



Correction technique ou fondamentale ?

La semaine dernière a représenté la **première grosse secousse sur les marchés financiers depuis de nombreux trimestres : -5% sur les marchés actions européens et américains**, la performance de ces derniers ayant été améliorée vendredi soir post clôture européenne, -8% pour le Nikkei et entre -6 et -7% pour les marchés émergents. Le pétrole n'est pas en reste, avec -9,6% pour le WTI ! Dans ce contexte chahuté pour les actions, les spreads de crédit des entreprises finissent par s'élargir, mais finalement modestement. L'iTraxx Main (*Investment Grade*) génère malgré tout une performance négative de -0,5%, et le XOVER (*High Yield*), de -1,4% sur la semaine.

Quid des actifs défensifs ? Les taux d'Etat n'ont généré que des performances faiblement positives : +0,1% pour les obligations de l'Etat allemand de maturité 10 ans, les obligations longues de l'Etat américain (20 ans) étant même dans le rouge à -0,4%. Mouvement logique si on considère que le marché réagit à une crainte de hausse des taux directeurs. **L'or est aussi négatif**, avec une performance de -1,3%, faisant le pendant au dollar qui s'est apprécié de 1,7%. Côté devises, on retrouve le Yen, qui a gagné 2,9% contre euro et a joué son rôle de parachute dans les crises.

C'est surtout la volatilité des marchés américains qui a impressionné : le VIX, indicateur de référence de la volatilité des marchés actions américains, trop longtemps autour de 10, a touché 50, avant de revenir sous les 34 en ce début de semaine. Pour apprécier ce niveau, rappelons qu'il n'avait dépassé 40 que lors de 4 épisodes majeurs entre 1990 et 2017 : 60 en octobre 1998 (crise russe) ; 58 en septembre 2001 (attentats) ; 58 entre juillet et novembre 2002 (scandales financiers dont Enron) ; 59 en octobre 2008 (crise des *subprimes*). Cette semaine c'est donc la brutalité de la baisse qui a interpellé, notamment dans la nuit de lundi à mardi, marquée par un "*flash crash*" sur le Dow Jones de plus de 6% en quelques heures !

Devant cette situation, **deux types d'explications :** pour les uns, c'est purement **technique**, pour les autres c'est évidemment **fondamental**.

Les facteurs techniques ne manquent pas et expliquent très largement la violence de la baisse sur quelques jours. Commençons par les stratégies de vente de volatilité, qui ont connu une expansion très significative depuis de nombreux trimestres et qui ont largement contribué à maintenir le VIX sur un niveau artificiellement bas. Le VIX, d'une mesure de comportement des marchés actions, est devenu un instrument financier à part entière dont les volumes échangés ont fortement progressé, finissant par influencer sur les marchés actions eux-mêmes. Le débouclage des très importantes positions sur le VIX ont amplifié la baisse des marchés actions. Par exemple, l'ETF « XIV », dont la stratégie consiste à vendre le VIX (performance positive quand la volatilité baisse), d'où son nom, capitalisait 2 milliards d'US\$ début janvier, la part valant

144,70 le 22 janvier. Elle est valorisée 5,34 aujourd'hui, soit une baisse de 96%, et la capitalisation est de 80 millions de dollars.

Il aura suffi d'une séance dans le rouge le vendredi 2 février pour entraîner des débouclages forcés de positions qui se sont enchaînés très rapidement et qui ont conduit à une baisse des actions américaines. Comment se couvrir lorsque le marché US paraît trop restreint ? Naturellement sur les marchés les plus corrélés, en Europe et au Japon qui ont baissé de manière homothétique avec les Etats-Unis.

Comment ne pas penser aussi aux stratégies algorithmiques, aux stratégies de type *momentum* qui accentuent les baisses, aux stratégies fondées sur la parité de risque entre actions et obligations fragiles dans les phases de remontée des taux, qui ont toutes connu des succès commerciaux importants et qui ont dû être débouclées dans ces marchés houleux. En bref, on comprend bien les mécanismes techniques qui ont fait violemment baisser les bourses ces derniers jours.

Pour autant, il nous paraît léger de ne pas s'interroger sur le fondamental, ne serait-ce que parce que de mauvais marchés poussent les investisseurs à reporter leur attention sur les risques qui sans doute préexistaient à la correction, mais n'étaient pas nécessairement pris en compte.

Côté croissance, tout va bien ! La croissance européenne est dynamique (hors Royaume-Uni où les risques sur le crédit à la consommation sont à surveiller) et la croissance mondiale relativement synchrone.

Côté inflation, les chemins commencent à diverger : elle est toujours basse en Europe (hors Royaume-Uni), mais elle semble se redresser aux Etats-Unis, sur un rythme qui, cela étant, n'est pas encore de nature à faire peur. Toutefois, il convient d'observer les composantes prix des indices PMI de l'ISM (*Institute for Supply Management*). La composante prix pour le secteur non-manufacturier a rebondi en janvier pour atteindre 61,9 (bien au-dessus du point neutre de 50), soit le 3^e mois le plus élevé des 5 dernières années (après septembre et octobre derniers). Cela confirme **l'existence de tensions sur les prix**. Cela ne signifie pas nécessairement que l'indice des prix à la consommation qui sera publié mercredi 14 va accélérer, mais il est sûr que les chiffres d'inflation seront regardés de très près par le marché et, peut-être sur-interprétés.

Les résultats des entreprises sont eux-aussi prometteurs, avec des prévisions des sociétés assez optimistes par rapport aux anticipations des analystes.

Nous craignons que cette correction boursière traduise au moins une montée des incertitudes aux Etats-Unis dont le rapport sur l'emploi été le catalyseur.

En outre, le gouvernement et le congrès américain se sont mis d'accord, pour mettre fin au shutdown, sur un **programme de dépenses de 300 milliards de dollars sur deux ans**, moitié pour

l'armée et moitié pour des aides aux plus défavorisés. Par conséquent, l'économie américaine reçoit, après la réforme fiscale, un nouveau coup de *boost* budgétaire alors qu'elle est en situation de quasi plein-emploi, que l'inflation commence à reprendre et que la FED a entamé une phase de restriction de sa politique monétaire (hausse des taux et réduction de son bilan). Les conséquences logiques sont une hausse des rendements plus importante que ce qui était anticipé.

Cet accord devrait aussi **accroître sensiblement le déficit budgétaire américain**, ce qui va peser sur **l'équilibre entre l'offre et la demande de papier** sur le marché obligataire.

La réaction normale de la Fed dans un tel contexte, devrait donc être, comme s'en inquiète le marché, de durcir davantage sa politique monétaire, à la fois pour compenser **une politique fiscale inadéquate** et pour combattre un **risque naissant d'inflation**, même si celle-ci est encore bien en-deçà de son objectif.

On voit dans ce cumul de facteurs la raison pour laquelle le rendement des US-Treasuries à 10 ans est passé en six semaines, soit depuis la fin de 2017, de 2,41% à 2,85% (et de 2,74% à 3,16% pour le 30 ans).

Ces niveaux de rendement long terme semblent maintenant mieux en ligne avec l'objectif d'inflation de la Fed et le taux de croissance potentiel du pays.

Certains craignent, par l'opposition entre restriction monétaire et relance budgétaire, une sortie de route de l'économie américaine, d'autant plus dommageable pour les marchés financiers que les valorisations, notamment des actions américaines, sont très élevées. Dans un tel contexte d'incertitude, il est difficile d'être parfaitement serein sur les prix des actions aux Etats-Unis. Il faudrait que la hausse des résultats continue à bon rythme pour permettre, à prix stables, la baisse nécessaire des multiples, ce qui ne se produit jamais facilement. D'autant qu'il **est également logique de penser qu'à**

court terme les investisseurs vont demander une rentabilité supérieure aux actifs financiers: incertitudes plus fortes, volatilité plus élevée, ce qui incite à attendre des valorisations plus faibles avant de renforcer ses positions.

En l'absence de réelle performance des actions US, voire en cas de baisse, il n'est pas certain que les actions européennes connaissent une si bonne année que cela, en dépit de **fondamentaux économiques meilleurs, de valorisations plus raisonnables et d'une banque centrale toujours présente.**

En effet, historiquement, **quand Wall Street tousse, l'Europe s'enrhume** et le découplage est rare.

Ce plan budgétaire à contretemps est très critiquable, même si les US se sont souvent bien tirés de politiques économiques agressives ou innovantes, comme par exemple le QE.

Quelques nuances à ce jugement négatif, d'abord, ce ne serait pas la première fois qu'une phase de remontée des taux et d'accélération de la croissance produit finalement une hausse de la bourse, beaucoup dépend de l'investissement et de la productivité. En outre, la relance budgétaire peut être modérée par le Congrès républicain qui tient les cordons de la bourse. Enfin, la hausse du dollar peut tempérer la pression inflationniste.

Si les US réussissaient à être calmes, l'Europe retrouverait toutes raisons d'être haussière.

En attendant la clarification des incertitudes et à court terme la publication de l'inflation américaine le 14 février, les investisseurs, qui seront très sensibles à ce chiffre, feront sans doute le dos rond.

*Achévé de rédiger par Alexis Merville
et Pierre Filippi le 13/02/18 à 18h00*