

1^{er} SEMESTRE 2019 LA VENGEANCE DU TAUREAU! QUI AURAIT PU RÊVER MIEUX??



Bruno Syrmen
CIO Alternatif - Partner
bsyrmen@seven-cm.com
+33 1 42 33 75 22



Si vous aviez dû quitter la planète terre le jour de Noel 2018 pour un voyage dans l'espace de 6 mois jusqu'à la fin du mois de juin 2019, il aurait sans doute été difficile pour vous de croire l'exceptionnelle tournure prise par les marchés financiers durant votre absence. Tout particulièrement si vous aviez gardé un souvenir vivace de l'atmosphère de fin du monde (financier) qui prévalait à la fin de l'année dernière.

Comme nous sommes au début du mois de Juillet, il nous a semblé qu'il n'était pas trop tard pour commenter les événements de la première moitié de 2019, durant laquelle, grâce essentiellement à la Réserve Fédérale US et aux autres grandes banques centrales prenant, dès la mi-janvier, un tournant définitif vers des politiques plus accommodantes, des actifs de toute nature se sont appréciés.

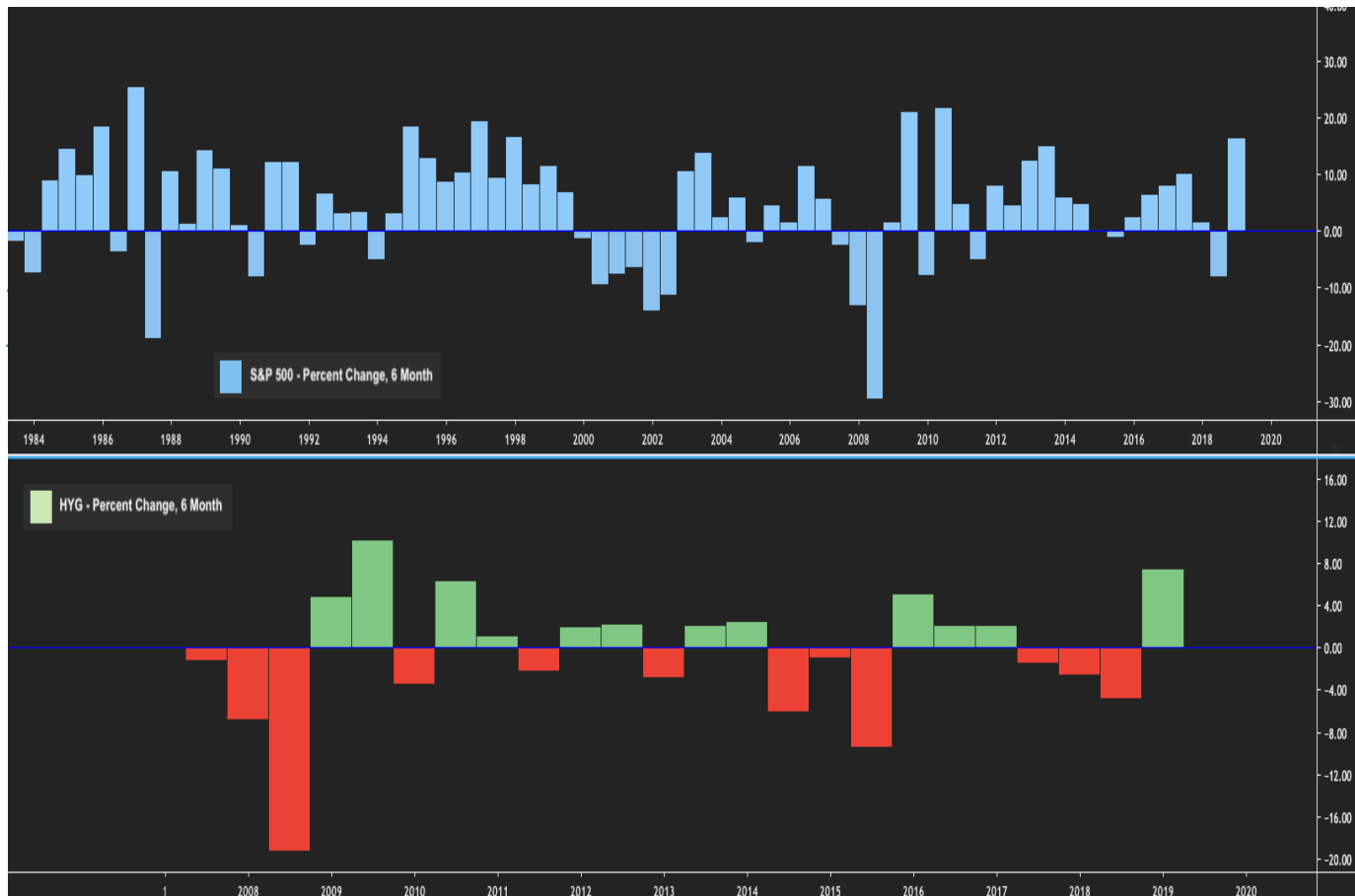
Introduction à un incroyable premier semestre

Les actions US, et leur indice phare le SP500, ont enregistré leur meilleur premier semestre depuis 1997, quand la crise des devises Asiatiques mijotait à l'arrière plan, et le Dow Jones Industrial Average a connu son meilleur mois de juin depuis 1938. Même si l'on notera que le rallye de juin n'a fait que regagner le terrain perdu en mai...

Voir la partie supérieure du graphe 1 page suivante.

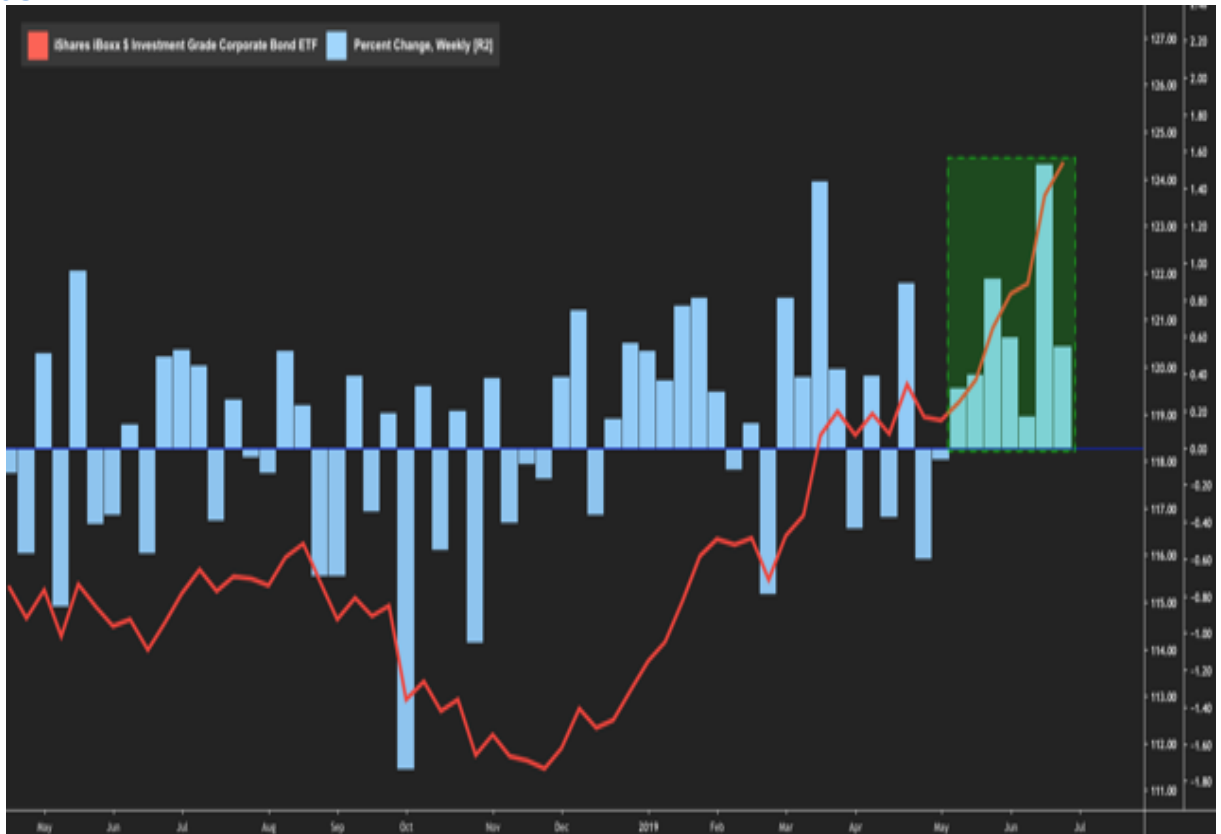
Dans le même temps, l'ETF iShares Core U.S. Aggregate Bond a connu ce qui est son meilleur semestre....

L'ETF High Yield s'est lui contenté de sa 2ième meilleure performance semestrielle. Cf graphe 1 ci-dessous, partie inférieure.



Grphe 1 source: The Heisenberg

Et les gains récents des ETFs Credit Investment Grade (IG) sont très bien décrits par le célèbre « blogger » The Heisenberg: "borderline comical" c'est-à-dire à la limite du comique... reportez-vous au graphe ci-après : la courbe des prix de l'ETF iShares IG Corp Bonds sur les 12 derniers mois est en orange, et les changements hebdomadaires en pourcentage sont les histogrammes bleus....



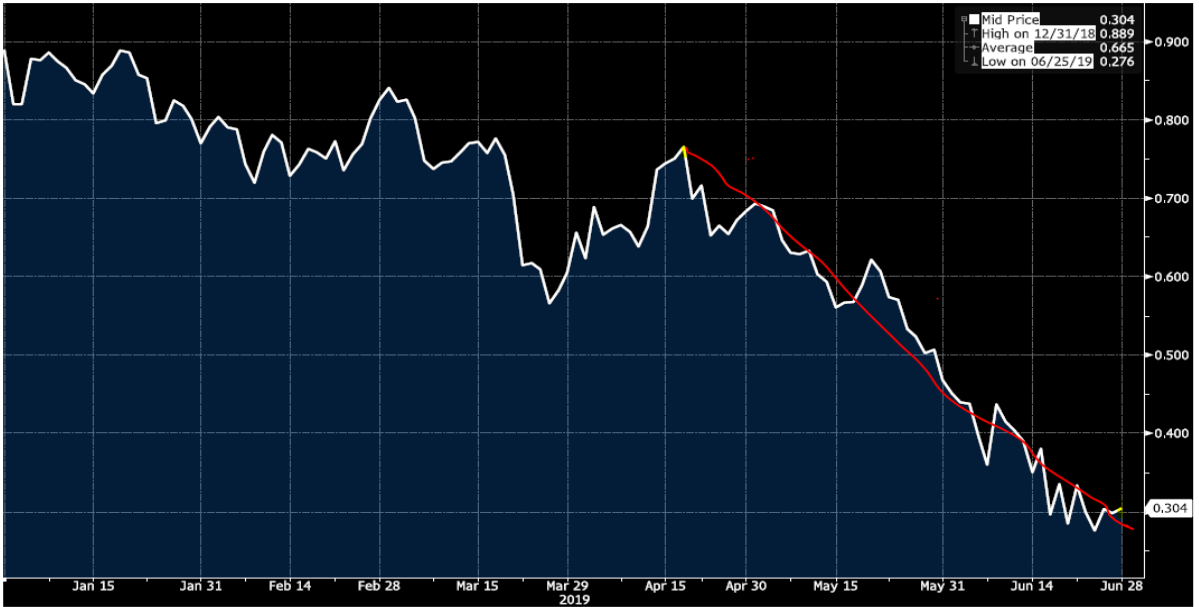
Grphe 2: Source: The Heisenberg

Et puisque les hausses des actions et des bonds ont été concomitantes, ce semestre permit aussi aux portefeuilles équilibrés 60/40 de présenter l'une de leurs meilleures performance semestrielle jamais réalisées.

Comme le Remarque Goldman Sachs, "les emprunts d'état à 10 ans du trésor US ont connu leur meilleur premier semestre depuis 1995 et l'emprunt d'état à 30 ans du trésor Allemand a délivré un retour sur investissement net de 15%, le 2^{ième} meilleur retour sur 6 mois durant les 25 dernières années – mieux que le STOXX 600 et très proche du retour du S&P 500".

En effet, le retour du Bund Allemand à 30 ans, qui commença pourtant l'année avec un rendement bien pale de 0.889%, a été supérieur aux retours délivrés par les principaux marchés d'actions Européens sur la même période... Cf Grphe 3 ci-dessous le rendement du 30 ans Bund en 2019....

BV300910 Index (EUR Bundesrepublik Deutschland BVAL Yield Curve 30 Year)

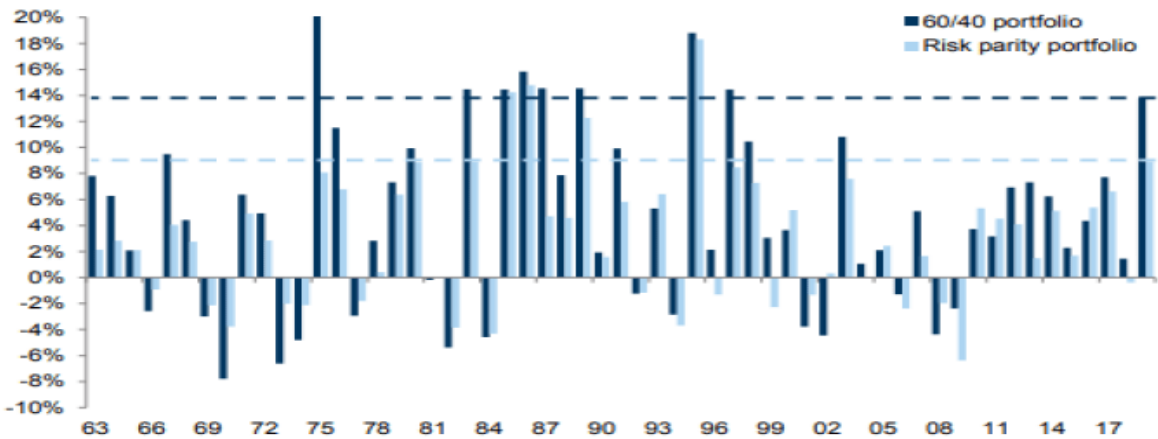


Grphe 3 source: Bloomberg

Et très clairement les stratégies et portefeuilles "Risk Parity" ont adoré! Voir graphe 4 ci-après :

Exhibit 5: One of the strongest 1H performances for multi-asset portfolios

YTD performance of multi-asset portfolios based on S&P 500 and US 10-year yields



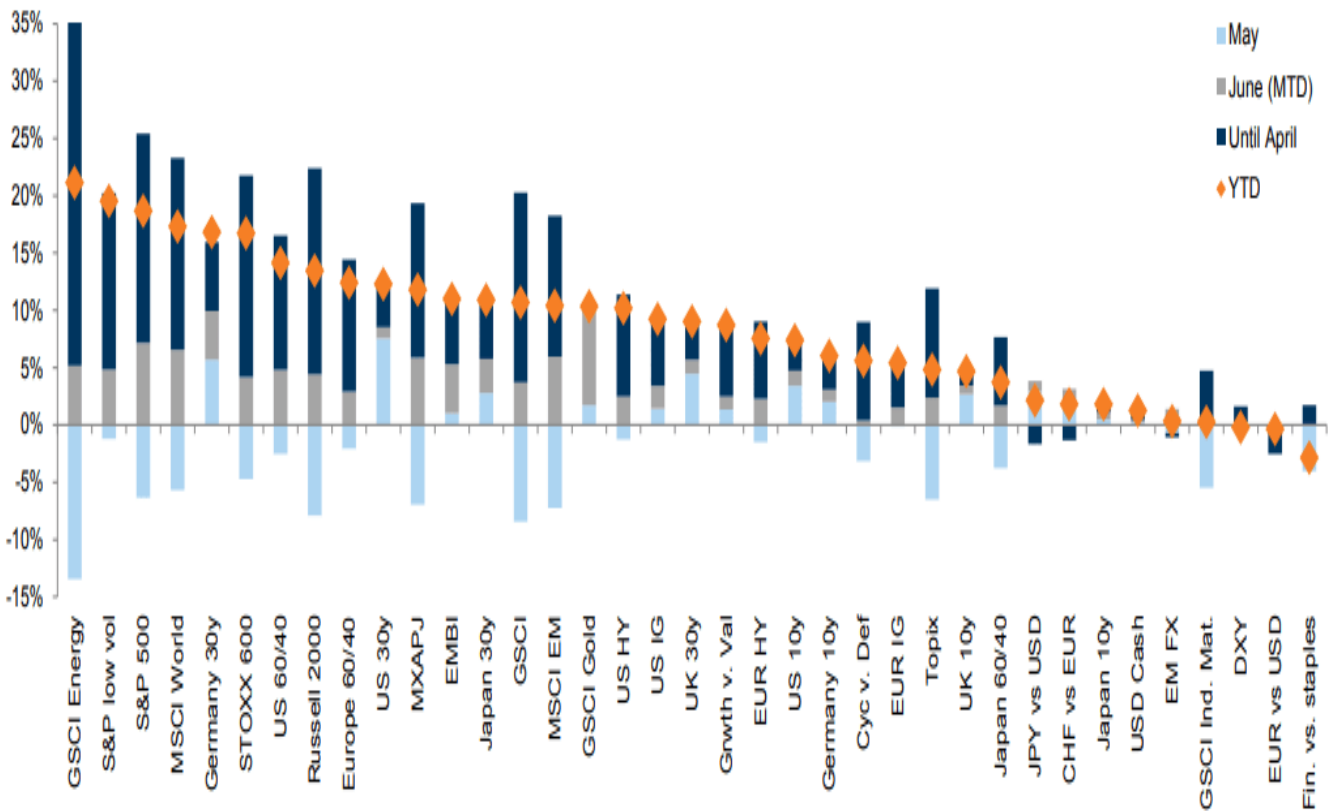
Source: Datastream, Goldman Sachs Global Investment Research

Grappe 4: Source: Goldman Sachs GIR

Afin de renforcer encore l'argument, considérons les performances d'actifs variés d'une façon globale. Pour nous y aider regardons un chart très intéressant et très parlant fourni par Goldman Sachs.

Ce chart est remarquable en ce qu'il isole en plus les performances des actifs au mois de mai. Ce qui permet de bien montrer comment le dernier épisode de la guerre commerciale Sino-Américaine a pesé sur certains actifs, principalement les matières premières et les actions.

YTD total return performance in local currency



Source: Datastream, Haver, Goldman Sachs Global Investment Research

Grappe 5: Source: Goldman Sachs GIR

Quoiqu'il en soit il importe d'être clair: le 1er semestre 2019 a vraiment été exceptionnel. Et 2019 s'avère être l'exacte opposée de 2018, quand le "cash" (en USD) a surperformé quasiment tous les autres actifs.



Soulignons quelques gagnants

Quelle que soit la méthode d'allocation d'actifs que vous avez utilisé à la fin de l'année 2018 (fondamentale, discrétionnaire, quantitative, "trend-following", choix au hasard ou lancer de fléchettes) il était quasiment impossible de perdre de l'argent durant le premier semestre 2019, à moins que vous n'ayez parié sur une hausse de la Volatilité des marchés actions (VIX) qui baissa effectivement de 25% à 15%: l'exception qu'admet toute règle...

Même les discours de plus en plus baissiers, et de plus en plus fréquents, sur le dollar qui semblent finalement produire un (petit) effet sur la devise US n'ont pas suffi à torpiller l'index DXY et à l'envoyer en territoire négatif ! Il a fini inchangé sur la période, Ok si vous insistez il a en fait fini très légèrement en BAISSÉ (de 96.173 à 96.13...).

Parmi les grands gagnants on trouve :

Bien sur les matières premières énergétiques, liées au pétrole brut, qui se sont bien remises de leur véritable crash du Q4 2018, bien aidées en cela par l'escalade des tensions avec l'Iran.

Également, l'ensemble des marchés actions qui ont bien récupérés du massacre du Q4 2018.

Mais aussi certains actifs, plus surprenants voire inattendus:

- Le sous-indice SP LOW Volatility constitué des actions à faible volatilité comme les Utilities ou les sociétés pharmaceutiques soit 2 secteurs défensifs qui furent parmi les plus performants sur la période. Si vous étiez long de ce sous-indice au mois de mai, vous n'auriez même pas senti la correction des marchés actions... Confortable...

- Les Emprunts d'état à très longue maturité. L'allongement de la duration des portefeuilles n'a pas concerné que les Bunds Allemands que nous avons déjà traités. Juste derrière, en termes de performances, on trouve les 30 ans US (T-Bonds) japonais (JGB) et Britannique (Gilts), qui ont tous retournés plus de 10% ! En 6 mois...

- Même les matières premières, autres que l'énergie et les métaux précieux (Ah la performance spectaculaire de ce que d'aucuns continuent d'appeler une relique barbare...), ont réussi à retourner des rendements positifs, comme les métaux industriels (+3.46%) en dépit de leurs liens étroits avec les PMI su secteur manufacturier chinois. Ou sont restés parfaitement neutres comme les sous-indices Agriculture ou Grains.

La liste des secteurs ou sous-secteurs ayant bénéficié de cette euphorie est quasiment infinie: même les stratégies de « trend following » pures qui avaient énormément souffert en 2018 ont connu leurs meilleures performances depuis 2008!

Considérons maintenant 2 autres classes d'actifs qui ne sont pas citées dans le rapport de Goldman Sachs.

Tout d'abord les US Municipal Bonds: comme vous pouvez le voir sur le graphe ci-dessous, le rallye des Muni Bonds, à partir du 20 janvier est impressionnant, avec seulement 3 brèves périodes de consolidation. Le 30 juin 2019 le retour total sur investissement ressortait à 8.47%. Cela peut sembler pauvre ou faible, même risible comparé aux emprunts d'états à 30 ans, mais gardez bien à l'esprit que certains de ces bonds ont été émis par des municipalités ou des états loin d'être au top de leur santé financière...

Malgré tout, quel que soit l'émetteur, quelle que soit la maturité (et là aussi il ne fallait pas hésiter à chercher les maturités les plus longues...) les prix de ces obligations sont régulièrement montés, soutenus par une traque frénétique pour avoir des rendements les plus élevés possibles.

BTMNTR Index (Bloomberg Barclays Municipal Index Taxable Bonds Total Return Ind

Bloomberg



Graphe 6: source: Bloomberg

Enfin je voulais attirer votre attention sur un certain type de produits financiers qui ne constituent pas encore, officiellement, une classe d'actifs : les Cryptocurrencies.

Elles ne sont d'ailleurs même pas citées dans le rapport de Goldman, ni, à ma connaissance, dans aucun autre rapport issu par une quelconque autre banque. Mais elles ont connu un premier semestre formidable.

Au point qu'en termes de performances, elles ressortent comme les GRANDES gagnantes. Il est vrai qu'elles émergeaient juste d'une sorte d'hiver nucléaire, qui avait duré toute l'année 2018, et qui avait produit des pertes de 80% pour Bitcoin ou 90% pour beaucoup d'autres. Dès lors, la probabilité d'un rebond prononcé était donc bien évidemment beaucoup plus forte ! Certes, mais à quel rebond avons-nous assisté!

Bitcoin (BTC): Hausse de 180,15% (de 4511.85\$ à 12640\$)

Ethereum (ETH): Hausse de 135.62% (de 130.04\$ to 306.405\$)

XETUSD Curncy (XET-USD Cross Rate)
BTC1 Curncy (Generic 1st 'BTC' Future)



Grphe 7: Source: Bloomberg

BTC: Courbe mauve, échelle de gauche et ETH courbe jaune échelle de droite.

D'autres CryptoCurrencies ont explosé encore plus, comme LITECOIN par exemple. Même si toutes restent encore très loin de leurs pics atteint au plus fort de la bulle en décembre 2017. Typiquement BTC est toujours 40% plus bas, ETH environ 85% plus bas, et les autres 90% plus bas que les précédents plus hauts historiques dans la majorité des cas.

Cependant, au final, à la fin du premier semestre, on peut conclure avec beaucoup de commentateurs comme par exemple le directeur du département de Recherche Macro à Barclays: Ajay Rajadhyaksha:

"Le développement le plus important dans les marchés financiers au Q2 2019 est le rallye à couper le souffle des taux globaux. Les emprunts du Trésor US à 10 ans ont baissé de 50bp sur les 3 derniers mois, la partie courte de la courbe des taux US anticipe maintenant plus de 100bp d'assouplissement d'ici fin 2020, et des pans de plus en plus gros des marchés obligataires mondiaux continuent à glisser vers des rendements négatifs.



La rhétorique des Banques Centrales a renforcé ces anticipations de marché, le FOMC du mois de juin télégraphiant quasiment les baisses de taux des Fed Funds et le Président de l'ECB, M. Draghi affirmant « qu'en l'absence d'amélioration" de l'inflation, des « mesures additionnelles de stimulus » seront nécessaires."

« Tout semble aller pour le mieux: le cycle global du business est peut-être en train de se retourner à cause des tensions commerciales, les Banques Centrales ajusteront leurs politiques monétaires en fonction, c'est ce que prennent déjà en compte les marchés obligataires. Mais si cette explication est correcte, quelqu'un a oublié d'en parler aux marchés mondiaux d'actifs risqués. Les actions US volent de record en record, les marchés d'actions, un peu partout ailleurs, sont en hausse d'au moins 15% sur l'année, et les spreads de crédit aux USA et en Europe sont bien inférieurs à leurs niveaux de décembre 2018, et ne parlons même pas des écartements beaucoup plus sérieux de Janvier 2016. Qu'est ce qui va lâcher? Comment réconcilie-t-on la noirceur des marchés de taux avec les dispositions d'humeur festive des actifs risqués? »

Quelle direction durant le second semestre de 2019

C'est sûr, jusqu'à présent cette année, quasiment TOUT a bien performé.

Donc qu'est ce qui va lâcher? Ou stopper à tout le moins ? C'est la grande question que tous les intervenants se posent !

Il est évident que les perspectives de croissance globales se sont assombries (Il suffit pour s'en convaincre de consulter les PMI des secteurs manufacturiers) et que donc les banques centrales sont devenues encore plus accommodantes. Elles ont encore accentuées ce tournant " dovish" après le 22 mai, quand Bank of America a coupé ses objectifs de rendement 2019 dans une note désormais célèbre pour son titre : « Marking to misery »...

Depuis lors, quasiment toutes les autres banques ont dramatiquement révisé leurs prédictions de rendement pour 2019. L'une des dernières à l'avoir fait, à la fin juin, a été Goldman: Ils voient désormais le rendement du Bund Allemand à 10 ans à -0.55% à la fin de l'année et celui du 10 ans Japonais (JGB) à -0.30%. Leurs prédictions sont très inférieures aux niveaux impliqués par les « forwards » actuels de marché.

Cette divergence qui ne cesse de croître entre les obligations et les actions fait couler beaucoup d'encre en ce moment dans les marchés. Cette « anomalie » apparente n'est, à nos yeux, pas si anormale.



Ou du moins pas encore.... Comme le suggérait récemment le blogger " the Heisenberg" : "L' explication réside dans le fait que les marchés d'actions espèrent que la FED aura suffisamment de munitions et de crédibilité pour éviter une récession et les marchés de taux réagissent, positivement, à la fois à un retour annoncé à des politiques monétaires assouplies, ET à la faiblesse économique qui a initialement nécessité le tournant de l'assouplissement." Nous discuterons les divers scénarii envisageables pour régler ce « problème » de divergence dans un prochain article.

Il y a essentiellement trois possibilités :

- Soit les rendements obligataires recommencent à monter pendant que les actions consolident, ou même continuent à monter (mais à un rythme moindre que les rendements).
- Soit les rendements restent aux niveaux actuels, ou continuent même à baisser légèrement pendant que les actions connaissent une autre de ces corrections massives.
- Ou bien les 2 font un peu de chemin ; une situation que l'on a connu il n'y a pas si longtemps... Celle d'octobre (rouge) 2018....

B. Syrmen

Le 4 juillet 2019