



Analyse macroéconomique trimestrielle

Contexte de défiance, situation favorable pour les actifs risqués

Q4 2018

Cette présentation est strictement confidentielle et exclusivement réservée à l'attention de son destinataire. Une attention particulière a été portée quant à la nature claire, exacte et non trompeuse des informations fournies dans le présent document. Toutes les performances, résultats, chiffres divers présentés dans ce document, ainsi que l'ensemble des informations qu'il contient sont de source interne ou spécifiée, et sont susceptibles de comprendre des erreurs, des omissions et des approximations. Les résultats qui peuvent être présentés ne constituent par ailleurs aucunement une indication sur la performance future d'un placement financier. Elle ne peut être transmise à quiconque, que ce soit en totalité ou même en partie. Elle est par ailleurs réservée à des individus ou des entreprises ayant une certaine expertise dans le domaine de la finance, avertis et connaisseurs des risques inhérents aux investissements financiers sur les marchés de capitaux. Les données chiffrées, commentaires et analyses présentés reflètent le sentiment de LM INVEST FRANCE sur les marchés, leur évolution, leur réglementation et leur fiscalité, compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations possédées à ce jour. La valeur de tout placement peut aussi bien diminuer qu'augmenter. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Il appartient à chaque investisseur de procéder, sans se fonder exclusivement sur les informations qui lui ont été fournies, à sa propre analyse des risques, en s'entourant, au besoin, de l'avis de tous les conseils spécialisés en la matière. LM INVEST FRANCE est une société immatriculée en tant que CIF auprès de l'ORIAS (www.orias.fr) sous le numéro 18004577. Membre de la CNCIF, association agréée par l'AMF. Ce document est la propriété de LM INVEST FRANCE. Toute utilisation de ce document non conforme à sa destination, toute diffusion totale ou partielle à des tiers est interdite, sauf accord exprès de LM INVEST FRANCE. La responsabilité de LM INVEST FRANCE, de ses filiales ou de ses préposés ne saurait être engagée du fait d'une utilisation, d'une diffusion totale ou partielle de ce document non conforme à sa destination. Toute reproduction totale ou partielle de ce document, des logos, des marques ou de tout élément figurant sur ce document est interdite sans autorisation préalable de LM INVEST FRANCE. De même, tout droit de traduction, d'adaptation et de reproduction partielle ou totale est interdit sans son consentement. La responsabilité de LM INVEST FRANCE, de ses filiales ou de ses préposés ne saurait être engagée du fait d'une utilisation de ce document non conforme à sa destination.

Conclusions

Contexte de défiance, situation favorable pour les actifs risqués

- Quel est le niveau de risque objectif sur les marchés ? **Il n'est pas très élevé.**
Ce niveau de risque demeure contenu, malgré le mouvement baissier sur les actifs risqués observé en octobre. Nos indicateurs sont stables, les *spreads* de crédit, et notamment interbancaires, ne montrent pas de signe de dégradation.
- Quelle est le contexte économique global ? **Excellent à stable aux Etats-Unis et en Chine, plus mitigé en Europe.**
Satisfaisante aux Etats-Unis et en Chine, la situation économique est en revanche plus préoccupante en zone euro. L'omniprésence du risque politique y grippe la nécessaire mécanique de confiance des producteurs et des consommateurs. La question de l'inflation aux Etats-Unis est centrale : elle ne montre pas de signe d'emballement.
- Quel est le niveau de risque perçu par les investisseurs et pris en compte dans les prix des actifs cotés européens ? **Elevé.**
Ce niveau est assez élevé. Tant en absolu, sur une base historique, que relativement aux obligations et à beaucoup d'autres actifs, les marchés actions ne sont pas très chers. Un certain nombre de données techniques tendent par ailleurs à montrer que les investisseurs sont prudents.
Le contexte de marché en Europe est celui d'une sous-capitalisation chronique des sociétés cotées, sans acheteurs finaux. La capitalisation boursière européenne représente 43% du PIB de la zone euro, contre 143% aux US. Ce phénomène crée les conditions d'une grande fragilité des marchés, il accentue les mouvements de baisse des marchés mondiaux et favorise des mouvements aléatoires donnant lieu à d'énormes distorsions de valeur.

Quel est le niveau de risque objectif sur les marchés ?

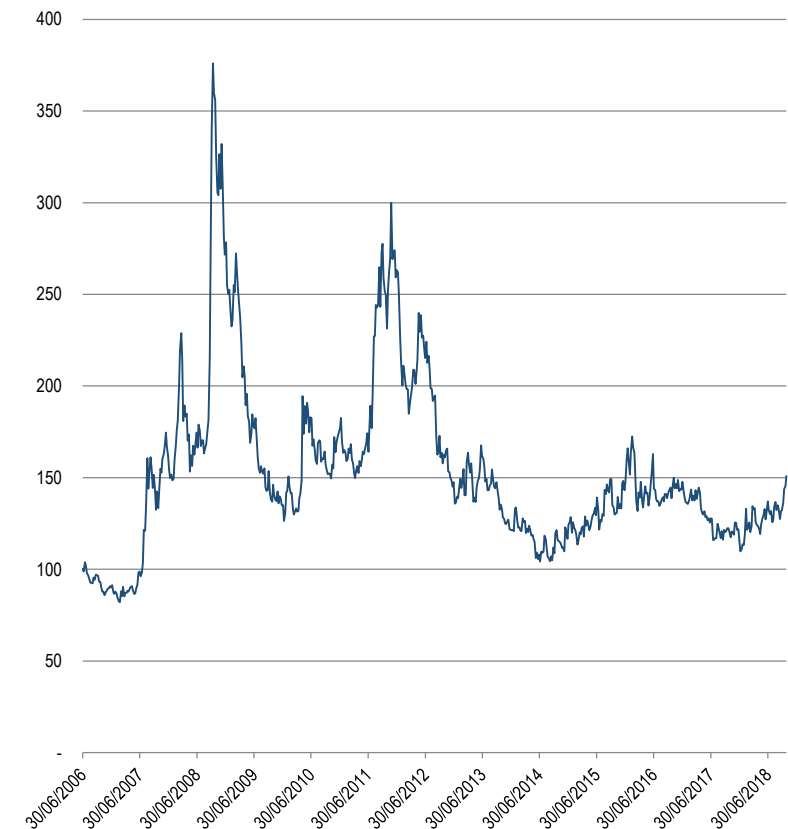
Il n'y a pas de dégradation de la mégastucture du marché

Quel est le niveau de risque objectif sur les marchés ?

Le niveau de risque global demeure contenu : indicateur LMIF

- **Globalement**, l'environnement de risque demeure assez favorable à la détention d'actifs risqués, même si l'on ne peut nier la hausse récente.
- **Les *spreads* interbancaires** sont stables : il n'y a pas de tensions dans les écarts entre taux interbancaires et taux d'emprunts d'Etat, que ce soit aux Etats-Unis ou en zone euro.
- **Les *spreads* bancaires** sont également stables.
- **Les *spreads* des signatures privés** sont globalement stables, même s'il y a eu quelques tensions en cours de trimestre.
- **Les volatilités implicites** sont en hausse.
- **Les dispersions sectorielles et indicielles** se dégradent, en défaveur des plus petites capitalisations et des secteurs les plus cycliques.
- **Techniquement** enfin, les indices sont neutres et ne font pas état d'une situation de sur-achat.

Indicateur de risque agrégé, données hebdos depuis 2006, source Bloomberg



Quel est le niveau de risque objectif sur les marchés ?

Le niveau de risque global demeure contenu : indice de stress financier de la Réserve Fédérale de Saint-Louis

- La Réserve fédérale de Saint Louis publie un indicateur agrégeant un certain nombre de paramètres de risque détaillés ci-contre.
- Elle en réalise une moyenne, qui permet, tout comme notre indicateur, d'évaluer le risque global, et, surtout, de comparer ce niveau de risque avec le passé afin d'avoir du recul sur la situation actuelle.
- Il en découle, de manière objective, que la situation actuelle n'est pas très risquée.

Indicateur de risque agrégé de la Réserve fédérale de Saint Louis, données hebdomadaires depuis 1994, source : site internet <https://fred.stlouisfed.org/series/STLFSI>

Trois types d'indicateurs examinés :

- 1/ Taux d'intérêt.
- 2/ Spreads de crédit.
- 3/ Autres indicateurs.



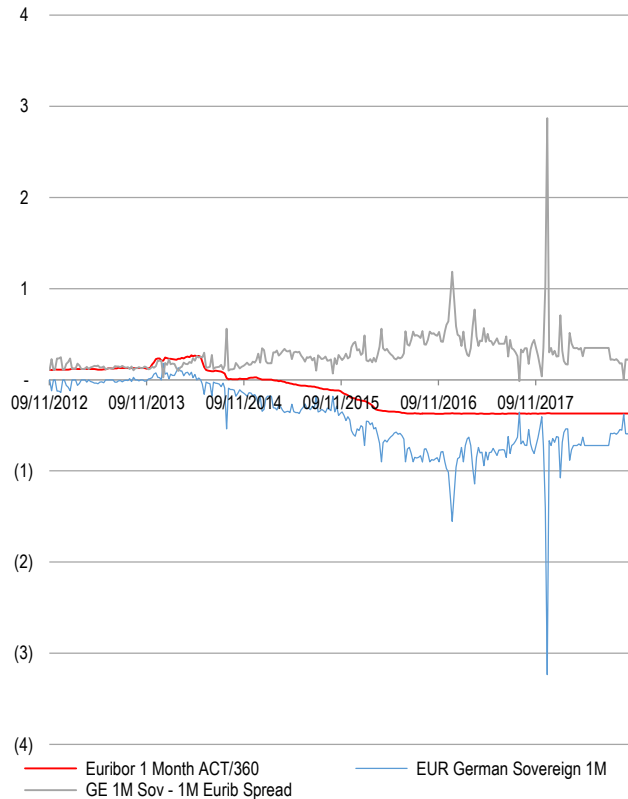
Federal Reserve Bank of St. Louis, St. Louis Fed Financial Stress Index [STLFSI], <https://fred.stlouisfed.org/series/STLFSI>

STLFSI Key	
Label in Chart	Series
FedFund	Effective federal funds rate
Treas2y	2-year Treasury
Treas10y	10-year Treasury
Treas30y	30-year Treasury
BAA	Baa-rated corporate
Mlynch_HighYld_MasterII	Merrill Lynch High-Yield Corporate Master II Index
Mlynch_BBBAA	Merrill Lynch Asset-Backed Master BBB-rated
YieldCurve_10yr3mo	Yield curve: 10-year Treasury minus 3-month Treasury
Corp_CRS	Corporate Baa-rated bond minus 10-year Treasury (<i>corporate credit risk spread</i>)
HighYield_CRS	Merrill Lynch High-Yield Corporate Master II Index minus 10-year Treasury (<i>high-yield credit risk spread</i>)
LiborOIS_3mo	3-month London Interbank Offering Rate–Overnight Index Swap spread (<i>3-month LIBOR-OIS spread</i>)
TED	3-month Treasury-Eurodollar spread (<i>TED spread</i>)
CPS_3mo	3-month commercial paper minus 3-month Treasury bill (<i>commercial paper spread (3-month)</i>)
EMBI	J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index Plus
VIX	Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index (<i>VIX</i>)
Mlynch_BMVL_1mo	Merrill Lynch Bond Market Volatility Index (1-month)
BIR_10yr	10-year nominal Treasury yield minus 10-year Treasury Inflation Protected Security yield (<i>breakeven inflation rate (10-year)</i>)
SP500_FI	S&P 500 Financials Index

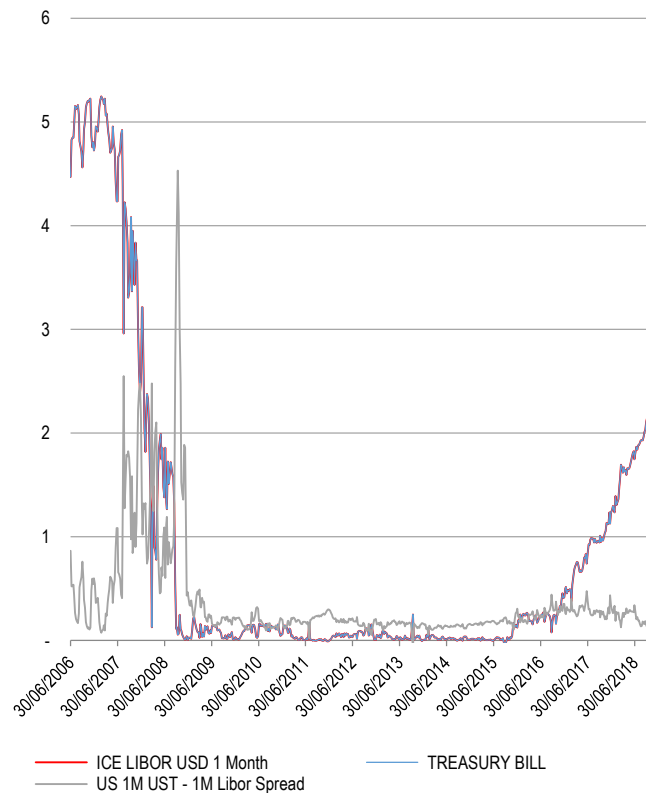
Quel est le niveau de risque objectif sur les marchés ?

Pas de problèmes de liquidité sur les taux interbancaires et taux d'emprunts d'Etat

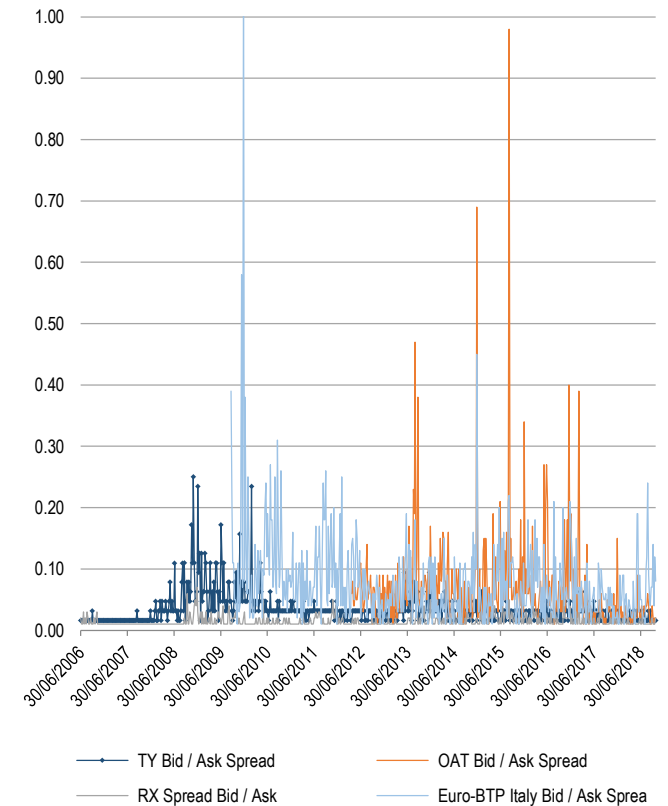
Taux d'emprunt interbancaire européen à 1 mois, taux d'emprunt d'Etat allemand à 1 mois, et différence entre les deux : courbe grise. Les deux taux évoluent en phase, la courbe grise est donc stable.



Taux d'emprunt interbancaire américain à 1 mois, taux d'emprunt US à 1 mois, et différence entre les deux : courbe grise. Les deux taux évoluent en phase, la courbe grise est donc stable.

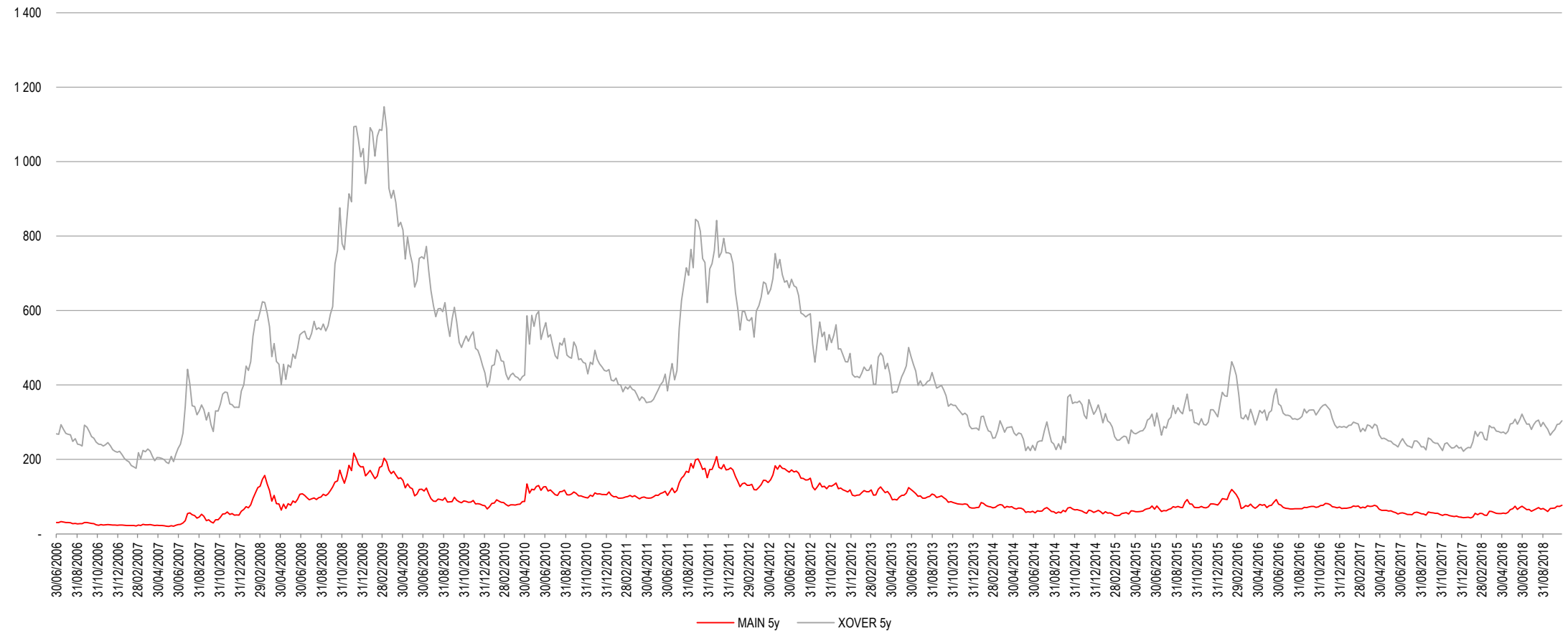


Observation des prix offerts et demandés sur obligations d'Etat à 10 ans pour les pays : Etats-Unis, Allemagne, France et Italie. Pour les deux premiers, jamais de problème de liquidité. Pour les deux seconds, des problèmes récurrents.



Quel est le niveau de risque objectif sur les marchés ?

Légères tensions sur les spreads de crédit



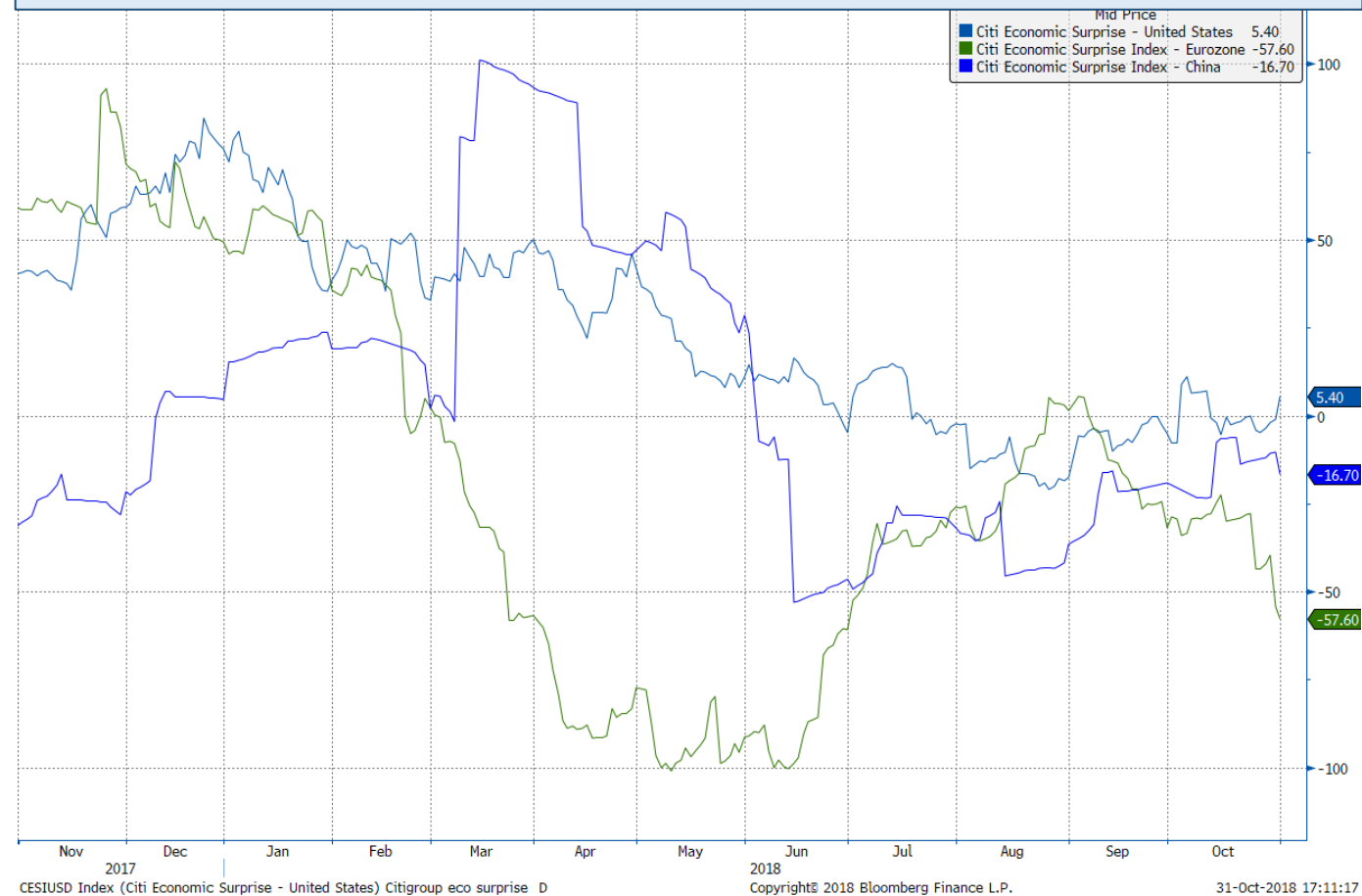
Contexte économique global

Un contexte satisfaisant, redressement des indicateurs de surprise économique

Quel est le contexte économique global ?

Indice Citigroup de surprise économique en zone euro : nette reprise depuis le mois de juin 2018

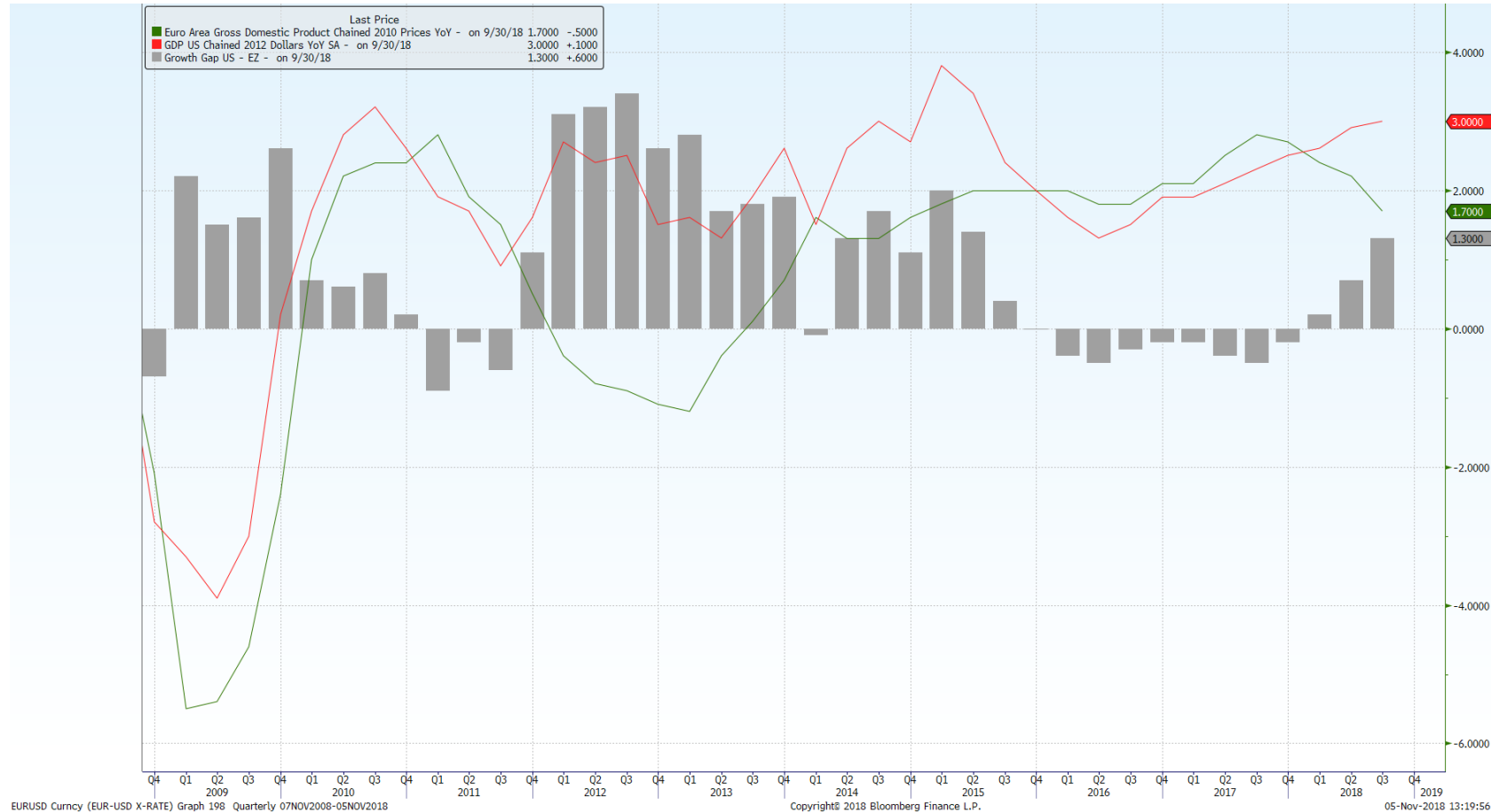
Indices Citigroup de surprise économique, depuis un an, source Bloomberg, pour les zones ou pays : Etats-Unis, Eurozone et Chine. Alors qu'une guerre commerciale est déclarée entre US et Chine, c'est l'Europe qui en pâtit !



- **Pas d'inquiétude sur l'économie américaine** : la croissance est stable, l'inflation maîtrisée, tout comme la récente hausse des taux à 10 ans > 3.00%. Il n'y a aucune indication suffisamment claire de début de fin de cycle.
- L'économie chinoise : dans le fond, les indicateurs dont nous disposons **ne sont pas si mauvais**.
- **Nette dégradation au sein de la zone euro**, notamment du fait d'indicateurs de confiance, tant du consommateur que du producteur. Cela est-il du au risque politique italien ?
- C'est un comble : une guerre commerciale est censée avoir lieu entre US et Chine, et c'est la zone euro qui faiblit.

Quel est le contexte économique global ?

Ralentissement (de la croissance) en Europe depuis la fin de l'année 2017



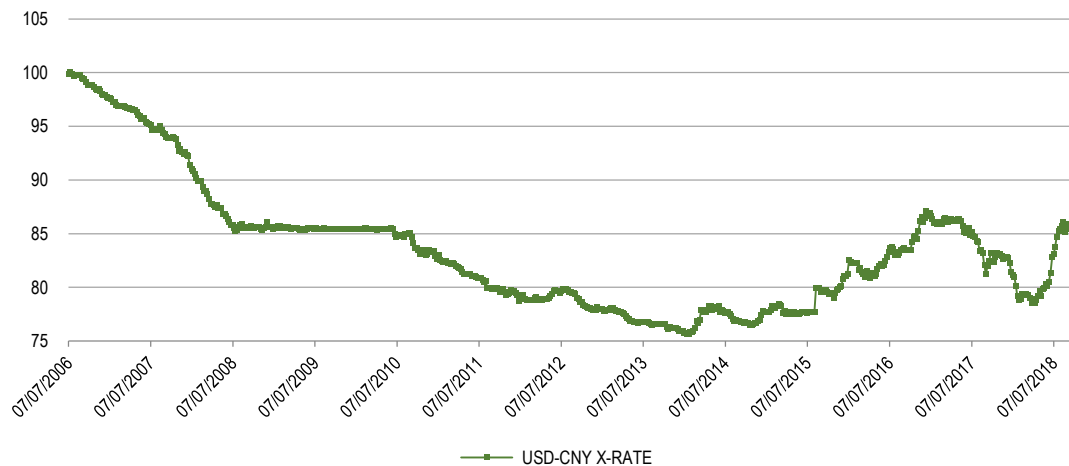
- Les données de croissance trimestrielles calculées d'une année sur l'autre (yoy) aux Etats-Unis et en Europe montrent que les Etats-Unis sont actuellement sur un rythme de croissance de 3.0% aux US contre 1.7% en Europe.
- La période de surperformance ZE > US aura été une courte parenthèse.

Quel est le contexte économique global ?

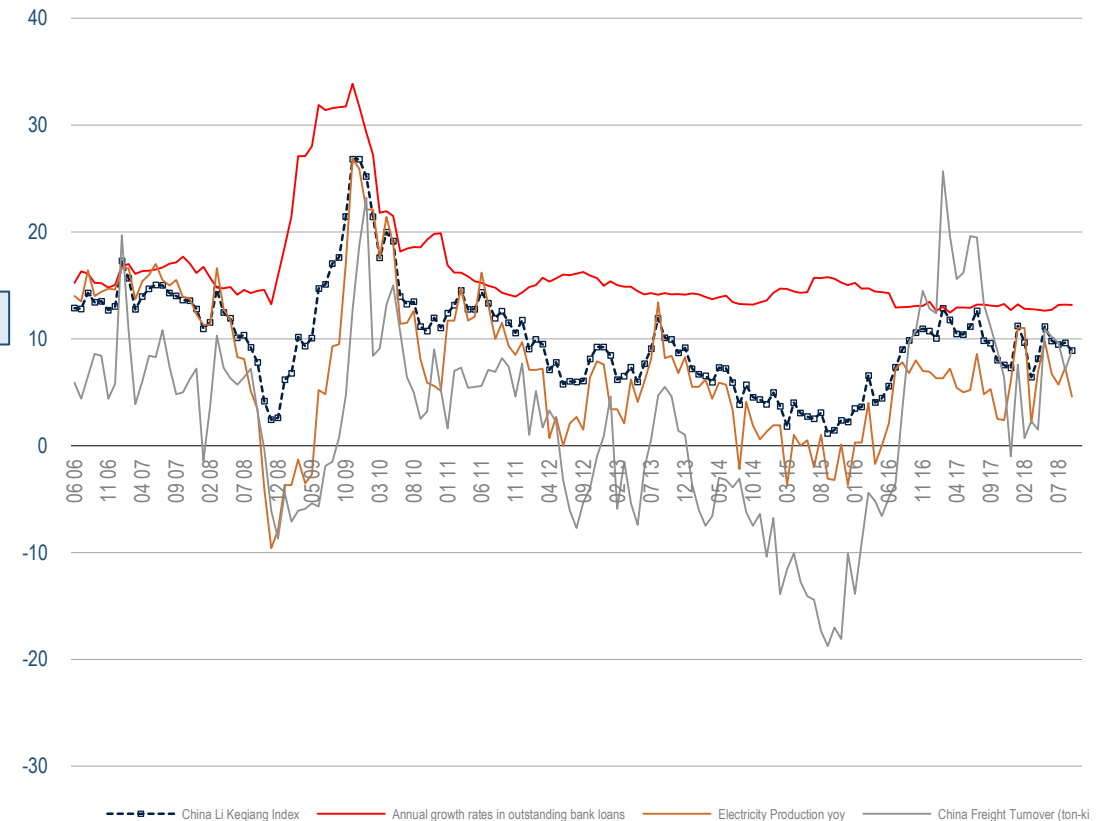
Les indicateurs économiques chinois montrent une certaine stabilisation

- L'indicateur China Li Keqiang se stabilise. Par contre, la devise chinoise reste sous pression depuis le mois de mars 2018. Cette baisse contre le USD est d'ailleurs concomitante avec la baisse des indicateurs de surprise économique.
- Si ceux-ci sont un bon indicateur avancé, alors on devrait voir le CNY s'apprécier à nouveau contre USD dans les mois à venir.

Evolution de la devise chinoise CNY contre USD, données hebdomadaires depuis 2006, source Bloomberg



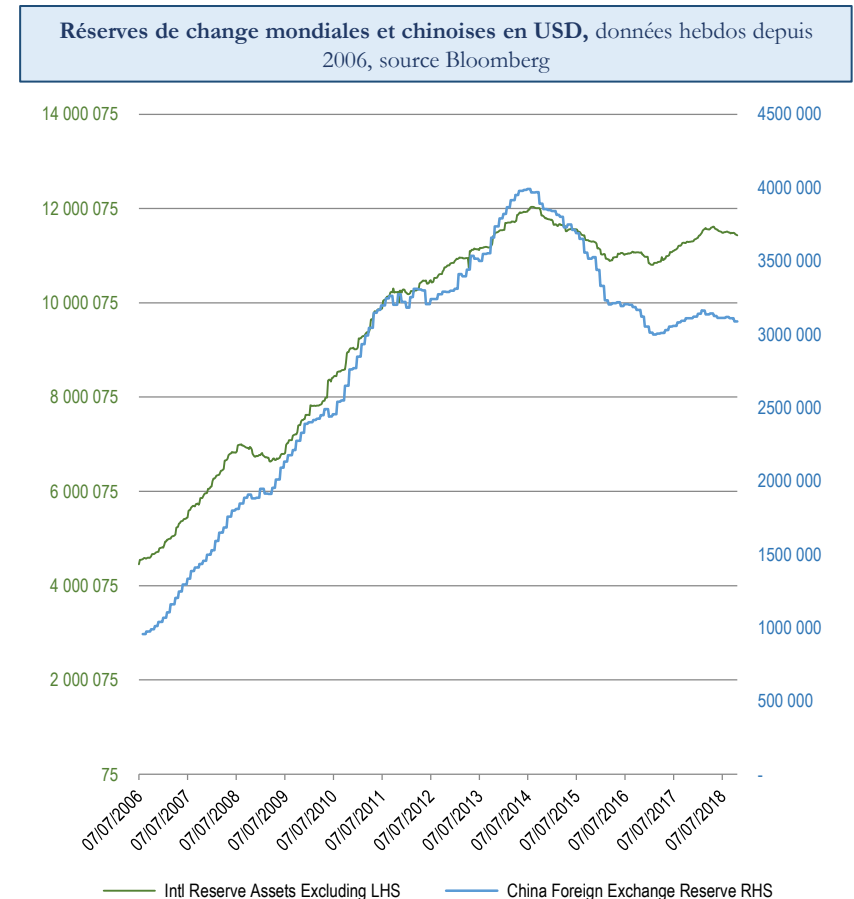
Indice China Li Keqiang Index (évolution agrégée des emprunts bancaires, production d'électricité et fret), données mensuelles depuis 2006, source : Bloomberg.



Quel est le contexte économique global ?

Les réserves de change mondiales baissent à nouveau depuis l'été 2018

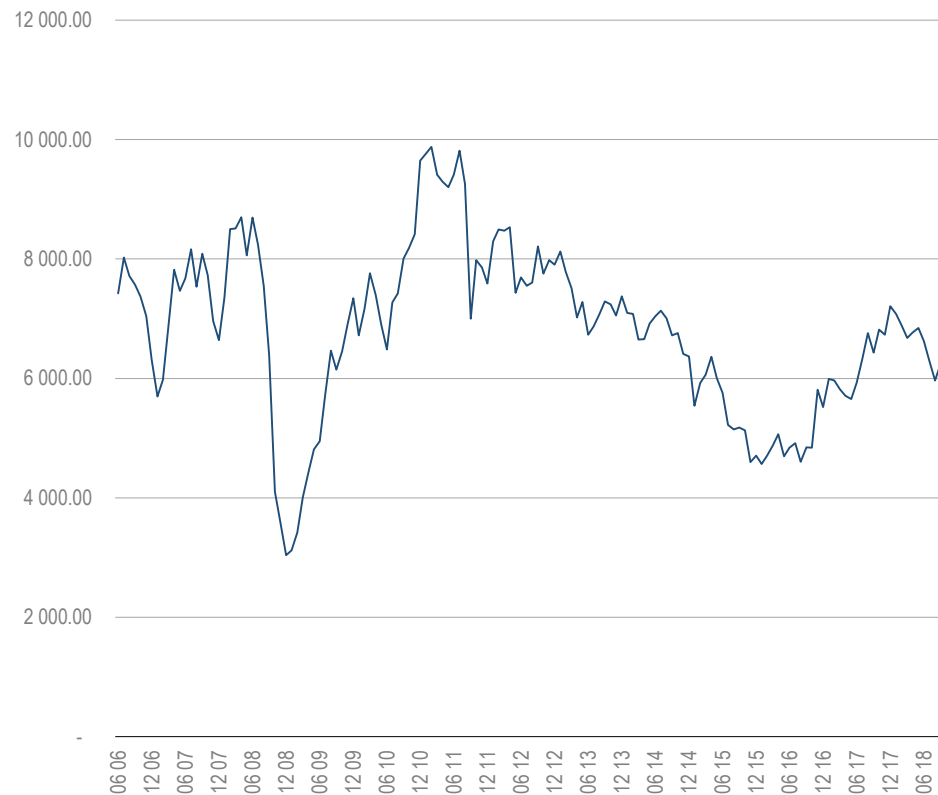
- Après une hausse ininterrompue depuis 2006, les réserves de change mondiale ont connu un pic en juin 2014. Elles n'ont jamais depuis atteint à nouveau ce niveau maximum de l'ordre de 12.000Mds\$, dont 4,000Mds\$ pour la Chine.
- Entre juin 2014 et novembre 2016, ces réserves ont nettement décru, avant que leur niveau ne se reconstitue depuis le mois de novembre 2016, date de la prise de fonction du nouveau président américain.
- Dans la première moitié de l'année 2018, ces réserves étaient stables, mais on constate depuis l'été un nouveau mouvement d'affaiblissement.
- Le niveau des réserves de change mondiales constituées grâce à l'activité commerciale internationale, a cessé de progresser. Il pourrait être le symptôme d'un tassement de la croissance mondiale.



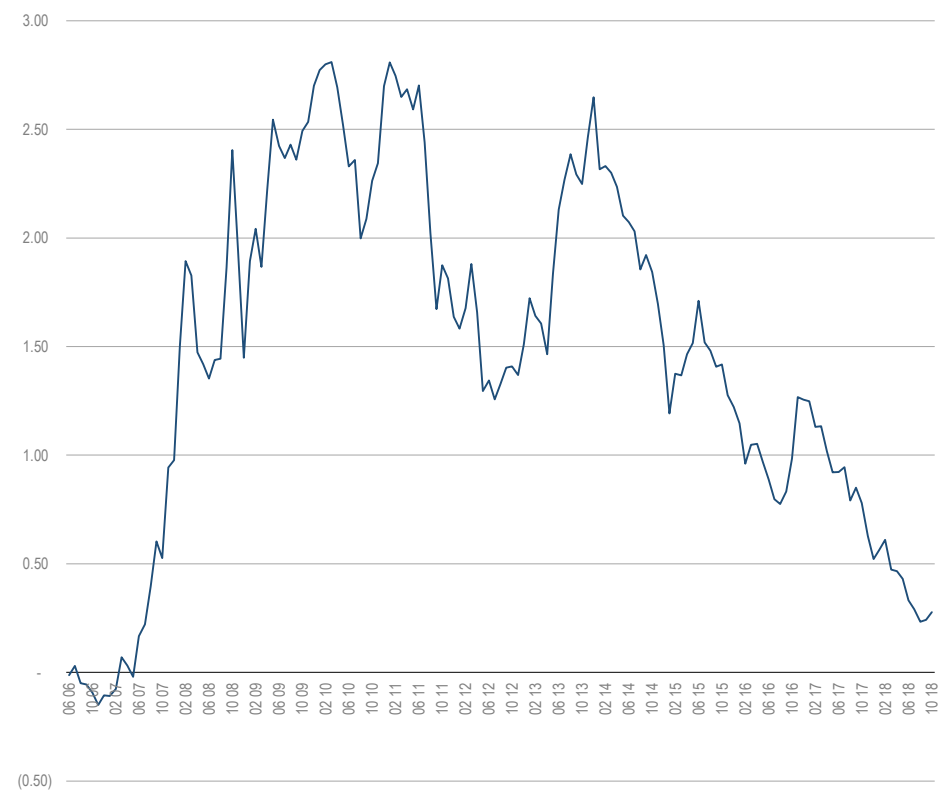
Quel est le contexte économique global ?

D'autres signes d'un ralentissement : indicateurs avancés et forme de la courbe des taux américaine

Cours du cuivre, USD, données hebdomadaires depuis 2006, source Bloomberg
Depuis le début de l'année 2018, à nouveau des signes de faiblesse.



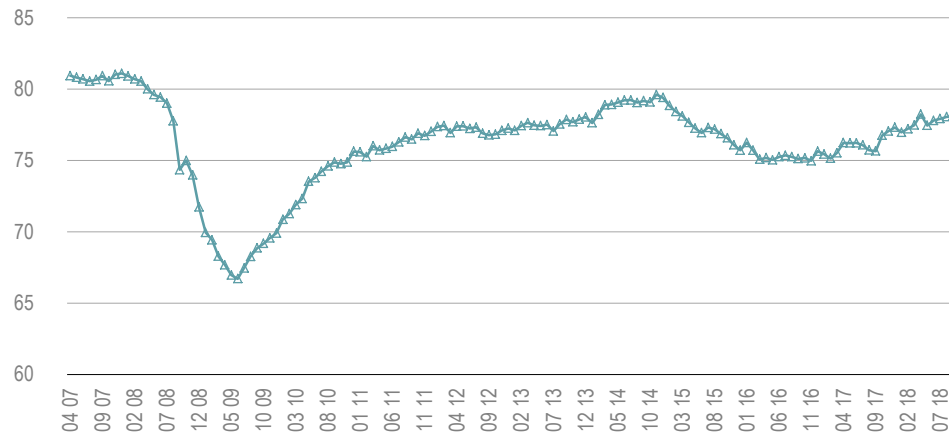
Forme de la courbe des taux américaines 10 ans – 2 ans, données hebdomadaires, 2006, source Bloomberg : un tel phénomène d'aplatissement n'est jamais bon, de l'aveu même de Powell.



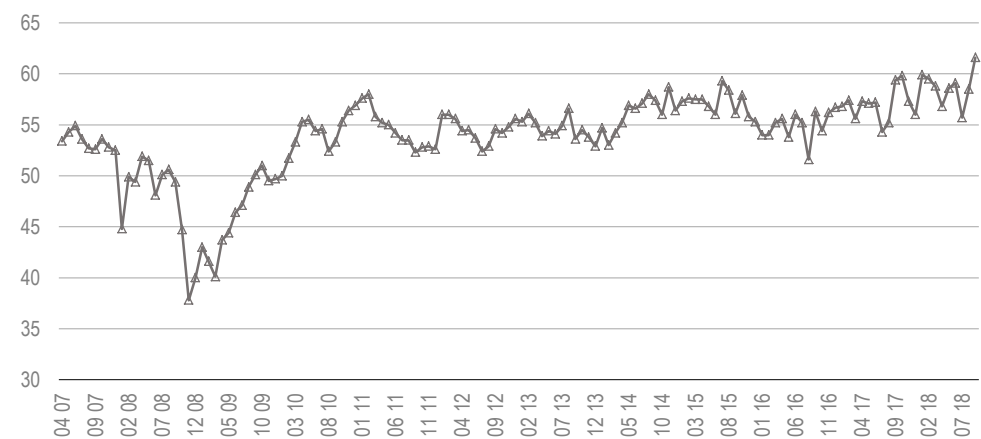
Quel est le contexte économique global ?

Aux Etats-Unis cependant, les incertitudes sont à relativiser : il n'y a pas de signe de retournement du cycle

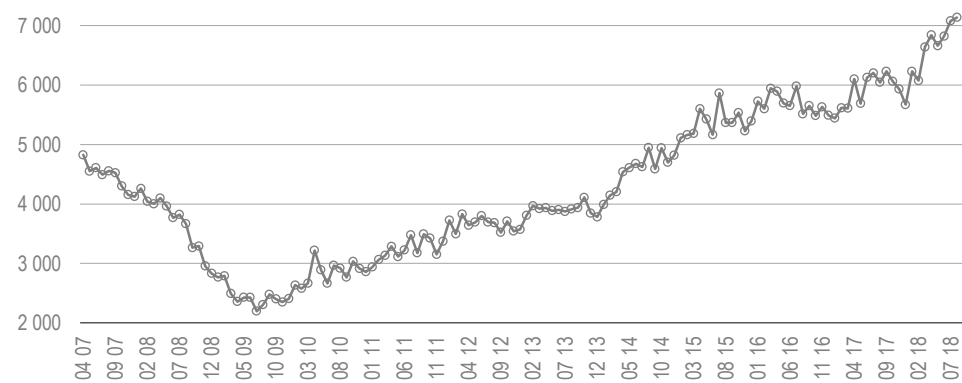
Taux d'utilisation des capacités. Il remonte vers le niveau clé pour la Fed de 80%.



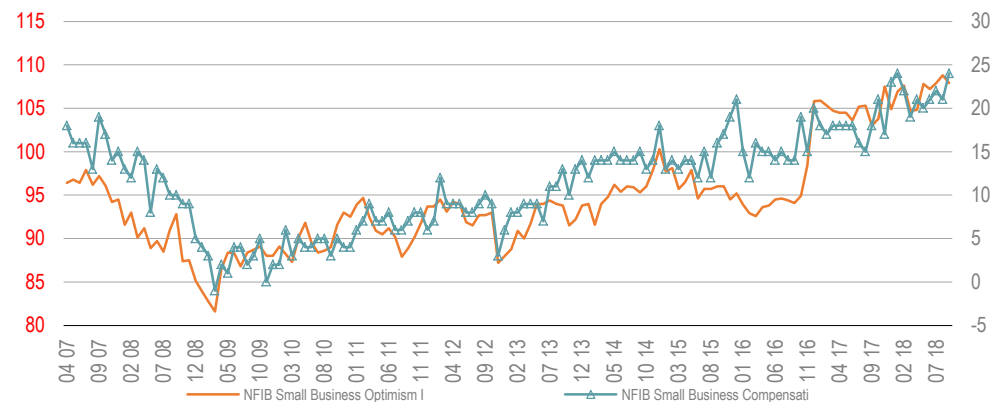
ISM Non Manufacturier. A son plus haut niveau.



Emplois vacants. Plus de 7M de postes sont vacants aux Etats-Unis.



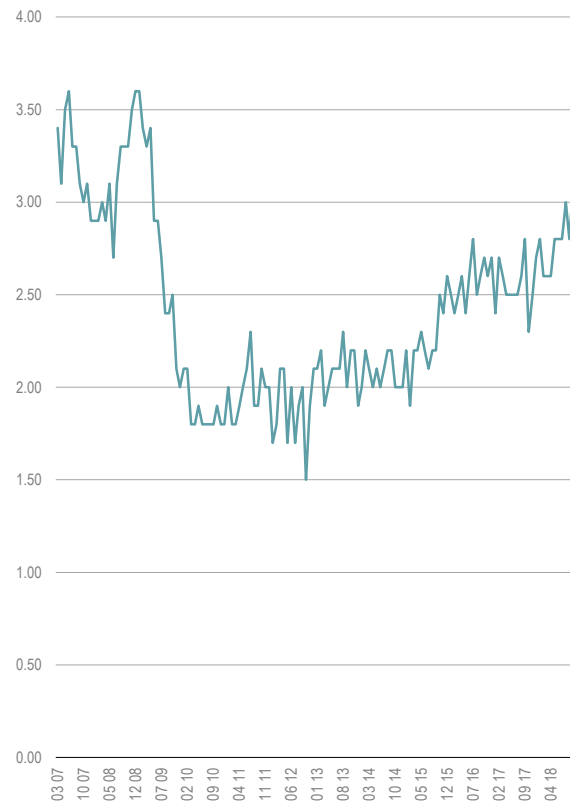
Petites entreprises américaines. Leurs dirigeants sont très positifs pour l'avenir.



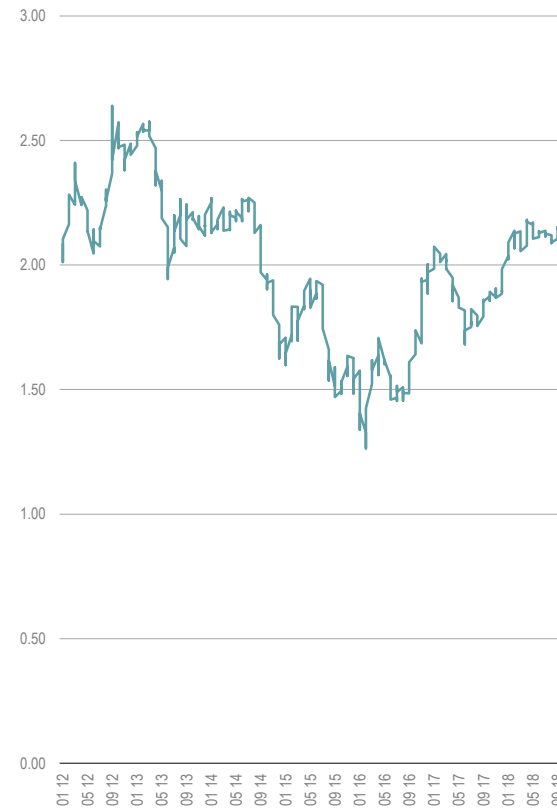
Quel est le contexte économique global ?

Inflation en hausse aux Etats-Unis, mais le niveau demeure contenu

Indice d'inflation PCE aux Etats-Unis
données mensuelles, depuis 1990, source Bloomberg



Taux breakeven inflation aux Etats-Unis
Données hebdo, depuis 2012, source Bloomberg



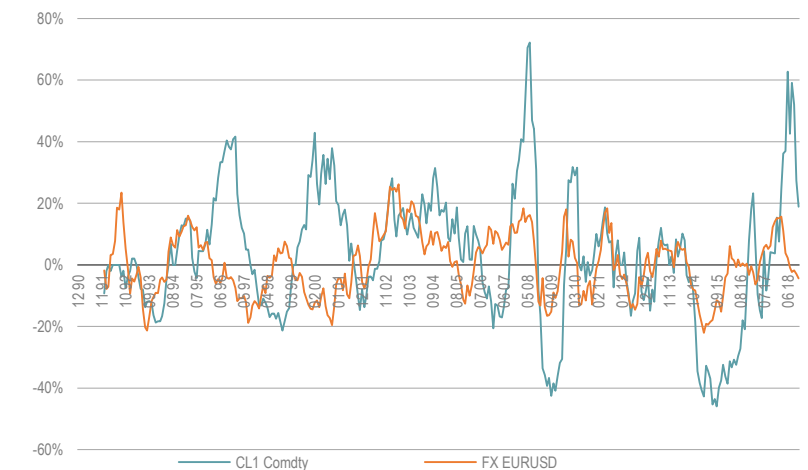
- **Les déterminants de la « vraie » inflation**

- ↑ Evolution des salaires horaires.
- ↑ Evolution de l'emploi et des postes vacants.
- ↑ Evolution des anticipations d'embauches et d'augmentations salariales.

- **Les déterminants de la « fausse » inflation**

- ↓ Evolution sur une année des cours des matières premières.
- ↓ Evolution sur une année des cours des devises.

Evolution sur un an glissant des prix du pétrole (WTI) et de la parité EUR/USD
Données mensuelles, depuis 1990, source Bloomberg



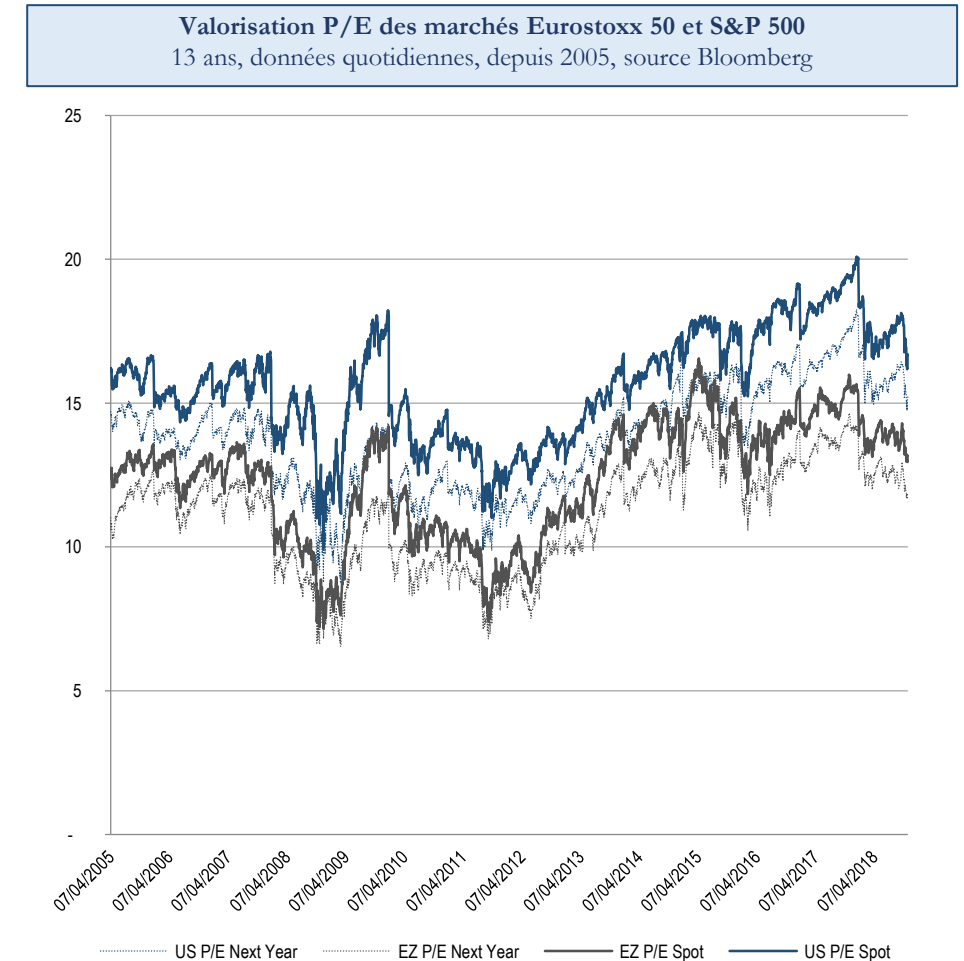
Quel est le niveau de risque perçu par les investisseurs et pris en compte dans les prix ?

Ce niveau est élevé

Valorisation absolue des marchés actions

Observation historique : A 15x P/E US et 12x P/E Eurostoxx, les marchés sont à leur niveau de valorisation de long terme

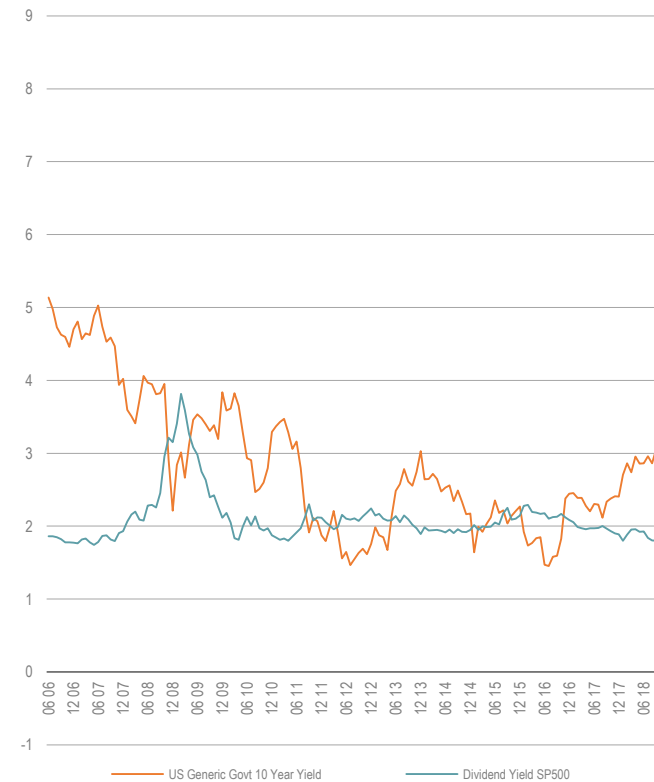
- Depuis le début de l'année 2018, les profits des entreprises ont nettement progressé tandis que les indices actions ont stagné (US) ou baissé (Eurostoxx).
- En conséquence, d'un point de vue historique, les marchés ne sont pas particulièrement chers, leur valorisation est totalement en ligne avec la moyenne des 15 dernières années.
- Au sein des indices européens, le secteur bancaire accuse en 2018 un retard important, du fait d'une performance désastreuse de l'ordre de -15%. **Le secteur ne se paye plus que 64% de sa valeur d'actif, contre 83% à la fin de l'année 2017** (source Bloomberg).
- L'analyse par indice n'est pas très pertinente mais elle permet de constater que la valorisation du marché, qui serait trop haute ou trop basse, n'est pas vraiment un argument.



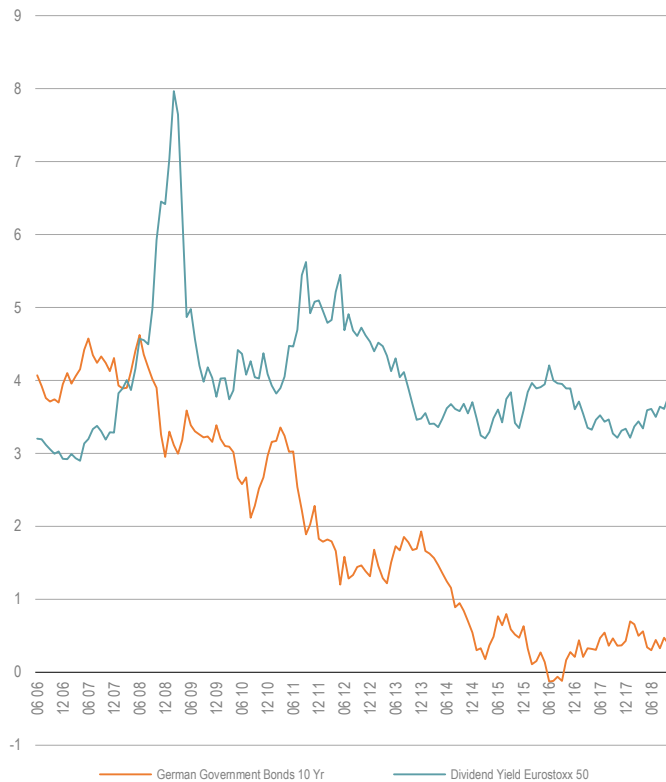
Valorisation relative des marchés actions, par rapport aux obligations

Dans cette optique, les marchés actions européens apparaissent bon marché, ou les marchés obligataires trop chers

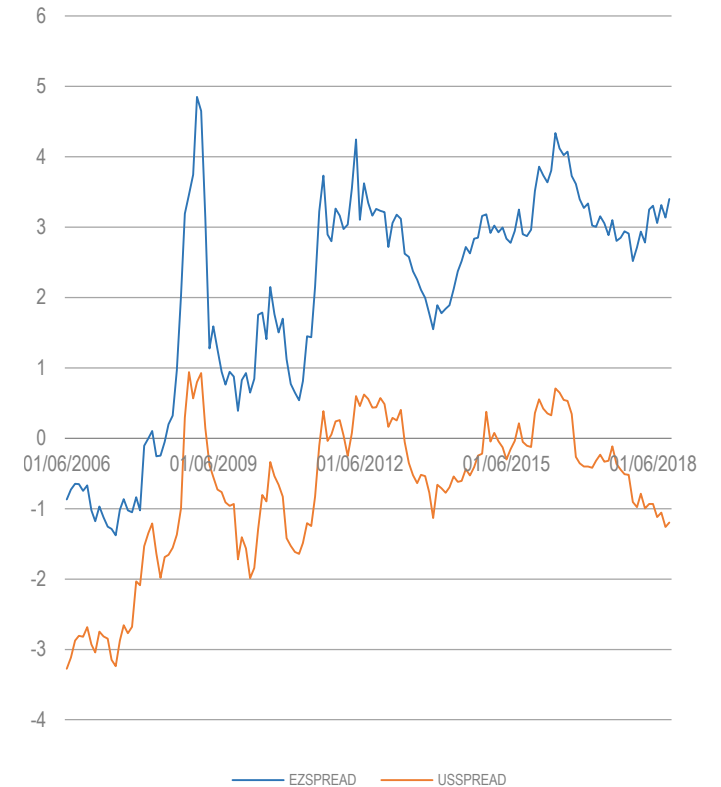
Etats-Unis. Taux de rendement des dividendes versés au sein de l'indice S&P 500 et taux d'intérêt à 10 ans des obligations d'Etats.



Zone euro. Taux de rendement des dividendes versés au sein de l'indice Eurostoxx 50 et taux d'intérêt à 10 ans des obligations allemandes.



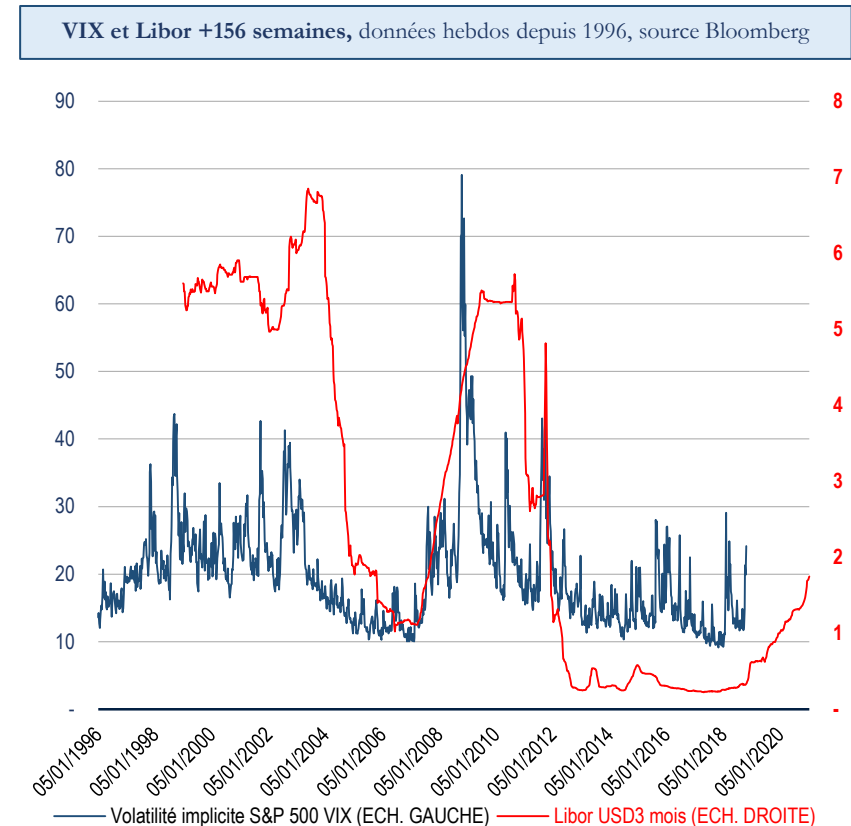
Ecarts entre rendement des indices actions et taux d'emprunt d'Etat aux Etats-Unis en en zone euro. De ce point de vue, la détention est plus favorable en ZE qu'aux US.



Quel est le niveau de risque perçu par les investisseurs et pris en compte dans les prix ?

La hausse des taux directeurs aux Etats-Unis va de toute façon impacter le niveau de volatilité implicite

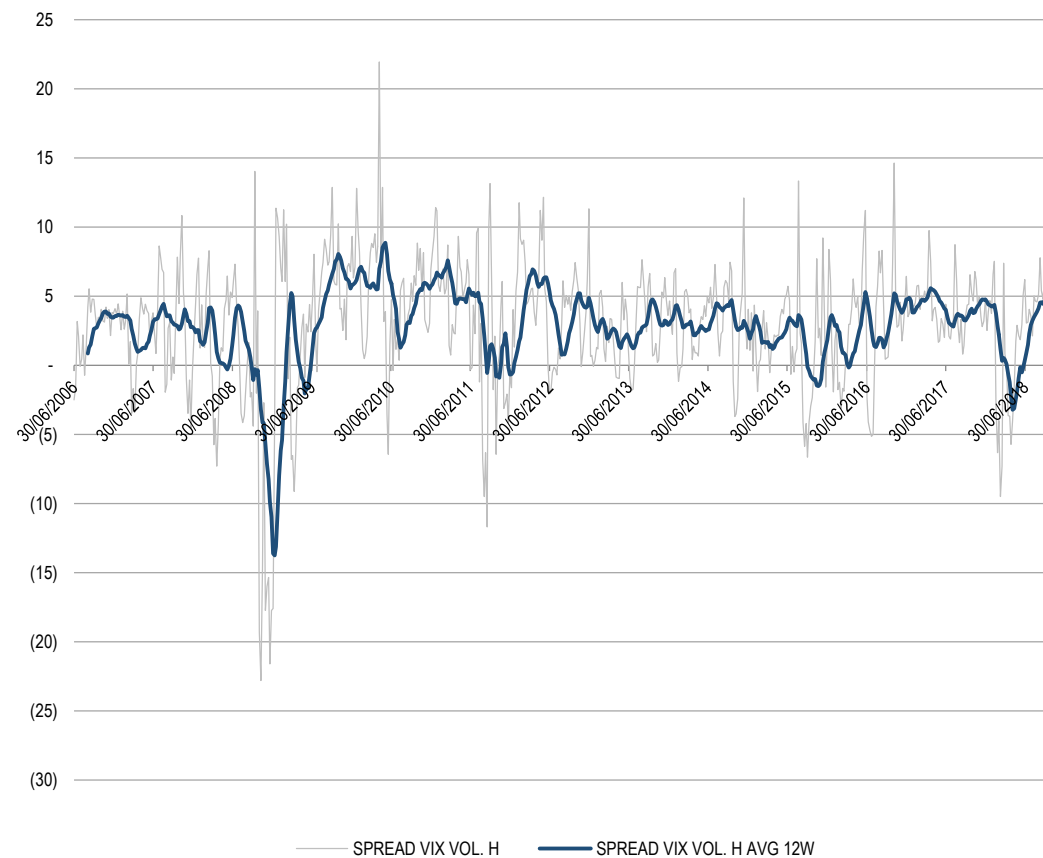
- La comparaison entre le niveau des taux directeurs américains et la volatilité implicite du marché des actions, telle que présentée dans le graphe ci-contre, vient rappeler qu'en théorie, ceux-ci devraient devenir plus volatils dans les années à venir.
- On constate sur assez longue période que le « retard » entre les deux phénomènes est de l'ordre de trois ans, d'où le fait que le taux Libor est avancé de 156 semaines dans le graphe ci-contre.
- La logique sous-jacente à un tel raisonnement est théorique, elle tient aux opportunités d'arbitrage, plus ou moins onéreuse à exploiter en fonction du coût de l'argent. Lorsque celui-ci est faible, les opportunités sont arbitrées plus rapidement, plus facilement, et de façon moins coûteuse.
- C'est l'inverse lorsque celui-ci est plus élevé.
- Depuis que nous avons présenté cette analyse en 2015, plusieurs pics de volatilité ont déjà été constatés.



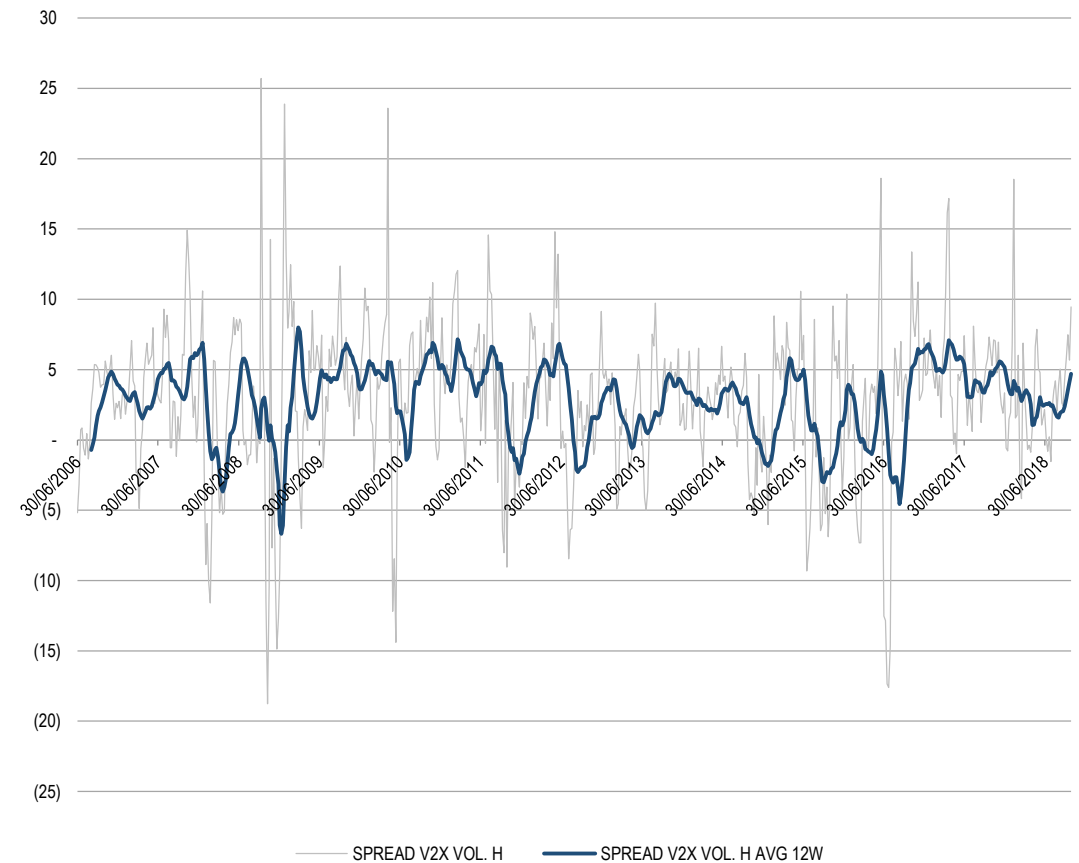
Quel est le niveau de risque perçu par les investisseurs et pris en compte dans les prix ?

Implicite, les marchés ont pris en compte une situation assez grave

Etats-Unis Spread de volatilité entre Volatilité implicite et volatilité historique. Plus de 5 points de spread à la fin du mois d'octobre – source Bloomberg.

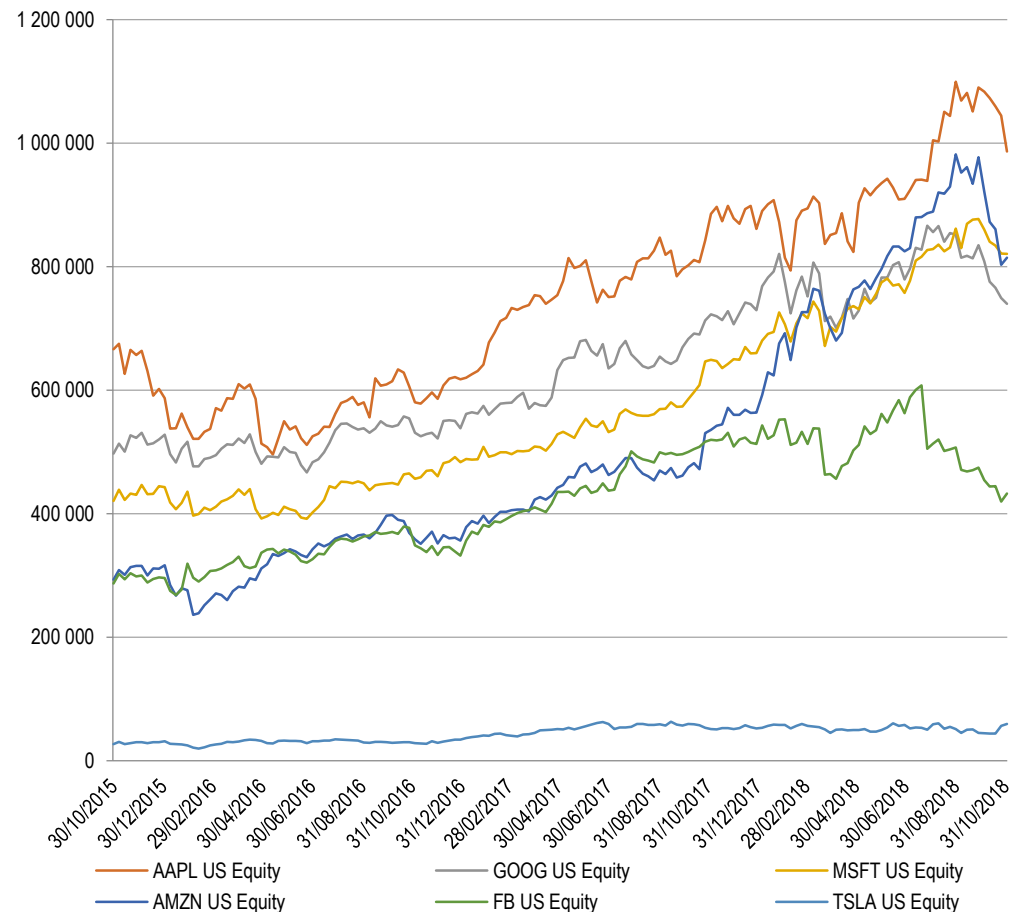


Europe Spread de volatilité entre Volatilité implicite et volatilité historique. Environ 5 points de spread à la fin du mois d'octobre – source Bloomberg.



Valorisation du prix des valeurs technologiques américaines

Cette valorisation est très difficile à établir. Elle atteint récemment de nouveaux sommets à 4,354kMds\$.



- La valorisation du secteur doit nécessairement être suivie, car les montants en jeu sont tels qu'ils impactent l'ensemble du marché.
- Sur le seul mois d'octobre 2018, cette valorisation est passée de 4,354kMds\$ à 3,907kMds\$, une baisse de valeur de 447Mds\$.
- De manière plus générale, une approche sectorielle, puis par valeur au sein de chaque secteur, est indispensable, notamment en Europe, où les dispersions sont très fortes.

Avertissement

Cette présentation est strictement confidentielle et exclusivement réservée à l'attention de son destinataire. Une attention particulière a été portée quant à la nature claire, exacte et non trompeuse des informations fournies dans le présent document. Toutes les performances, résultats, chiffres divers présentés dans ce document, ainsi que l'ensemble des informations qu'il contient sont de source interne ou spécifiée, et sont susceptibles de comprendre des erreurs, des omissions et des approximations. Les résultats qui peuvent être présentés ne constituent par ailleurs aucunement une indication sur la performance future d'un placement financier.

Elle ne peut être transmise à quiconque, que ce soit en totalité ou même en partie. Elle est par ailleurs réservée à des individus ou des entreprises ayant une certaine expertise dans le domaine de la finance, avertis et connaisseurs des risques inhérents aux investissements financiers sur les marchés de capitaux.

Les données chiffrées, commentaires et analyses présentés reflètent le sentiment de LM INVEST FRANCE sur les marchés, leur évolution, leur réglementation et leur fiscalité, compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations possédées à ce jour. La valeur de tout placement peut aussi bien diminuer qu'augmenter. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Il appartient à chaque investisseur de procéder, sans se fonder exclusivement sur les informations qui lui ont été fournies, à sa propre analyse des risques, en s'entourant, au besoin, de l'avis de tous les conseils spécialisés en la matière.

LM INVEST FRANCE est une société immatriculée en tant que CIF auprès de l'ORIAS (www.orias.fr) sous le numéro 18004577. Membre de la CNCIF, association agréée par l'AMF. Ce document est la propriété de LM INVEST FRANCE. Toute utilisation de ce document non conforme à sa destination, toute diffusion totale ou partielle à des tiers est interdite, sauf accord exprès de LM INVEST FRANCE. La responsabilité de LM INVEST FRANCE, de ses filiales ou de ses préposés ne saurait être engagée du fait d'une utilisation, d'une diffusion totale ou partielle de ce document non conforme à sa destination. Toute reproduction totale ou partielle de ce document, des logos, des marques ou de tout élément figurant sur ce document est interdite sans autorisation préalable de LM INVEST FRANCE. De même, tout droit de traduction, d'adaptation et de reproduction partielle ou totale est interdit sans son consentement. La responsabilité de LM INVEST FRANCE, de ses filiales ou de ses préposés ne saurait être engagée du fait d'une utilisation de ce document non conforme à sa destination.