre de plus en plus fréquemment. Émanant de différentes sources, économistes, analystes, stratégestes, nous avons pensé intéressant de vous présenter certaines de ces théories.

Commençons avec les vues d'Anatole Kaletsky (associé Gavekal):

"Le débat sans fin entre les investisseurs actions haussiers et les marchés obligataires baissiers est une illusion. En fait, loin de se contredire, les signaux des marchés actions et obligataires se renforcent mutuellement. En effet, des rendements obligataires bas reflètent simplement la quasi- certitude de voir des taux d'intérêts à court terme très bas pendant la prochaine décennie.



Dans le même temps, de nouveaux plus hauts à Wall Street et des cours proches des records pour beaucoup de sociétés Européennes et Asiatiques bénéficiant de la croissance économique globale, par opposition aux faibles conditions domestiques en Europe, sont justifiées si l'économie mondiale continue à croître en termes réels à un rythme de 3.5% environ. ET, avec les marchés obligataires indiquant que les banques centrales vont, à tort ou à raison, garder leurs taux directeurs proche de zéro pour toujours, il est parfaitement raisonnable et naturel que les marchés actions appliquent des multiples de valorisation de plus en plus élevés à des business qui généreront toujours autant de bénéfices dans des conditions de croissance réelle décente. En rassemblant ces différents messages, le future pour les actions et les autres actifs risqués est en général haussier. Ce qui ne veut pas dire que les prix des actions peuvent continuer à monter et les rendements obligataires continuer à baisser pour toujours. Il arrivera un moment où les marchés actions surestimeront la probabilité d'une croissance globale forte ou les marchés obligataires surestimeront la probabilité de baisses des taux supplémentaires par les banques centrales."

Ce qu'il résume lui-même par: "les actions intègrent dans leurs prix une croissance globale soutenue, qui sera aidée par des taux d'intérêts bas si les marchés obligataires ont raison".

Évidemment la dernière condition n'est pas certaine d'être remplie...

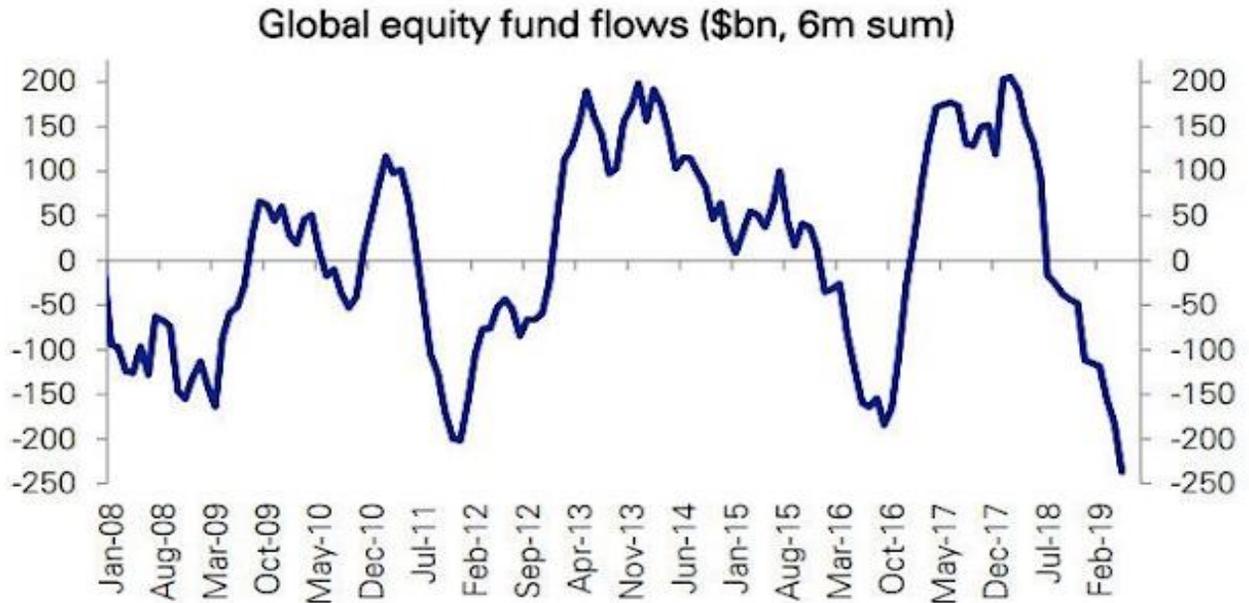
Vous avez également toute une cohorte d'analystes, spécialistes, ou stratégestes qui ont, à raison, remarqué que le rallye de 2019 se caractérise en fait par une absence de FLUX ENTRANTS!

La thèse haussière repose alors en partie sur le fait que ceux qui ont loupé le rallye seront "forcés" d'y prendre part tôt ou tard .

Les fonds "Global equity" ont fait face à environ **\$138 milliards de rachat** cette année, la décomposition faisant ressortir par exemple des retraits nets de -\$41.2 milliards des fonds US (-\$83.0 milliards des fonds actifs, partiellement compensés par +\$41.8 milliards de flux entrants dans les fonds passifs).

Comme Charlie McElligott de Nomura le commentait la semaine dernière, "Il y a une composante de cash élevée, significative qui pourrait servir de carburant en cas de chasse aux actifs risqués, voire même de chasse aux bonds, les fonds monétaires ayant connus une injection massive de +\$195.8 milliards depuis le début de l'année. Ce qui place 2019 dans le 93ième percentile depuis 2000". Cf les deux charts suivants pour une représentation visuelle claire.

Figure 2: Equity outflows over the last 6 months now the largest on record in dollar terms...



Source : Deutsche Bank Asset Allocation & Delta-1 Strategy, EPFR, Haver

Chart 9: Source: DB

US bond ETFs top inflows record

June inflows surpass previous monthly record by 45 per cent (\$bn)



Chart 10: Source: FT

Barclays a aussi révisé à la hausse la probabilité d'une "Mini bulle" en 2019. Ils notent simplement qu'entre l'expansion des multiples de valorisation induite par la Fed, des catalyseurs "mécaniques" court-termes (i.e, fonds systématiques forcés de ré-entrer dans les actions au fur et à mesure qu'elles montent, effets connexes des fonds systématiques vendeurs de Vol.) et, de manière plus générale, la perspective de plus hauts historiques attirant du cash et donc générant des flux entrants, les ingrédients pour une nouvelle poussée haussière sont tous réunis.

Quoi qu'il en soit l'argument haussier principal semble être celui présenté par un éminent chartiste: Tom Bowley:

"Donc dans ce mouvement de rotation, l'argent est redirigé vers les emprunts d'état ici aux USA et ailleurs dans le monde. Le S&P 500 établit de nouveaux plus hauts historiques avec une rotation de l'argent **VERS les emprunts d'état**. C'est impressionnant et supporte l'idée que les **actions monteront quand l'argent commencera une rotation inverse, des obligations vers les actifs à risques**. Cela fait partie de l'histoire des marchés actions. On a tendance à voir des gains très importants du S&P 500 quand le rendement du 10-ans US (\$TNX dans le chart ci-dessous) monte"

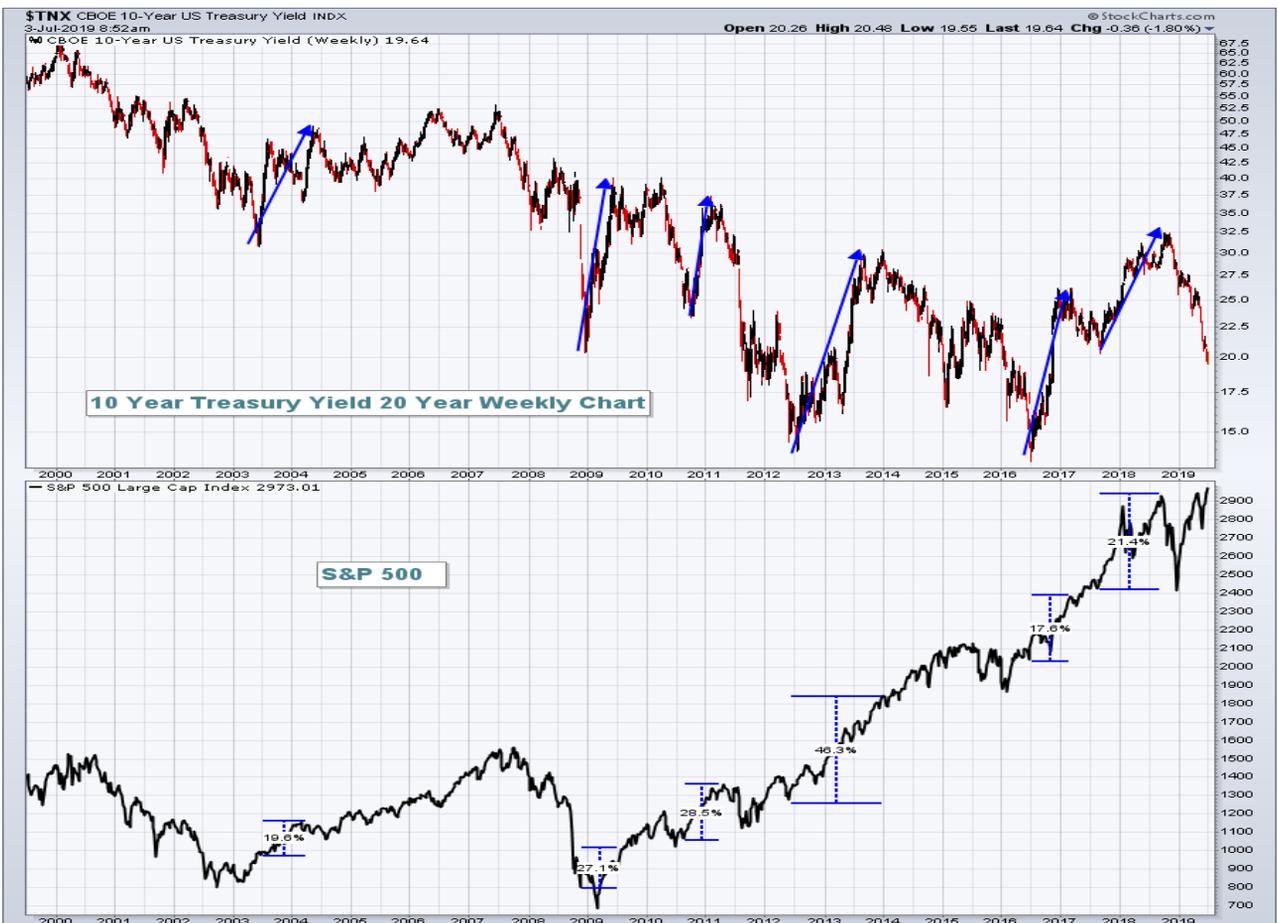




Chart 11: Source: StockCharts.com

Et pour finir, voici un autre vétéran de Wall St, M. Grant qui conclue sa récente contribution dans la « Gartmann Letter » ainsi:

“Ainsi, nous y voici, d’énormes montants de cash créés à partir de rien, les taux d’intérêts en baisse, les actions en hausse, l’Immobilier en hausse, les rendements obligataires en baisse, et tout cela parce que les principales banques centrales ont réalisé “l’impossible.” Ils pensaient que des rendements négatifs étaient impossibles, tout le monde pensait que c’était impossible. Ils ont appris que c’était possible. Maintenant ils continuent leurs programmes, comme l’ECB qui va démarrer un nouveau plan de Quantitative Easing, et les USA n’auront pas d’autres choix que de suivre la même voie. Just watch! »

V/ Conclusion

Il semble donc clair maintenant que, dans la foulée de l’appel de M. “Super” Mario Draghi: “Whatever it takes” version 2.0, et suite au plongeon vertigineux des rendements obligataires, de plus en plus d’intervenants s’attendent à une extension, au moins temporaire, de ce mouvement divergent entre les marchés actions et les rendements des Bonds.

La façon dont cette divergence “disparaîtra” ou, à tout le moins, commencera à se réduire, dépendra au final du marché qui sera effectivement, ou sera considéré comme, “TROP-optimiste”.

A titre personnel, pour ce que cela vaut, je pense que :

- la FED **VA** baisser ses taux directeurs le 31 juillet. Ils ne savent que trop bien le prix à payer en cas de status-quo, et donc de déception des marchés... En outre ne pas couper équivaldrait à un durcissement des conditions financières qui nécessiterait certainement une coupe lors du FOMC suivant....
- D’expérience, les marchés obligataires sont dans le vrai plus souvent que les marchés actions, en général plus prompts à s’enflammer..

Mais comme toujours dans les marchés financiers modernes, le timing de ce mouvement de convergence, pour sortir des “Jaws of death”, sera le facteur primordial.

Agir dans le timing le plus parfait possible est aussi une chose extrêmement difficile à réaliser....

Bruno SYRMEN
10 juillet 2019