

Les attentes sont élevées

Qu'est-ce qui est le plus lassant? La pathétique application d'un droit coutumier pour justifier le ridicule de la situation sur le Brexit, ou la réaction du marché aux sempiternelles 'avancées positives' sur les négociations commerciales sino-américaines? Changeons de sujet !

Les taux en Europe continuent de baisser (et les écarts de crédit aussi, favorisant les flux à destination du marché du crédit) suite aux projections alarmistes (alarmante?) de la BCE tant en termes de croissance que d'inflation, mais les marchés actions continuent de flamber car la le retournement conjoncturel est de plus en plus 'probant'. Cette dichotomie de vision entre le 'phare' financier qu'est la BCE et le marché, devrait, à minima, soulever quelques questions. Il n'en n'est rien.

Aux Etats-Unis c'est exactement la même chose, les indices actions n'en finissent pas de monter et les taux n'en finissent pas de baisser. Au risque de se répéter il y a cette semaine encore un gros décalage entre les perceptions du marché action et celles du marché obligataire.

Le consensus action anticipe un arrêt de la normalisation monétaire des banques centrales (voire un nouvel assouplissement) justifié par un ralentissement, mais il anticipe également que ce ralentissement conjoncturel sera suffisamment insignifiant pour justifier des valorisations plus élevées. On peut donc logiquement se demander s'il est pertinent de faire une pause dans la normalisation monétaire si justement ce ralentissement économique est à ce point limité et que le cycle de croissance est ainsi allongé. Au moins peut on s'interroger sur la puissance de la réponse de la FED à une situation économique somme toute normale.

Il va être intéressant de suivre les commentaires de Jerome Powell ce soir lors de la conférence de presse clôturant le rendez-vous de politique monétaire de la FED, et surtout la réaction des marchés. Une attention particulière sera très certainement portée aux conditions financières, aux perspectives d'inflation et de croissance ainsi qu'au marché de l'emploi. Mais surtout, le consensus attend des annonces précises et très accommodantes quant à la taille du bilan de la FED.

On se rappellera que lors de la 1ere réunion de l'année, le président de la FED a clairement indiqué que la préoccupation principale de l'institution sont les conditions financières, au premier rang desquelles figurent les marchés financiers. 'Logiquement' le marché a donc des attentes en ce sens. Néanmoins avec un marché qui a rebondi de près de 13 % depuis et un consensus particulièrement optimiste, Monsieur Powell devra être percutant dans le propos.

Pour le président de la FED, un bilan de 3 450 milliards est compatible avec le cycle économique actuel. Cela suppose donc une réduction de 500 milliards. Mais le marché, lui, anticipe non seulement un arrêt de ce 'quantitative tightening' mais également, pour une partie du consensus, une baisse des taux.

Il est admis par les intervenants de marché qu'une réduction du bilan de la FED de 50 milliards par mois (donc 600 milliards annuel), équivaut grosso modo à 3 hausses des taux.

Donc si la FED cesse la contraction de son bilan dès le mois prochain, et qu'en plus elle baisse les taux d'ici la fin d'année, ce qui était déjà accommodant sera excessivement accommodant, et le marché forcément s'en délectera.

Mais encore une fois, si le ralentissement est passager comme l'anticipe le marché action, pourquoi alors attendre autant de complaisance de la part de la FED? La pause de la FED en matière de hausse des taux, et la poursuite jusqu'à la fin d'année de la réduction de son bilan semble davantage compatible avec une économie en ralentissement passager. Même si pour le marché une telle approche serait jugée comme restrictive.

Évidemment si la FED s'inquiète, comme la BCE d'un ralentissement plus durable, alors l'arrêt rapide de la réduction du bilan aurait du sens et cela donnerait un sens tout autre à la 'pause' actuelle. Les valorisations actions ne seraient-elles pas alors trop excessives (puisque le marché action anticipe un trou d'air simplement pour le 1^{er} trimestre puis une poursuite du rythme de croissance) ?

Et si effectivement c'est uniquement un ralentissement saisonnier (et que donc les banquiers centraux ont absolument tout faux concernant leur perspectives) et que la croissance se renforce dans un trimestre, inévitablement la FED sera empruntée dans son processus de normalisation. La dépendance aux données économiques n'aura jamais été aussi présente, et leurs versatilités également !

Contrairement à ce que le marché affiche il y a des incertitudes. Les niveaux de volatilité indiquent également un appétit pour le risque élevé. La volatilité implicite de l'eurostoxx50 atteint par exemple ses plus bas moyens d'octobre et décembre 2017. La volatilité de la volatilité quant à elle est au plus bas historique. Le risque d'asymétrie redevient important.

Bonne semaine,

Olivier

Les thèmes de la semaine

Marchés européens

Les marchés européens ont connu une nouvelle hausse hebdomadaire désormais qualifiée de « normale » pour ce premier trimestre 2019. L'Eurostoxx gagne 1.62% sur la période.



Brexit : Le suspense monte

La semaine dernière les députés britanniques ont voté contre un « hard-brexit » et pour un report de la date de sortie du Brexit afin de trouver un nouvel accord avec l'UE. Ces votes n'auront encore une fois pas fait avancer la situation du côté britannique qui reste dans l'impasse.

À désormais neuf jours du Brexit, la première ministre britannique a décidé ce mercredi de demander à la commission européenne un report « court » de la date de sortie de l'UE, soit jusqu'au 30 juin. Son objectif étant de faire pression sur les parlementaires britanniques afin de faire passer son accord. Elle ne propose ainsi aucune alternative concrète pour le moment.

Cette stratégie s'avère toutefois risquée car Theresa May se doit de convaincre des députés qui ont déjà voté largement contre cette proposition d'accord à deux reprises. Elle nécessite également que le speaker de la chambre des communes revienne sur sa décision du 18 mars, statuant que le gouvernement ne peut faire voter plusieurs fois les députés sur une motion identique.

Enfin, il faudra avant toute chose, que les 27 approuvent à l'unanimité cette demande de report. Même s'il semble peu probable qu'ils s'y opposent, ne souhaitant pas porter la responsabilité d'un « no-deal » chaotique, cela reste une alternative possible. La France semble particulièrement agacée par cette situation et le président Macron serait prêt à refuser le report ! Cette décision devrait être prise en

principe au court du sommet européen du 21 et 22 mars. Mais le président de la commission européenne a estimé que l'UE « aura besoin d'un autre sommet la semaine prochaine » pour décider.

Peut-être en avril

Bien que les relations sino-américaines s'étaient nettement améliorées et que les espoirs d'un accord commercial aient été croissants au cours des dernières semaines, et notamment en février, la situation n'a pas réellement avancée en mars.

Alors qu'initialement une rencontre entre Donald Trump et Xi Jinping afin de clôturer un accord était anticipée courant mars elle ne devrait finalement pas avoir lieu avant le mois d'avril, au plus tôt. Juin est même évoqué. Certains points cruciaux ne sont pas réglés et Xi Jinping ne veut pas participer à une rencontre avec M. Trump avant que les principales questions abordées dans les négociations commerciales soient résolues. Les discussions entre les représentants américains et chinois reprennent donc à Pékin la semaine prochaine d'après le Wall Street Journal.

Donald Trump a déclaré le 14 mars dernier qu'il y aurait des nouvelles d'un accord commercial « d'une façon ou d'une autre » au cours des trois ou quatre prochaines semaines.

Nouvelles amitiés

Donald Trump et Jair Bolsonaro, le président brésilien, se sont rencontrés lundi dernier à Washington. Cette première rencontre entre les deux hommes semble s'être très bien passée, si bien qu'ils ont décidé de renforcer leur coopération économique. Donald Trump a même déclaré qu'il a « l'intention d'accorder au Brésil le statut d'allié majeur non-membre de l'OTAN ou même, possiblement, qu'il devienne allié (membre) de l'Otan».

Aymeric

IMPORTANT DISCLAIMER

Ce rapport est publié par La Financière Constance Inc. (LFC) le 20 mars 2019 et s'adresse principalement aux investisseurs institutionnels. Il est fourni à titre de source générale d'information et ne doit pas être considéré comme un conseil en placement, une prévision ou une recherche, et ne constitue pas une recommandation, une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente de titres dans un territoire quelconque ou d'adoption d'une stratégie de placement. L'information contenue dans ce rapport provient de sources jugées fiables ; cependant, l'exactitude et/ou l'exhaustivité de l'information n'est pas garantie par LFC, et LFC n'assume aucune responsabilité ou obligation de quelque nature que ce soit. Toutes les opinions exprimées sont sujettes à changement sans préavis. Les stratégies et véhicules d'investissement de LFC peuvent actuellement détenir des positions longues et/ou courtes sur les titres et dérivés mentionnés dans ce rapport. Le rendement passé n'est pas indicatif du rendement futur. Le présent rapport peut contenir des "informations prospectives" qui ne sont pas de nature purement historique. Les énoncés prospectifs ne garantissent pas le rendement futur et comportent des risques et des incertitudes inhérents aux facteurs économiques généraux. Rien ne garantit que les énoncés prospectifs se réaliseront. Nous vous mettons en garde de ne pas vous fier indûment à ces énoncés, car un certain nombre de facteurs importants pourraient faire en sorte que les événements ou les résultats réels diffèrent sensiblement de ceux qui sont exprimés ou sous-entendus dans tout énoncé prospectif formulé. Ce rapport ne peut être reproduit, distribué ou publié sans le consentement écrit de LFC.

This report is published by La Financière Constance Inc. (LFC) on March 20, 2019 and is intended primarily for institutional investors. It is provided as a general source of information and should not be relied upon as investment advice, a forecast or research, and is not a recommendation, offer or solicitation to buy or sell securities in any jurisdiction or to adopt any investment strategy. The information contained in this report has been obtained from sources believed reliable; however, the accuracy and/or completeness of the information is not guaranteed by LFC, nor does LFC assume any responsibility or liability whatsoever. All opinions expressed are subject to change without notification. LFC strategies and investment vehicles may currently hold long and/ or short positions in the securities and derivatives mentioned in this report. Past performance is not indicative of future performance. This report may contain "forward-looking information" that is not purely historical in nature. Forward-looking statements are not guarantees of future performance and involve inherent risks and uncertainties about general economic factors. There is no guarantee that any forward-looking statements will come to pass. We caution you not to place undue reliance on these statements as a number of important factors could cause actual events or results to differ materially from those expressed or implied in any forward-looking statement made. This report may not be reproduced, distributed or published without the written consent of LFC.

La Financière Constance Inc
1010 Sherbrooke Ouest, suite 1800
Montréal H3A 2R7, QC, Canada
T: (515) 286-9838

Constance Financial Inc
3080 Young Street, suite 6060
Toronto M4N 3N1, ON, Canada
T: (647) 255-8894
