

Les Matinales du Club

Perspectives sur l'économie mondiale et les marchés financiers

Compte-rendu

SEANCE PRESIDEE PAR **CHRISTOPHE DESTAIS**, Directeur-adjoint du CEPII

Intervenante

Isabelle Mateos y Lago, Directrice Générale de *BlackRock Investment Institute*

Isabelle Mateos y Lago

À l'occasion du 10^{ème} anniversaire de la crise économique, bancaire, et financière, nous allons tenter de faire le point sur la situation actuelle de l'économie mondiale, notamment par le prisme des marchés.

An uneasy equilibrium between macro fundamentals and returns

Global equity returns and 12m forward earnings growth, 2017-2018



Past performance is not a reliable indicator of current or future results. It is not possible to invest directly in an index.

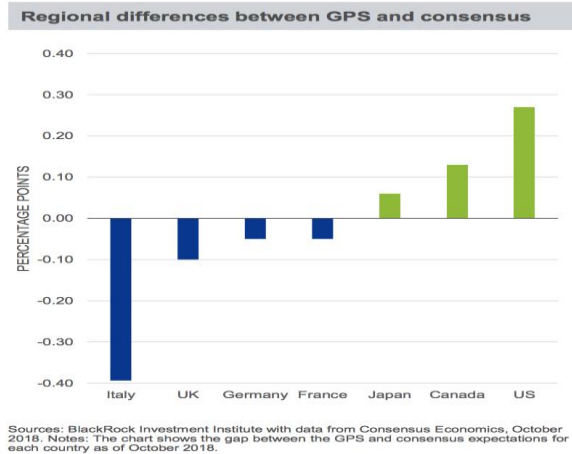
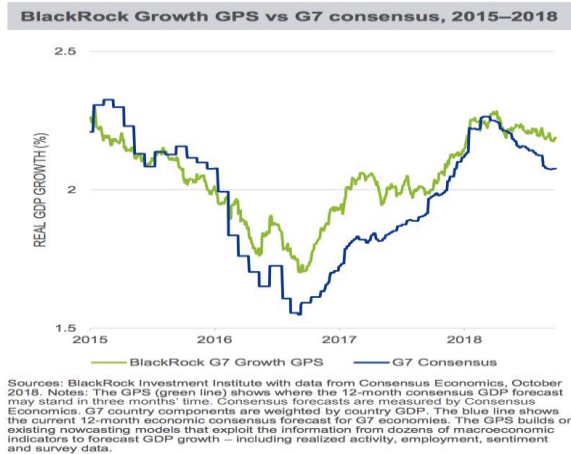
Source: BlackRock Investment Institute with data from Thomson Reuters, October 2018. Notes: Global equities are represented by MSCI ACWI Index. Earnings are based on 12-month forward earnings growth. Returns measured in USD.

Une tendance croissante se dégage ces deux dernières années si nous nous en tenons aux indicateurs macroéconomiques et aux gains potentiels des entreprises. En vert, il s'agit de l'indice des bourses mondiales (incluant les pays avancés tout comme les pays émergents) soit les bénéfices des entreprises, qui historiquement ont tendance à être corrélés avec le cours des actions. Cependant, cette tendance n'est pas linéaire. C'est ce que révèle notamment le décrochage de janvier 2018 : les rendements en provenance des marchés dépassent l'indice des prix. Un changement qui mérite d'être analysé :

- Premièrement, il y a beaucoup d'incertitudes macroéconomiques sur comment va se porter l'économie d'ici deux ans, en comparaison avec l'an dernier où il y avait une croissance globale synchronisée.
- La seconde raison est le resserrement des conditions financières au niveau global. S'il est vrai que depuis 2015 la FED normalise sa politique monétaire, jusqu'au début de 2018 cela s'était produit sans qu'il y ait de resserrement des conditions financières.

→ La combinaison de ces deux tendances explique la majorité des développements récents, y compris la chute qu'ont connu les valeurs des pays émergents au cours de l'été. Cela étant, il semble que nous soyons bien positionnés pour un rebond de ces valeurs émergentes, dès lors que l'économie mondiale continue de bien se porter.

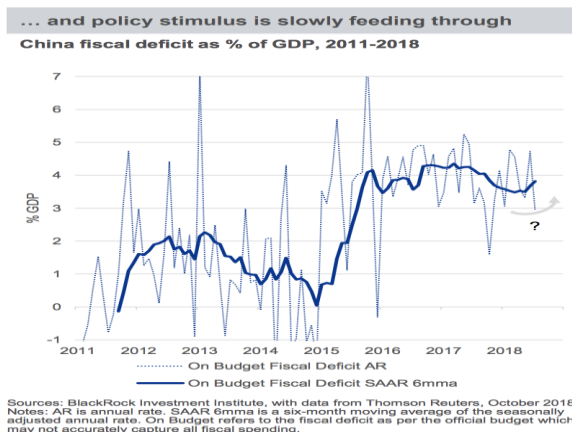
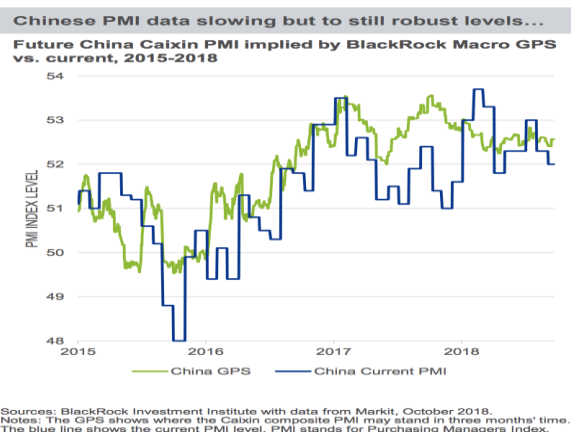
Our base case for the macro environment remains solid growth



En tant qu'acteur de marché, nous essayons au sein du *BlackRock Investment Institute* d'être aussi prévoyants que possible. Nous avons construit notre propre GPS, qui combine des indicateurs de type *nowcasting* (prévision immédiate) avec de nombreuses données de type Big Data pour avoir une anticipation, afin de savoir où va aller la croissance dans les prochains mois.

- Le graphique de gauche nous indique que nous sommes sur une **tendance de ralentissement du PIB des pays du G7 par rapport à 2017**, mais toujours à un **niveau de croissance sain**. Du point de vue de *BlackRock*, il y a une probabilité importante de surprise positive, que les marchés ont été trop pessimistes alors que les choses vont finalement mieux que prévu.
- En revanche on se rend compte sur le graphique de droite que **l'essentiel des bonnes nouvelles proviennent d'Amérique du Nord et du Japon**, tandis que l'Europe est davantage en situation où il semble y avoir un optimisme excessif des marchés vis-à-vis de la trajectoire de croissance. Il y a donc un **risque de mauvaise surprise en Europe** par rapport aux attentes des marchés.

Chinese growth looks resilient in the near-term

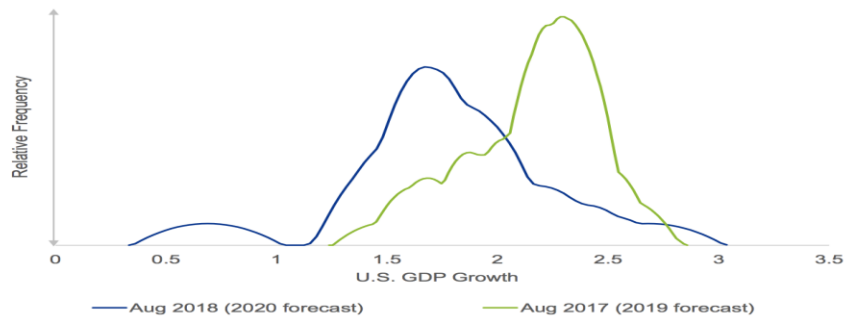


La situation Chinoise est toujours importante car il s'agit d'un pays jouant un rôle majeur dans l'économie mondiale. On s'intéresse ici non au PIB mais aux PMI (indice des directeurs d'achat). On observe une forte décélération au 1^{er} trimestre, mais il y a des **signes de stabilisation**. Un **potentiel rebond est possible en Chine**. Comme le montre le schéma de droite, après une phase de resserrement du crédit l'an dernier, les autorités chinoises ont effectué des politiques de stimulations budgétaires, qui devraient se retrouver prochainement à travers de la croissance.

But the range of outcomes for the economic outlook is widening



Distribution of two-year forward U.S. GDP forecasts, 2018 vs. 2017



Source: BlackRock Investment Institute, with data from Consensus Economics, September 2018. Notes: The lines show the distribution of two-year forward U.S. GDP forecasts as of August 2018 and 2017. The vertical axis shows the relative frequency of each forecast.

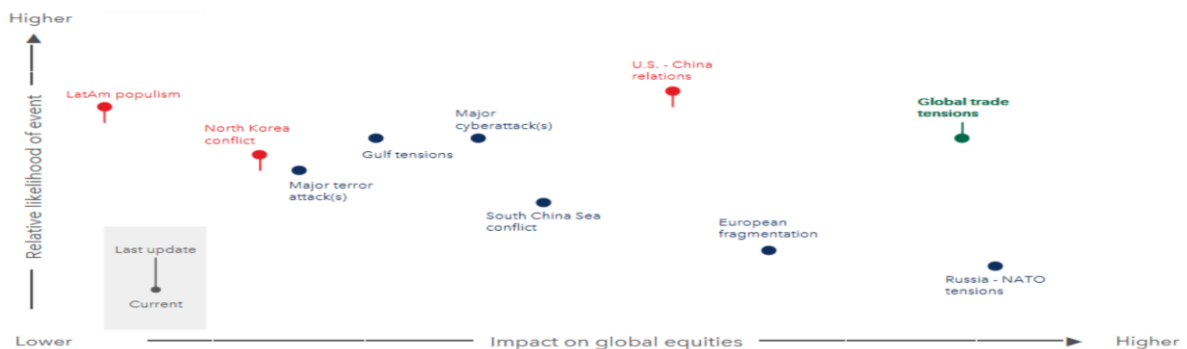
Mais pourquoi les marchés ne sont-ils pas davantage optimistes ?

- Une des raisons importantes est **l'incertitude** : Il y a une impression croissante que l'on est proche de la fin d'un cycle, que plus le temps passe et plus l'on se rapproche de la prochaine récession. Nous voyons (en vert) la distribution des prévisions de croissance des économistes de marché américains, et la distribution au mois d'août 2018 (en bleu). Il y a un mouvement vers la gauche, beaucoup de prévisionnistes s'attendent à une croissance limitée voire à une récession à l'horizon 2020; cela pèse naturellement sur les marchés. Ce constat qui s'applique aux États-Unis peut également s'appliquer aux autres régions du monde.
- La seconde raison concerne les **risques géopolitiques**. Il s'agit du tableau de bord du *BlackRock* sur les dix risques les plus susceptibles d'avoir un impact sur les marchés :

Geopolitical risks abound



Relative likelihood and market impact of risks, October 2018



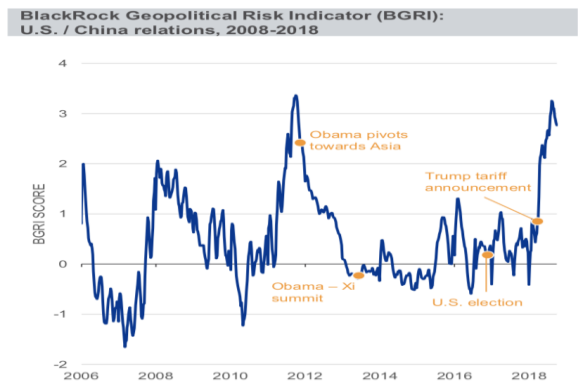
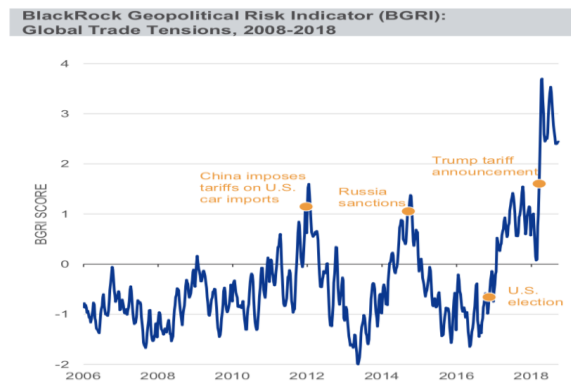
Source: BlackRock Investment Institute, October 2018. Notes: The graphic depicts BlackRock's estimates of the relative likelihood (vertical axis) of the risks over the next six months and their potential market impact on the MSCI ACWI Index (horizontal axis). The market impact estimates are based on analysis from BlackRock's Risk and Quantitative Analysis group. Some of the scenarios we envision do not have precedents – or only imperfect ones. The scenarios are for illustrative purposes only and do not reflect all possible outcomes as geopolitical risks are ever-evolving. Colored lines and dots show whether BlackRock's Geopolitical Risk Steering Committee has increased (red) or decreased (green) the relative likelihood of any of the risks from our previous update.

L'axe vertical quantifie la probabilité que le risque se réalise, l'axe horizontal est notre estimation de l'impact de l'éclatement du risque sur les marchés mondiaux d'action : la majorité des risques commerciaux semblent baisser, en dehors :

- Du risque croissant concernant les **relations entre les États-Unis et la Chine**, qui aurait des conséquences très importantes du point de vue des marchés mondiaux.
- L'autre risque majeur est aujourd'hui celui de **populisme en Amérique Latine**. En plus de l'élection d'Andrés Manuel López Obrador au Mexique, la possible élection de Jair Bolsonaro au Brésil comporte un risque important, dans un pays comportant

à la fois des problèmes politiques mais aussi structurels et budgétaires très sérieux. Les marchés semblent trop confiants sur la situation dans cette région du monde.

The risk of a trade war is front and centre but receding

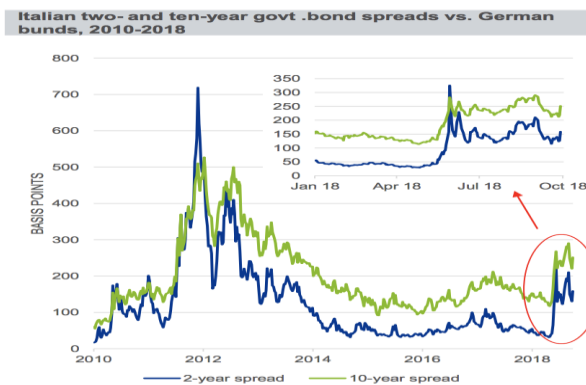


Source: BlackRock Investment Institute, with data from Thomson Reuters. Data as of October 2018. Notes: We identify specific words related to each geopolitical risk and use text analysis to calculate the frequency of their appearance in the Thomson Reuters Broker Report and Dow Jones Global Newswire databases as well as on Twitter. We then adjust for whether the language reflects positive or negative sentiment, and assign a score. A zero score represents the average BGRI level over its history from 2003 up to that point in time. A score of one means the BGRI level is one standard deviation above the average. We weigh recent readings more heavily in calculating the average. The BGRI's risk scenario is for illustrative purposes only and does not reflect all possible outcomes as geopolitical risks are ever-evolving.

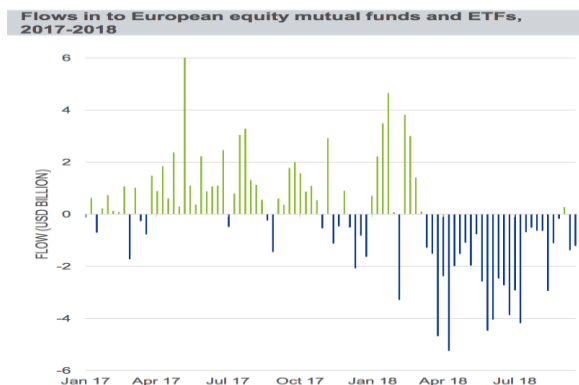
Nous pouvons également utiliser *le BGRI*. Il mesure, pour chacun des dix risques du graphique précédent, la **tension portée par les marchés**, mesurée en comptant de nombreuses références, notamment des mots-clés sur des indicateurs de sentiments sur un certain nombre de comptes twitter spécialisés, ainsi que d'autres institutions financières.

Il y a eu un pic des tensions commerciales début 2018, où le niveau d'inquiétude des marchés était près de 4 fois la moyenne de long terme. Ces tensions **restent à des niveaux élevés**. Le tableau de droite montre que **l'inquiétude des marchés vis-à-vis de la relation entre la Chine et les États-Unis est en phase ascendante**, atteignant un niveau très élevé.

European political risk has returned



Source: BlackRock Investment Institute, with data from Thomson Reuters, October 2018. Notes: The lines show the difference between the yield on the benchmark two-year and ten-year Italian government bonds and the German equivalent in percentage points.



Source: BlackRock Investment Institute with data from EPFR, September 2018. Notes: the chart shows weekly flows in USD billion in to European equity mutual funds and ETFs.

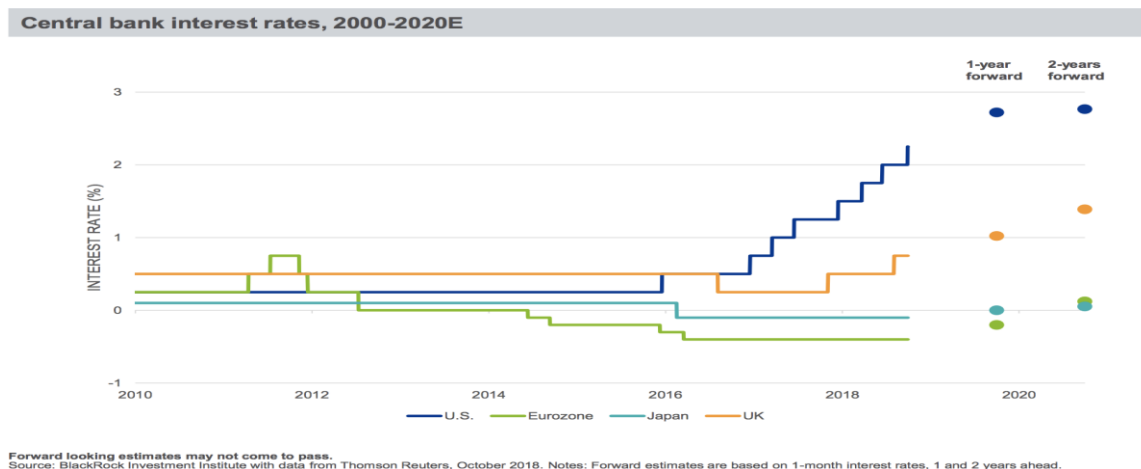
Il y a en Europe un scepticism des investisseurs internationaux (suite aux élections Italiennes, on voit notamment sur le schéma de gauche une forte remontée des spreads sur les obligations à 2 et à 10 ans). Il y a depuis début 2018 des flux négatifs en terme d'actions Européennes entre l'Europe et le reste du monde : c'est la combinaison de perspectives de rendements peu excitants par rapport aux autres régions, et d'un risque politique qui est perçu comme important. Le résultat est une sortie continue de capitaux des marchés d'action européens.

Une des caractéristiques de ces conditions de marché peu productives est le resserrement des conditions financières. Il y a dans ce resserrement trois causes.

- La première est la politique monétaire, avec la FED en position de leadership. En observant la situation des bilans des Banques Centrales (et pas seulement des taux), on observe donc

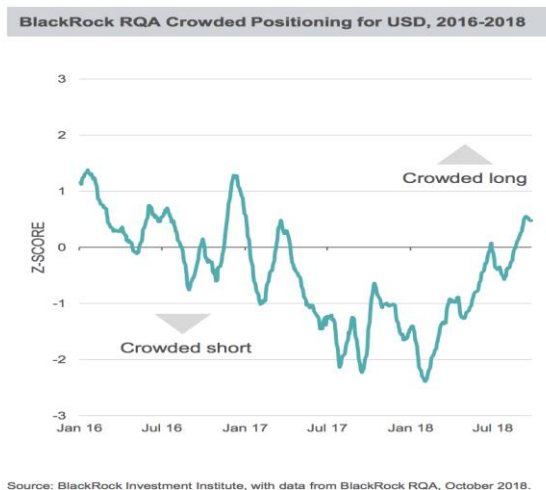
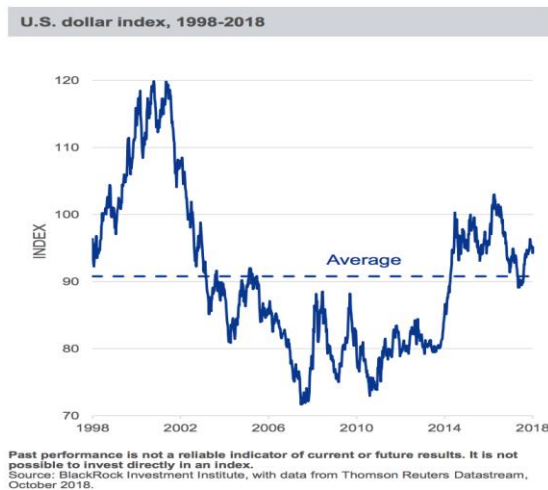
qu'on est dans tous les cas (sauf peut-être au Japon) sur une trajectoire de normalisation, plus seulement aux États-Unis.

The market points to gradual interest rate rises ahead



Les marchés s'attendent à un durcissement des taux d'intérêt. Les anticipations de durcissement continu de la politique monétaire américaine ont contribué à une remontée très forte des taux de court terme Américains depuis le début de l'année : il y a une compétition beaucoup plus importante pour les flux de capitaux, pour les actifs à risques. De notre point de vue, l'essentiel de cette remontée de la partie courte de la courbe des taux est maintenant derrière nous, et on ne devrait plus avoir d'effet de compétition supplémentaire à l'avenir, sauf dans le cas assez peu probable de surprise inflationniste.

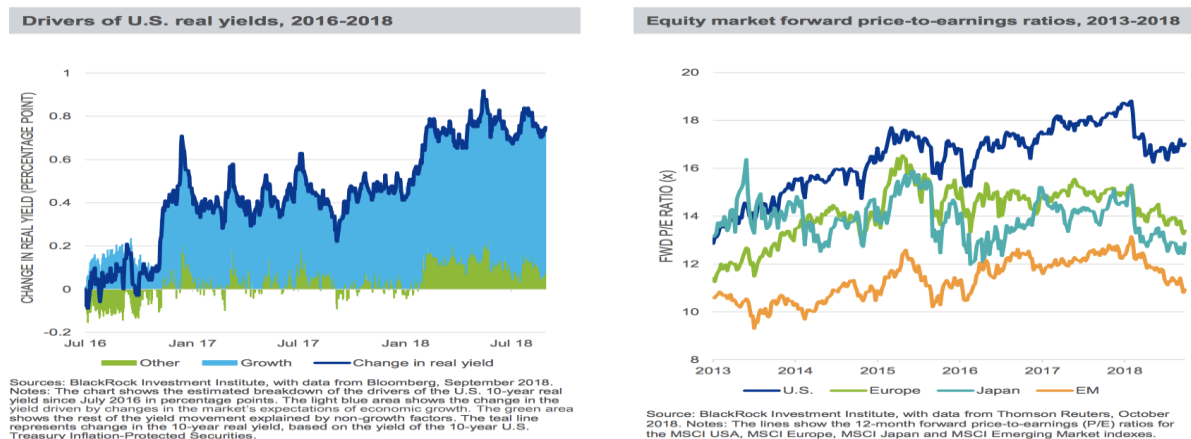
U.S. dollar strength has paused in recent months: Short positions have now unwound



- La deuxième cause est que le dollar s'est apprécié sensiblement jusqu'à début 2018. Les modèles donnent le signal d'un dollar plutôt cher par rapport à différentes mesures d'équilibres et de moyennes de long terme, comme on le voit sur le schéma de gauche. Si on regarde le positionnement de marché. A fin 2017, il y avait une force réticence des investisseurs, puis, le dollar s'est mis à remonter avec un effet boule de neige. Le dollar est une monnaie dite « Momentum driven ». Quand le dollar part dans un sens, il a tendance à partir très loin avant de revenir. C'est ce qui a été observé depuis le début de l'année où des paris longs ont entraîné de nouveaux paris longs.

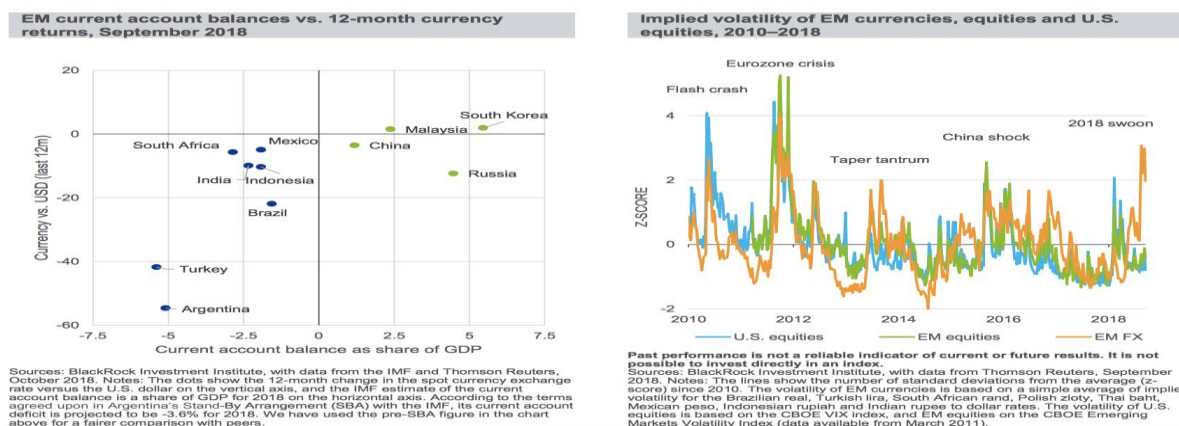
Aujourd'hui, on semble être à un tournant; les positions longues en dollar qui subsistent sur le marché reflètent davantage une préférence pour les actifs américains qu'une préférence pour le dollar en tant que devise. Cela ne nous surprendrait pas que le dollar reste à peu près stable désormais, voire s'affaiblisse légèrement. En tout état de cause, le dollar ne devrait pas, dans les prochains mois, être un facteur contributeur de resserrement des conditions financières, du même ordre que cela a été le cas depuis le début 2018.

Investors are demanding higher risk premia across assets



- Le dernier contributeur de ce resserrement des conditions financières est le fait que **les marchés demandent une prime de risque plus importante**, toute classe d'actifs confondus. Le schéma de gauche l'illustre sur les marchés obligataires, avec la courbe bleu-marine montrant le changement des taux d'intérêts réels, la partie bleue et verte illustre la composante liée à des attentes de croissance supérieure : la partie bleue représentant les bonnes raisons de l'augmentation des taux réels, et la partie verte les mauvaises (soit la prime de risques). Depuis début 2018, il y a davantage de prime de risque, qui est un frein à la croissance, au rendement des actifs de marchés. Et puis conséquence de cela sur le marché des actions, on est maintenant revenu sur des niveaux de valorisation correspondant aux années 2015/2016, car les bénéfices des entreprises ont contribué à croître de manière solide, tandis que les valorisations ont chuté et n'ont pas vraiment récupéré, en dehors des États-Unis. Nous sommes donc sur des niveaux de valorisation sensiblement plus attractifs qu'au début de l'année. C'est la conséquence de cette prime de risque supérieure demandée par les marchés.

Currencies of EM economies with weak fundamentals have been the biggest casualties



Le résultat de tout cela a été très important pour les valeurs émergentes, en particulier parmi les actifs émergents perçus comme étant de qualité plus faible, dans les pays ayant des besoins de financement importants, comme la Turquie et l'Argentine. Toutefois, on voit sur le tableau de gauche que les autres pays ont été peu affectés, ne ressentant pas de forte dépréciation de leurs devises. Par ailleurs, il n'y a pas vraiment eu de contagion au-delà du marché des devises.

Pourquoi est-ce que l'on peut s'attendre à ce qu'il y ait un rebond ?

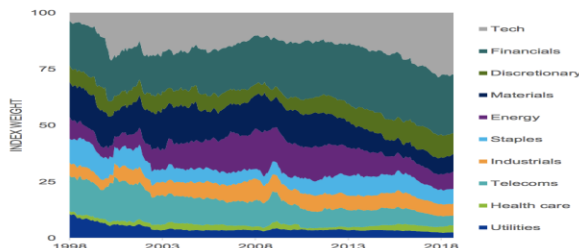
Value has been restored to EM equities, and changing sector composition is helping to boost the earnings outlook

Emerging and developed market equity valuations, 1990–2018



Past performance is not a reliable indicator of current or future results. It is not possible to invest directly in an index. Sources: BlackRock Investment Institute, with data from Thomson Reuters, October 2018. Notes: The lines show the 12-month forward price-to-earnings ratios for the MSCI World Index (representing developed markets, or DM) and MSCI Emerging Markets Index (representing emerging markets, or EM).

EM equity sector weightings, 1998–2018



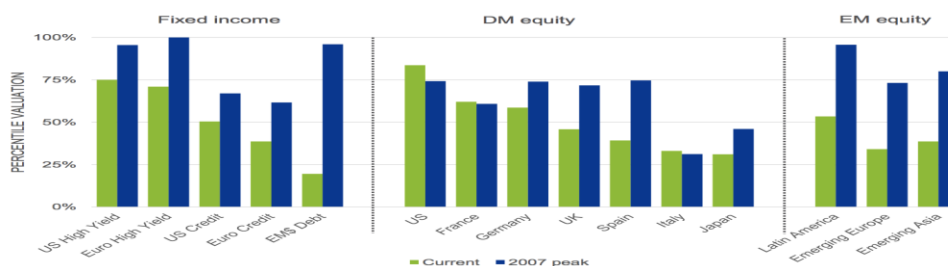
Sources: BlackRock Investment Institute, with data from Thomson Reuters and MSCI, September 2018. Notes: The areas show the weight of each sector by market capitalization within the MSCI Emerging Markets Index. The financial and real estate sectors have been combined into "Financials." "Staples" refers to consumer staples. "Discretionary" refers to consumer discretionary, and "Tech" refers to information technology.

- On peut s'attendre à un rebond car toutes les conditions qui ont contribué à ce resserrement des conditions financières depuis début 2018 devraient cesser de s'aggraver.
- De plus, nous sommes sur des niveaux de valorisation qui sont dans l'ensemble désormais relativement attrayant. On voit sur le graphique de gauche les valorisations des actions par rapport à leur moyenne de long terme, en vert pour les pays émergents et en bleu pour les pays développés. On est sur un écart record de valorisation entre les deux.
- La composition sectorielle de ces marchés (graphique de droite) donne un poids très important à des secteurs comme la technologie. Le poids de l'énergie, des secteurs un peu plus défensifs a été considérablement réduit par rapport aux décennies précédentes.

La situation actuelle en comparaison avec 2008

Valuations stand below previous cyclical peaks

Asset valuation comparison, current vs. 2007 peak



Source: BlackRock Investment Institute based on data from Thomson Reuters, September 2018. Notes: The percentile bars show valuations of assets as of 31 August 2018 in green and versus their 2007 peak in blue. 2007 peak represents September 2007 for equities and January 2007 for fixed income versus their historical ranges. Credit series are based on Barclays indexes and the spread over government bonds. Equity valuations are based on MSCI indexes and are an average of percentile ranks versus available history of earnings yield, cyclically-adjusted earnings yield, trend real earnings, dividend yield, price-to-book, price-to-cash flow and forward 12-month earnings yield. Historical ranges vary from 1969 (developed equities) to 2004 (EMS debt).

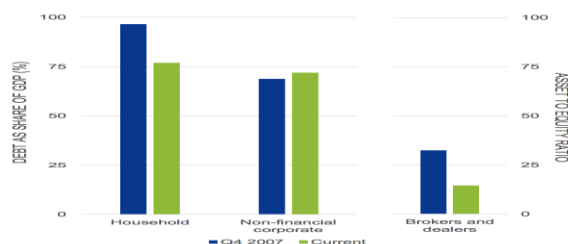
Parmi les points positifs, on peut noter que **la présence d'éventuelle bulle ne nous saute pas aux yeux**. Lorsque l'on compare les valorisations actuelles avec celles de 2007, si on excepte les marchés d'actions aux États-Unis et en France, les niveaux sont relativement rassurants.

En revanche, il semble y avoir **beaucoup moins de liquidité sur les marchés**, notamment du crédit, et il y a beaucoup plus d'investisseurs qui sont concentrés sur de la dette émergente. S'il y a le moindre choc, il peut donc y avoir des écarts de prix très importants.

Ce qui plus est plus inquiétant est donc davantage le **risque de liquidité** que de valorisation.

Households and non banks are less indebted, and corporates have termed out their debt

U.S. debt levels, 2007 vs. 2018



Sources: BlackRock Investment Institute with data from Bank for International Settlements (BIS) and U.S. Federal Reserve, September 2018. Notes: The data levels are represented by debt as a share of the gross domestic product (GDP). We use the assets to equity ratio of the security brokers and dealers as a proxy of the indebtedness in the financial sector.

Average corporate debt duration, 2007-2018



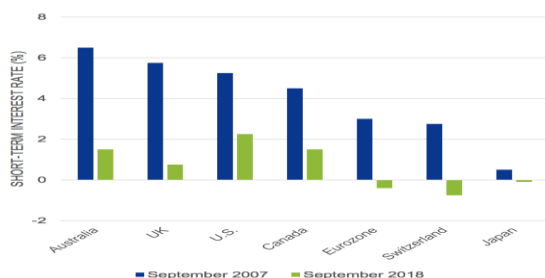
Source: BlackRock Investment Institute with data from Thomson Reuters, October 2018. Notes: The chart shows the modified duration of the Bloomberg Barclays U.S. and Euro Corporate indexes.

Autre indicateur positif, le fait que **les ménages sont moins endettés qu'en 2007** (en dehors de la France). Les banques et intermédiaires financiers ont également **beaucoup moins de levier** dans leur bilan, ce qui devrait permettre **une meilleure absorption des chocs**.

Le seul secteur privé davantage endetté aujourd'hui est celui des entreprises non-financières. Mais elles ont une **structure de dette beaucoup plus stable**, de plus long terme et avec une part plus importante de dettes à taux fixe, devant leur permettre de mieux résister à la hausse des taux.

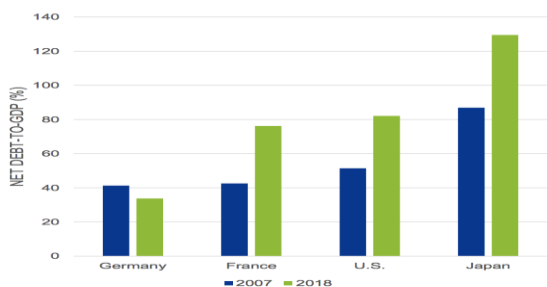
Yet both central banks and governments will have less headroom to ease policy when the next recession hits

Major central banks rates, 2007 vs. 2018



Sources: BlackRock Investment Institute with data from Thomson Reuters, October 2018. Notes: the chart shows short-term interest rates for major central banks. Australia is the cash rate target, UK is the base rate, U.S. is the Fed Funds Rate, Canada is the discount rate, eurozone is the deposit facility rate, Switzerland is the target 3-month LIBOR rate, Japan is the main policy rate.

Government debt levels, 2007 vs. 2018



Source: BlackRock Investment Institute with data from OECD, October 2018. Notes: The debt levels are represented by debt as a share of the gross domestic product (GDP). Government debt refers to total public debt. 2007 figures are as of 31. Dec., 2007.

La vraie inquiétude concerne la capacité des pouvoirs publics à pouvoir réagir lors de la prochaine crise. Il y a trois dimensions à cela :

- La première (représentée dans le tableau de gauche) concerne les **taux d'intérêt**. Bien que l'on ne s'attende pas à ce qu'il y ait une crise demain, il y aura vraisemblablement beaucoup moins de marge de manœuvre pour les banques centrales pour les réduire.
- Les **niveaux de dettes souveraines sont sensiblement plus élevés** qu'en 2007. Cela devrait contribuer à limiter le pouvoir des politiques budgétaires pour sortir de la crise.
- Enfin, le pouvoir d'intervention des autorités publiques envers le sauvetage de banque a été considérablement restreint par la législation. Les moyens déployés pour sauver des banques il y a dix ans ne pourraient plus être mis en œuvre aujourd'hui. En Europe, si au niveau national des progrès ont été fait avec le *Single Resolution Board*, **rien n'a été fait pour gérer un défaut des grosses banques transfrontalières**. Les outils pour répondre à une prochaine crise sont sensiblement moins développés qu'en 2008, et les conséquences pourraient donc être plus graves.

Questions et réponses

Francis Brochet (groupe EBRA) : Vous n'avez pas cité le Brexit quand vous avez parlé de la fragmentation Européenne. Ne comporte-t-il pas des risques pour l'Europe ?

Isabelle Mateos y Lago : Il y a un risque, mais qui est principalement concentré outre-Manche. Bien

qu'il y aura sans doute un accord, la situation politique est trop en crise pour qu'il y ait un compromis qui convienne à chacun. Il y a trop de secousses dans le chemin qui mène à un accord équilibré. Ces secousses affectent presque exclusivement les actifs britanniques, la livre en premier lieu, les actions dans une seconde mesure... Les risques pour l'Europe nous semblent ailleurs.

Michel Aglietta : Concernant les États-Unis, y a-t-il selon vous une remontée des taux longs qui va s'effectuer (pouvant être interprété comme un effet de croissance ou d'inflation anticipée) ou une baisse (ce qui a jusqu'ici été un indicateur de récession future) ?

Isabelle Mateos y Lago : Nous sommes certes en train d'assister à une reprise de l'investissement aux États-Unis, notamment en recherche et développement, qui pourrait amener des gains de productivité. Mais à ce stade, nous ne parions pas sur une pentification de la courbe des taux Américaine. Nous pensons que tant que la BCE et la Banque du Japon continuent à effectuer des politiques de *Quantitative Easing* de grande ampleur, cela va continuer à exercer une pression à la baisse sur les taux longs Américains. Par ailleurs, l'incertitude géopolitique contribue aussi à alimenter la demande envers les obligations Américaines, actif-refuge de dernier recours...

Sébastien Jean (CEPII) : Ne pensez-vous pas qu'il y a la possibilité d'une appréciation du dollar ? En raison, d'une part, des risques géopolitiques pouvant entraîner un effet-refuge vers le dollar, mais aussi en raison du resserrement de la politique monétaire de la FED ?

Isabelle Mateos y Lago : Il y a en effet des risques. Nous sommes toujours à quelques tweets d'une mauvaise nouvelle qui pourrait faire paniquer les marchés et faire monter le dollar... Mais les nuages ont l'air de se dégager au-dessus des tensions commerciales globales (si on excepte la Chine) et cela est plutôt rassurant. Hormis un choc géopolitique ou une surprise inflationniste, il y a peu d'indicateurs laissant penser à une appréciation marquée du dollar.

Christophe Destais (CEPII): Quel est le risque que peuvent faire courir les acteurs financiers non-bancaires sur l'ensemble du système financier ?

Isabelle Mateos y Lago : L'essentiel des acteurs des marchés -nous, les assureurs et autres- n'ont pas de levier dans leur bilan. Les rares qui en possèdent ont tendance à être beaucoup plus petits et moins systémiques. Leurs risques sont de nature très différente de ceux qui pèsent sur des banques qui, malgré toutes les mesures prises à la suite de la crise ont toujours des niveaux de levier considérables... Concernant les institutions non-bancaires qui ont du levier, dès lors que les banques qui leur prêtent gèrent bien leurs risques, il ne devrait pas y avoir de risques systémiques.

Lisu Paes-Cortez (Natixis) : Concernant les tensions entre la Chine et les États-Unis... Quelle est votre vision sur les éventuelles retombées de ce conflit ?

Isabelle Mateos y Lago : Il y a maintenant un consensus aux États-Unis pour tenter d'enrayer les progrès de la Chine, avec un durcissement de la politique Américaine envers eux... Cela va sans doute ralentir la perspective de développement chinois. La Chine a contré les sentiments négatifs de cette guerre commerciale -perçus notamment par les entreprises- au prix d'un arrêt de leurs efforts de désendettement et d'assainissement financier, pourtant nécessaires.

Il est vrai que quand on regarde la conjonction du ralentissement du stimulus budgétaire aux États-Unis, les tensions en Europe, l'impossibilité pour la Chine de continuer à croître par les mêmes moyens, la situation dans le monde peut paraître inquiétante.

Michel Zajac (SCOR) : Pourquoi cette soudaine préférence des investisseurs sans risques vers le long terme, faisant baisser les taux longs ? D'ordinaire, les investisseurs voulant être

safe investissent dans du court terme ou de l'intermédiaire...

Isabelle Mateos y Lago : Oui, de nombreux collègues et clients se disent que la situation commence à être attrayante pour revenir sur le long terme. Ils n'anticipent pas de remontée sensible des taux, et je crois qu'il y a vraiment une demande structurelle des compagnies d'assurance, des caisses de retraite poussant beaucoup d'investisseurs vers le marché Américain. Pour combien de temps ? Il est très difficile de faire la part des facteurs démographiques, réglementaires, fiscalité etc qui poussent certains investisseurs vers la partie longue de la courbe. C'est une anomalie par rapport à l'Histoire, mais une anomalie qui semble pour l'instant persister.