

« Twist Again » ? *

*<https://www.youtube.com/watch?v=E1o3cbLYoIY>

Avant 2008 et le début de la distorsion de la réalité, le discours de la FED de la semaine passée aurait mis le feu aux poudres. Mais désormais on ne retient que la conséquence de celui-ci, et donc l'attitude ultra accommodante. Ce n'est plus la peine de parler d'aléa moral tellement celui-ci est désormais la norme.

Le marché, dans son rôle d'anticipation, aurait alors manifesté quelques inquiétudes. Mais désormais, pour le marché cela s'apparente à l'assurance (sans cesse renouvelée) que les banques centrales seront toujours présentes.

Non seulement il n'y aura pas de hausse des taux en 2019 (voire une baisse des taux) mais en plus la réduction du bilan de la FED a été annoncée (à partir du mois de mai). Mais alors que les banquiers centraux de la FED avaient également laissé entr'ouverte la porte pour un resserrement des taux en 2020, (certainement pour faire bonne figure quant aux perspectives de croissance américaine) cette même FED cette semaine a commencé à distiller des intentions d'une nouvelle opération Twist !

Le but d'une telle opération est de faire baisser les taux longs en arbitrant les obligations de son bilan (vendant les obligations de court terme et achetant des obligations de long terme). Cela doit alors permettre à l'administration de se financer à des taux plus bas (et éventuellement faire de la relance budgétaire) mais aussi permettre aux entreprises (les taux de long terme étant davantage une réalité que ceux de court terme) et aux ménages (notamment par le biais des emprunt hypothécaire) de contribuer à une relance de l'économie par la dette.

Encore une fois, il y a 4 mois la FED tablait sur 3 hausses des taux pour 2019 et maintenant elle nous sort les armes de...distractions massives. Qu'est-ce qui peut donc justifier un revirement aussi rapide mais surtout aussi fort? Ne devrait-il pas y avoir une interrogation de la part du marché? L'obnubilation de celui-ci sur les soutiens n'altère il pas son jugement? Si la réponse se trouve dans l'évolution du marché action la réponse est clairement non !

Alors oui, sur la fin de la semaine, le thème de récession est revenu (comme en décembre) porté par la fameuse inversion d'une des nombreuses courbes des taux et consécutive à l'état de l'Économie dressée par Jerome Powell, et le marché à quelque peu reflué. Est-ce pour cette raison que la FED a 'envoyé' des messages concernant le Twist?

Madame Yellen, mais aussi de nombreux stratèges, se sont voulus rassurant et les propos de l'ancienne présidente de la FED résume bien le consensus « Contrairement aux années passées, la courbe des rendements a maintenant tendance à être très plate ». Circulez !

La BCE n'est pas en reste, évidemment. Après avoir superbement ignoré les statistiques allemandes, et après avoir trouvé des éléments positifs dans celles-ci pour justifier la hausse des indices, après avoir validé le thème du retournement économique positif au 2nd trimestre, après avoir ignoré les avertissements de la banque centrale, le consensus tout à coup met en avant la énième statistique dramatique allemande (PMI) pour justifier la baisse constatée...Conséquence, le bund se retrouve en rendement négatif et bien évidemment la BCE intervient, à l'instar de la FED.

Pas plus tard que ce matin, Mario Draghi indiquait que face à une demande extérieure en berne, la BCE était prête à reporter la hausse des taux (qui de toute les façons n'interviendra jamais, mais le marché semble apprécier qu'on lui répète sans cesse les mêmes histoires pour capitaliser sur celles-ci). A ce rythme la perspective d'un nouvel assouplissement quantitatif est tout sauf incongru.

L'impression que les banques centrales donnent c'est que désormais elles s'adaptent à l'environnement de marché. La 'forward guidance' ou la 'data dependency' ne sont que des illusions sémantiques.

Bonne semaine,

Olivier

Les thèmes de la semaine

Marchés européens

Semaine plutôt morose pour les marchés européens. Les PMIs ont été en dessous des espérances et les taux obligataires américains et allemands signalent certaines inquiétudes chez les investisseurs.

L'Eurostoxx 50 perd 1.49% sur la période et l'indicateur de volatilité V-Stoxx s'apprécie de 12.82%.



Toujours plus « dovish »

Mercredi dernier, la réunion du Comité fédéral d'open market (FOMC) a abouti sur une décision encore plus accommodante qu'attendue en annonçant qu'elle prolongera sa pause de hausse de taux pour l'année 2019.

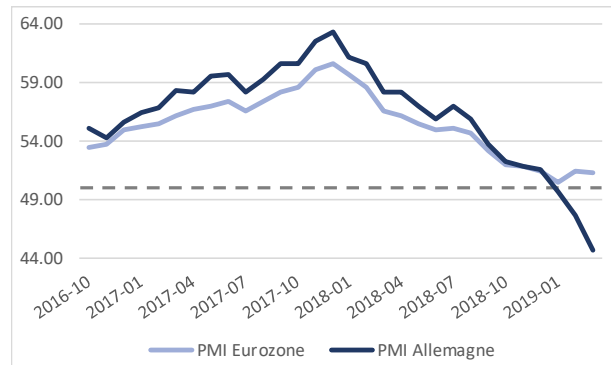
Le communiqué du FOMC estime que le marché du travail reste solide, mais que la croissance économique a ralenti comparé au dernier trimestre de 2018. La Fed revoit également ses prévisions, estimant désormais une croissance de 2.1% et une inflation à 1.8% pour 2019 - contre 2.3% de croissance et 1.9% d'inflation précédemment estimée.

Bien qu'aucune hausse de taux ne fût prévu mercredi dernier, les analystes n'estimaient pas un tel changement de cap de la part de la banque centrale qui prévoyait initialement deux hausses de taux pour l'année. La première réaction des marchés a été une hausse avant de se replier dans un climat de doute et d'incertitude que soulève une telle décision de la Fed.

La locomotive européenne à l'arrêt ?

Les signaux et indicateurs du ralentissement de l'Allemagne s'amplifient. En effet, la publication du dernier PMI flash atteint un nouveau plus bas à 44.7, soit bien en-dessous des estimations qui étaient situées à 48. Cette nouvelle chute marque son plus bas niveau depuis Aout 2012 et un troisième mois

consécutif de baisse sous la barre des 50, seuil qui sépare l'activité manufacturière en expansion (>50) de l'activité en contraction (<50).

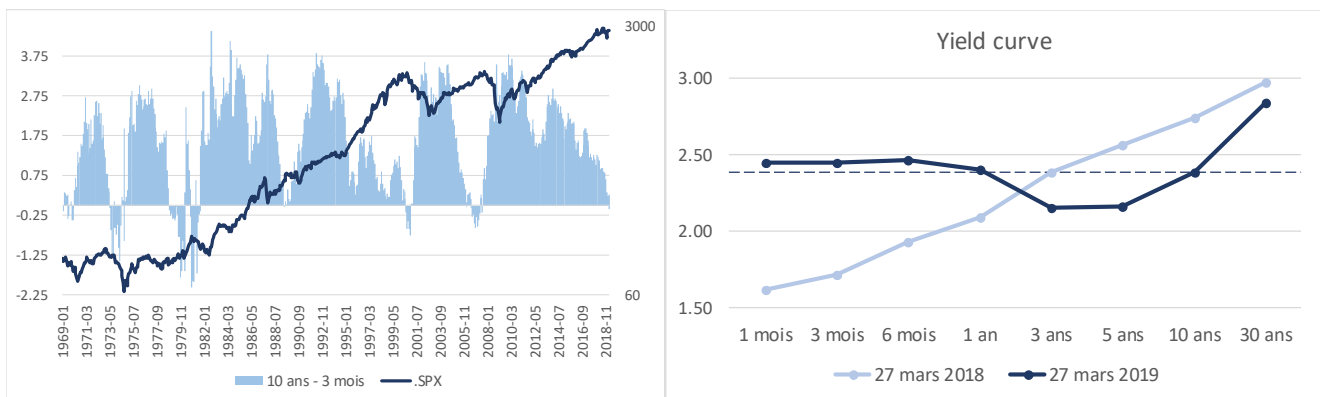


Les raisons mises en avant pour expliquer cette baisse sont les incertitudes liées au Brexit et les relations commerciales avec les États-Unis et la Chine, ainsi qu'un ralentissement du secteur automobile et la croissance mondiale. Donc rien de nouveau ni de signe d'amélioration dans un moyen-court terme. On peut alors se demander combien de temps l'économie allemande pourra-t-elle supporter ce ralentissement.

De plus, à la suite de ces résultats inquiétant le Bund, 10 ans est passé en territoire négatif vendredi dernier pour la première fois depuis octobre 2016.

Le retour de l'inversion de la courbe des taux

Vendredi dernier la courbe des taux « courts » versus taux « longs » américains s'est inversée. Les taux de 1 mois à 1 ans sont passés en-dessus du taux aux 10 ans. Historiquement, l'inversion des taux signale un arrêt de l'expansion économique et précède une récession. Et fondamentalement l'inversion des taux signalent que les investisseurs sont inquiets sur les perspectives économiques à moyen-court terme.



Bien que le marché ait réagit négativement les prévisions des analystes vont dans tous les sens. Certains estiment qu'il faudrait se positionner défensivement tandis que d'autres estiment qu'il n'y aurait pas de

raison de s'inquiéter face à cette situation car les risque d'inflation et de hausse de taux sont très faibles notamment.

Uni contre l'unilatéralisme américain

Le président chinois Xi Jinping, après un passage en Italie, est venu en visite officielle à Paris. Il s'est entretenu avec le président de la Commission de l'UE, Jean-Claude Juncker, la chancelière allemande, Angela Merkel, et le président français, Emmanuel Macron. Ces derniers ont revendiqué un partenariat plus équilibré entre la Chine et l'Europe, évoquant l'exigence de réciprocité d'ouverture des marchés. Mais l'emphase aura été mise sur le développement d'un multilatéralisme dans un contexte de tensions commerciales développées et entretenues par le président américain.

Bien qu'il reste du chemin à faire avant d'atteindre un accord entre les 27 et la Chine, il semble que des deux bords la volonté soit de contrer l'offensive américaine. Chinois et Européens se retrouveront dans deux semaines, le 9 avril, pour un sommet Chine-UE.

Aymeric

IMPORTANT DISCLAIMER

Ce rapport est publié par La Financière Constance Inc. (LFC) le 27 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 27, 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
