



10 janvier 2020

Perspectives des marchés financiers et cycle de liquidité en 2020

400 milliards d'injections de liquidités au T4. Expansion ou statu quo en 2020 ? Attentes bénéficiaires élevées. Valorisation extrême des actions. Plus de risques que d'opportunités.

Points clés

- Injections massives et questionnables de liquidités au 4^{ème} trimestre
- 400 milliards de nouvelles liquidités
- Pour quelle raison la Fed est-elle intervenue si massivement ?
- Dangereuse interdépendance des marchés et de la politique monétaire
- Les marchés financiers parient sur le PUT de la Réserve fédérale
- La Fed peut-elle éviter de faire éclater la bulle spéculative qu'elle a créée ?
- Existe-t-il encore des investisseurs rationnels en 2020 ?
- Que peut-on craindre à brève échéance si les marchés dépendent de la liquidité ?
- Attentes bénéficiaires élevées et valorisations extrêmes

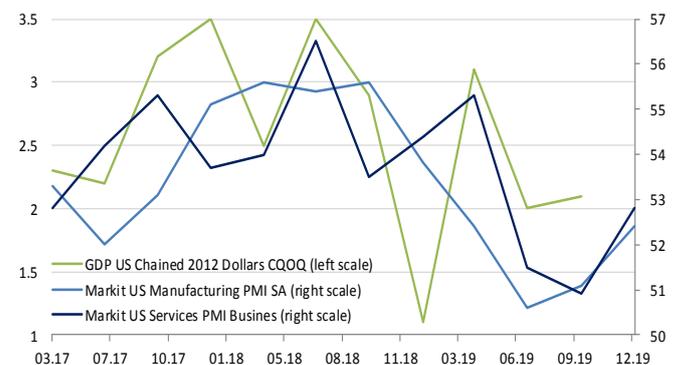
Au cours des derniers mois, la Fed a effectivement relancé son activité monétaire en faisant bondir la taille de son bilan de plus de 400 milliards de dollars en quelques semaines, soit plus de 10% de la taille totale de son bilan en un temps record, de 3.75 (fin août 2019) à 4.17 trillions de dollars au 1^{er} janvier 2020.

Le débat qui consiste à déterminer s'il s'agit oui ou non d'une relance de « QE » (Quantitative Easing) n'a finalement que peu d'intérêt, car si la Fed ne s'est pas portée acquéreuse massivement d'obligations du Trésor (définition formelle de son activité de QE), mais de Treasury Bills, cela n'est qu'un débat technique. Dans les faits, la banque centrale a bien injecté une quantité exceptionnelle de monnaie dans le système financier, ce qui, à ce point du cycle, devrait tout de même surprendre et interpeller les investisseurs rationnels. Car en effet, la question se pose de savoir pour quelle raison la Fed a jugé nécessaire, voir indispensable, d'injecter de telles quantités de fonds en fin d'année 2019, alors que ses trois baisses de taux directeurs de -0.25% avaient sans doute déjà été suffisantes pour soutenir une conjoncture économique par ailleurs pas si faiblissante que cela au 3^{ème} et 4^{ème} trimestres, le réel besoin d'un nouveau QE ne semblant, de ce fait, pas démontré.

Injections massives et questionnables de liquidités au 4^{ème} trimestre

En ce début d'année 2020, il semble bien qu'une nouvelle fois l'adage « Don't fight the Fed » ait été largement suivi par les investisseurs au cours du 4^{ème} trimestre 2019. Manifestement, il fallait effectivement faire fi des risques et des valorisations déjà élevées des actifs financiers en fin de 3^{ème} trimestre pour profiter des effets positifs induits sur les marchés financiers par l'activité importante déployée par la Réserve fédérale en fin d'année et ses injections massives de liquidités.

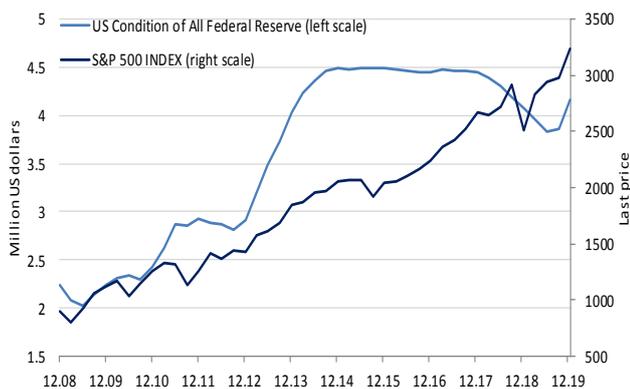
Evolution du PIB américain et des indicateurs PMI



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Lorsque ces opérations de rachat ont commencé il y a trois mois, une des raisons invoquées avait été d'assurer la liquidité en période de paiement des taxes, notamment à la mi-octobre, mais ces opérations se sont ensuite poursuivies jusqu'en début d'année 2020. Par ailleurs, en comparaison historique, ces rachats de 2019 ne trouvent pas d'équivalent au cours des précédentes années, de quoi s'interroger sur le bien-fondé de l'argument.

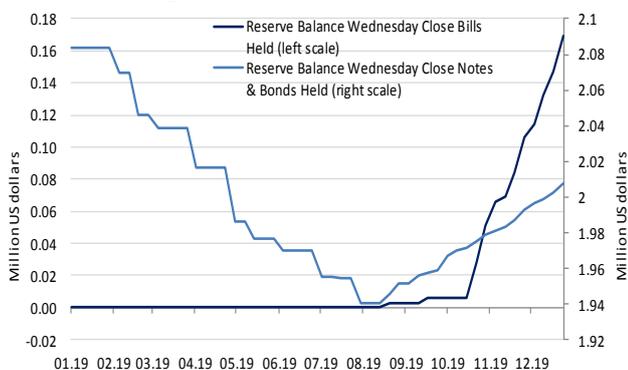
Bilan total de la FED / indice S&P 500



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La question reste donc posée de la réelle justification de ces activités qui ont en fait permis en fin d'année de réinitier une nouvelle phase d'appréciation des cours des actions et des actifs risqués, alors que les valorisations des actions flirtaient déjà avec des extrêmes historiques.

Décomposition entre Tbills et Tbons



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Y aurait-il un développement dans le marché que la Fed a identifié et qui l'a poussé à intervenir dans une quasi panique en fournissant une liquidité peut-être déjà en manque dans le secteur financier ? Le marché des « repo » redistribue et fournit la liquidité indispensable à la fluidité du système financier et au bon déroulement des échanges à court terme entre institutions financières, banques, sociétés d'assurances etc... La banque centrale a peut-être voulu éviter un risque de patinage ou de blocage de ce système qui représente près d'un trillion de dollars par jour.

On se souvient encore, plus de dix ans après, de l'impact provoqué en 2008 par l'émergence instantanée de la défiance des banques les unes envers les autres qui avait contribué à la hausse des taux interbancaires et à la crise financière en 2008. La fin d'année 2019 aurait-elle été concernée par un épisode de cette nature ?

Dangereuse interdépendance des marchés et de la politique monétaire

La Fed est-elle devenue l'otage des marchés financiers et vice versa ?

Quoi qu'il en soit, les marchés financiers ont une nouvelle fois accueilli avec enthousiasme les injections monétaires de la fin 2019. Comme ils l'ont fait à chaque fois d'ailleurs depuis le cycle de relance par des politiques monétaires accommodantes. On observe une corrélation très claire entre les actions de la Fed et l'évolution des marchés actions depuis 2009. Dès lors, si la Fed est en partie devenue l'otage des marchés financiers, ceux-ci sont aussi devenu dépendants des injections de la Fed.

La relation actuelle est ainsi une dépendance qui s'exerce dans les deux sens avec les risques croissants que cela comporte. La hausse des marchés dépend ainsi des injections de liquidités, qui ont aussi comme objectif indirect de créer et de développer un effet de richesse positif souhaité pour renforcer les perspectives de consommation. Cette interdépendance n'est pas niée par l'ancien président de la Fed Ben Bernanke qui avouait le lien explicite recherché lorsqu'il relevait que le QE devait accroître les prix des actifs financiers pour créer un effet de richesse favorable à la consommation.

La banque centrale fait aujourd'hui face à une quasi-obligation de maintenir une politique accommodante au risque, dans le cas contraire, de provoquer un nouveau réveil brutal de ces investisseurs devenus dépendants au fil du temps. La Fed ne souhaite pas s'exposer à une telle situation, maintenant qu'elle a expérimenté les risques d'une baisse des marchés, dans l'éventualité où sa politique de normalisation devait être perçue comme trop agressive, comme ce fut le cas au 4ème trimestre 2019. C'est désormais une problématique complexe et mieux reconnue par la Fed, qui devrait la conduire à ne pas précipiter toute future velléité de normalisation.

Comme nous l'avons déjà évoqué à plusieurs reprises, la Fed préférera être en retard sur sa politique de remontée des taux en phase de reprise de l'inflation, ce qui soutiendra son action en 2020, par ailleurs année électorale pendant laquelle la banque centrale est généralement assez peu active. La Réserve fédérale a donc peut-être voulu agir plus massivement avant 2020 afin d'éviter de devoir agir ultérieurement pendant la campagne.

La Fed peut-elle éviter de faire éclater la bulle spéculative qu'elle a créée ?

Dans un contexte caractérisé en ce début 2020 par une faible probabilité d'amélioration des fondamentaux des entreprises et des perspectives bénéficiaires par rapport aux anticipations actuelles, la hausse des cours des dernières semaines est donc exclusivement imputable à la baisse des taux et à la politique monétaire. Elle a comme conséquence directe une nouvelle expansion des PE et des autres mesures de valorisation des marchés. La Fed est donc en train de contribuer à une expansion des valorisations, en d'autres termes à une surévaluation des actifs financiers, sans réelle possibilité de freiner ou de limiter cet effet. Il est ainsi possible que la Réserve fédérale soit en train de réaliser qu'elle est piégée dans une situation inextricable dans laquelle toute tentative de normalisation peut provoquer une chute supérieure à celle observée au 4^{ème} trimestre 2018 et où toute absence d'action peut encourager les investisseurs à prendre encore un peu plus de risques et pousser toujours plus haut le niveau de valorisation des marchés. Plus cette spirale dure et plus elle a de probabilités de finir par l'éclatement de la bulle spéculative, désormais un peu plus encore en phase d'expansion exponentielle depuis quelques mois. Le rythme de progression du marché actions aux Etats-Unis est en effet en phase d'accélération caractéristique de fin de cycle financier. Après la phase de consolidation et d'hésitation sur des niveaux de valorisation déjà élevés pendant l'été, la hausse de près de +10% en deux mois ne repose que sur le facteur liquidités et n'est donc pas soutenue par des facteurs fondamentaux.

Ainsi il devient difficile pour ne pas dire impossible à la Fed de se sortir de cette situation sans provoquer le crash qu'elle veut par tous les moyens éviter. En ralentissant ses injections de liquidités, elle risque de provoquer une nouvelle volatilité des marchés qu'elle ne souhaite pas. Et pourtant, elle ne pourra pas indéfiniment poursuivre cette politique, notamment si la croissance s'avère au rendez-vous dans les premiers mois et trimestres de 2020.

Existe-t-il encore des investisseurs rationnels en 2020 ?

La hausse de +10% des actions en fin d'année semble aussi refléter une capitulation totale des investisseurs rationnels. L'adage « Never fight the Fed » ayant certainement poussé à l'extrême l'engouement des investisseurs pour les actifs risqués, tant il est probablement devenu insupportable pour beaucoup de manquer une opportunité de réaliser des plus-values dans un environnement de taux bas, alors que la Fed semble à nouveau prête à offrir un « put » gratuit favorisant la prise de risque maximale. Les investisseurs

privés sont largement investis et optimistes, les positions nettes longues des « futures » sur la plupart des indices américains des traders atteignent des sommets, les flux de fonds en direction des fonds actions sont à nouveau élevés et la complaisance est à nouveau présente. Existe-t-il encore des investisseurs rationnels ou avons-nous tous baissé la garde en ne voulant plus considérer les risques en nous concentrant exclusivement sur les opportunités ?

Une manière de juger du degré d'euphorie des investisseurs privés est d'observer le niveau de l'indicateur CNN Fear and Greed Index qui se situe très proche de son maximum de 100 depuis quelques semaines. Il avait atteint un niveau de « greed » élevé avant la chute des actions en février 2018, puis en septembre. Mais d'autres mesures plus sérieuses, ratios fondamentaux et rationnels, soulignent la particularité de la situation présente dans les marchés financiers et le niveau de risque extrême qui a désormais été atteint. Les valorisations des actions sont effectivement à leurs plus hauts niveaux historiques selon diverses mesures, qui devraient pourtant alerter tout investisseur rationnel ne voulant pas lier le destin de ses placements à la seule poursuite des injections de liquidités de la Fed.

S&P 500 & P/E



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

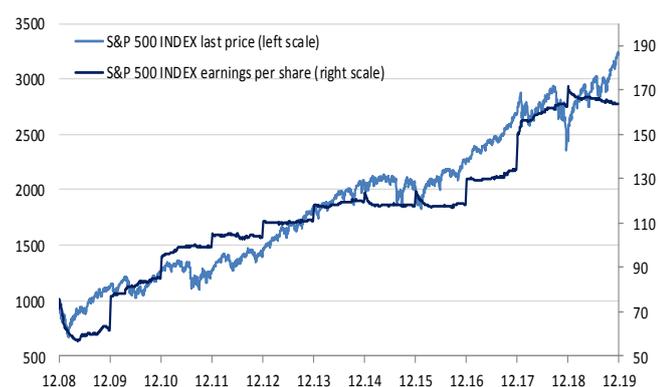
Pour preuve de l'extrême irrationalité de la situation présente, une comparaison aux mesures qui prévalaient il y a vingt ans juste avant l'éclatement de la bulle internet, la valorisation actuelle du S&P500 mesurée par le ratio Entreprise value to EBITDA a surpassé celui qui avait précédé le crash de 2000-2002. C'est également le cas du ratio Sales to EBITDA. Rappelons-nous que la Fed avait alors aussi indirectement poussé les valorisations des actifs financiers en injectant près de 100 milliards de dollars dans le système financier en prévention des risques potentiels inconnus du passage à l'an 2000. Le bilan de la Fed n'était alors que de 567 milliards en septembre 1999 et avait été augmenté de +17% à 668 milliards. La liquidité avait gonflé la bulle spéculative qui n'avait pas tardé à atteindre son zénith le trimestre suivant en 2000 avant de d'exploser dans un « bear market » de trois ans qui avait effacé les deux dernières années de hausse et près de -50% de capitalisation boursière.

Après ce pic de création monétaire, la Réserve fédérale avait tenté de normaliser ou de stériliser son action en réduisant à nouveau son bilan de 668 milliards à 579 milliards, créant l'environnement qui a accompagné la chute des actions.

Que peut-on craindre à brève échéance si les marchés dépendent de la liquidité ?

La hausse des marchés actions a donc été étroitement liée à l'évolution des taux d'intérêt et des politiques monétaires ultra accommodantes. On estime à environ 90% la progression de 2019 des cours due à ce facteur. Si on considère que dans un contexte de taux bas la valorisation élevée des actions peut cependant être acceptable comme certains modèles le soutiennent, le risque est donc centré sur l'évolution prochaine des taux d'intérêt et de la liquidité de banque centrale. Il apparaît pourtant clairement que la hausse exceptionnelle des marchés obligataires et notamment des investissements périphériques à la dette « investment grade » ne peut poursuivre indéfiniment sa progression.

Indice S&P500 et estimations de bénéfices



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Les injections monétaires du 4ème trimestre 2019 pourraient aussi, comme ce fut le cas en 2000 suite à l'action massive de 1999, être suivies d'une année de stabilisation du bilan de la Fed. En particulier si l'année 2020 tient ses promesses sur le plan conjoncturel, ce qui devrait être le cas après le retour des politiques monétaires sur l'avant-scène depuis l'été 2019.

La croissance du PIB de l'économie américaine pourrait bien encore approcher +2.2% cette année si aucun choc externe ne vient remettre en question les tendances actuelles. Les risques de récession devraient alors être totalement écartés et l'année 2020 devrait donc être caractérisée par un retour à la normale des anticipations sur le niveau adéquat des taux d'intérêt. La courbe des taux devrait aussi se normaliser sous l'impulsion d'un mouvement de hausse sur toutes les échéances, excepté sur les taux courts.

Taux à dix ans du Trésor américain



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Dès lors, si les taux d'intérêt remontent aux Etats-Unis graduellement de 1.8% à 2.5% par exemple sur les obligations du Trésor à dix ans, l'impact sur les marchés actions devrait très nettement être une surprise aux effets potentiels négatifs. Mais si cette hausse devait intervenir moins graduellement et plus rapidement les effets seraient alors plus brutaux. Si la croissance de la liquidité fournie par les banques centrales devait diminuer on peut donc craindre à brève échéance une correction significative des marchés actions d'une ampleur qui n'a pas été observée depuis longtemps. Alors faut-il déjà voir un signe de cette tendance dans la diminution de 4'173 milliards à 4'149 milliards de dollars du bilan de la Fed durant la première semaine de l'année 2020 ?

Quoi qu'il en soit, il n'est pas non plus exclu que la Réserve fédérale conserve un biais positif et poursuive ses injections de liquidités au cours des prochains mois à un rythme sensiblement inférieur, mais suffisant pour permettre aux actifs risqués de poursuivre une tendance haussière. Il est aussi possible que les attentes de croissance des bénéfices de +10% en 2020 se concrétisent finalement et soutiennent le niveau extrême des marchés.

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

BBGI Group
Rue Sigismond Thalberg 2
1201 Genève - Suisse
T+4122 5959 611 - F+4122 5959 612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch