



Les investisseurs font-ils Charlemagne ?

« Faire Charlemagne » est une expression employée par les joueurs, lorsque l'un d'eux se retire du jeu avec tout son gain, sans donner de revanche. C'est une allusion à Charlemagne qui sut garder toutes ses conquêtes et qui quitta « le jeu de la vie » sans en avoir rendu une seule. Le rêve pour un opérateur de marché !

Au cours de la semaine écoulée nous ne pouvons qu'être frappés par **le retournement des marchés**. Après des semaines de progression et plus généralement de solides gains en 2017, la plupart des marchés ont ainsi fait l'objet **de prises de profits**, à partir de mardi ou mercredi, **mais pourquoi donc ?**

L'ensemble des marchés boursiers des pays développés s'est replié sur la semaine écoulée ; hormis au pays du soleil levant, qui semble bien porter son nom depuis l'été. Ainsi **en Europe le mouvement est, sinon uniforme, du moins unanime**, tous les pays reculent et tous les secteurs baissent.

L'explication ne provient pas des chiffres économiques qui ont été rares et peu marquants cette semaine. Certes, la production industrielle de septembre est un peu décevante en Allemagne et en Italie, mais il s'agit d'une correction après des données brillantes en août (d'ailleurs la production a progressé en France où le chiffre du mois précédent était en baisse). Pour ce même mois de septembre, **les ventes au détail sont en nette hausse**, dans l'ensemble de la zone euro, +0,7% en volume sur un mois et un bond inattendu de +3,7% sur un an, la plus forte hausse depuis 2005. La demande finale est solide, les commandes abondantes, ce qui devrait entretenir la progression de l'investissement et augurer bien de l'activité en fin d'année.

Le mouvement que l'on a observé semble plutôt refléter **le désir de sécuriser une bonne performance annuelle** à l'approche de la fin de l'exercice ... et après deux mois de hausse quasi ininterrompue ! Même la volatilité s'est redressée, le VIX passant de 9,3 à 11,3 d'un vendredi à l'autre, ce qui témoigne d'une volonté de réduire les risques. Rappelons aussi que des mouvements de ventes massives de volatilité ont été réalisés ces derniers mois, ce qui rend le niveau de volatilité vulnérable à la hausse à toute correction de marché.

A l'inverse, **les performances des pays émergents sont très disparates**. Le marché russe, soutenu par la hausse récente du pétrole, enregistre, encore plus vite que nous l'espérons, une envolée de plus de 5% en une semaine. Il faut dire qu'il était presque le seul à afficher encore une performance annuelle négative en début de semaine. A l'inverse, la Grèce a rechuté lourdement mardi, l'indice étant plombé par les bancaires. Le marché grec a déjà perdu plus de la moitié de la hausse d'un tiers observée sur le premier semestre.

En Europe **les taux longs se sont tendus** et les courbes obligataires se sont pentifiées. Là aussi, ce sont probablement des prises de profit après une période porteuse qui semblent avoir dicté la tendance. Et une fois encore le mouvement a été

plus prononcé en Europe qu'aux Etats-Unis. Pourtant, **l'incertitude budgétaire approche un moment décisif outre-Atlantique**, alors que l'horizon en zone euro est dégagé tant sur le plan de la diminution des déficits, là où il en reste, qu'en ce qui concerne la poursuite du QE de BCE et même d'un point de vue politique !

La sous-performance des marchés européens n'est sans doute pas explicable par le retrait des investisseurs étrangers, puisque, dans le même temps, **l'euro s'est apprécié** contre le dollar américain, de 0,5%, et ce plutôt en toute fin de semaine. En réalité, c'est surtout le dollar qui recule, ce qui serait en ligne avec les stratégies de réduction des risques. Maintenant, la faiblesse de l'euro contre dollar peut conduire, comme à l'accoutumée, à une faiblesse accrue des actions européennes.

Sur les différents compartiments du marché obligataire, les écarts de taux, qui s'étaient beaucoup resserrés au cours des semaines passées, se sont un peu ré-élargis. A nouveau, des prises de profits au terme d'une année favorable pourraient expliquer le mouvement récent. D'autant plus que la BCE, lors de sa dernière intervention, n'a fait que différer les anticipations de hausse des taux de marché, et que les niveaux absolus actuels rendent le couple portage/sensibilité peu attractif. Fin octobre **les spreads corporate avaient atteint leur point bas** depuis des années, notamment dans le High Yield où il faut remonter à 2008 pour retrouver de tels niveaux de spreads, alors même que des craintes de difficultés financières réapparaissent sur certains émetteurs très endettés (par exemple, le marché semble soudainement "découvrir" la stratégie financière agressive du groupe Altiice !).

Du côté des matières premières, le marché s'est retourné à partir de mardi. Ce sont **les métaux industriels qui ont le plus souffert**, avec une baisse de 3% en quatre jours, mais ils conservent une belle progression de près de 21% depuis le début de l'année. L'or et le pétrole aussi affichent des déclin hebdomadaires plus modestes, -0,5% et -1,0% respectivement, après une année moins impressionnante. **Le cas du pétrole** est un peu particulier. Si le WTI n'est en hausse que de 5,6% depuis le début de l'année, il gagne quand même 31% depuis un an, pendant que le Brent a même bondi de 42% sur 12 mois. En conséquence de la hausse du baril, nous devrions observer dans de nombreux pays **un pic d'inflation pour le mois en cours**.

Après plus de deux mois d'euphorie, **nous pensons que la baisse en cours marque une consolidation saine des marchés** et non le début d'un retournement cyclique. **Les fondamentaux économiques et monétaires, les résultats des entreprises, devraient rester favorables dans les prochains mois** et la traditionnelle trêve des confiseurs de fin d'année devrait faire le reste. A très court terme, nous restons malgré tout attentifs aux annonces budgétaires américaines.

*Achévé de rédiger par Yves Dujardin
et Dominique Barbet le 14/11/17 à 18h00*