

## Turbulences boursières : analyse et décisions de gestion

La semaine dernière, nous vous avons fait parvenir un nouveau numéro du « *Financial Spotlight* » d'Orcadia AM, notre bulletin d'information économique et financière. Nous y avons exposé nos vues sur l'environnement économique, les perspectives conjoncturelles et la stratégie d'investissement poursuivie.

Dans le présent feuillet, nous revenons sur les récentes turbulences boursières, en quatre temps : d'abord les faits, puis l'explication, ensuite l'analyse critique et, enfin, les conséquences en matière de gestion des portefeuilles.

### 1. Les faits

Les bourses viennent de connaître une phase de turbulences, avec une tendance nettement baissière mais aussi une recrudescence de la volatilité. Cela tranche avec l'année 2017, qui avait vu les bourses progresser et la volatilité être extrêmement contenue. Ce changement brutal est-il un retournement de tendance ou un phénomène passager ?

Avant de chercher à donner une réponse, regardons les faits et mettons-les en perspectives. Le tableau ci-dessous synthétise l'évolution de différents marchés sur différentes périodes.

	Depuis 01/02/2018	Depuis 01/01/2018	Sur 1 ans	Sur 3 ans	Sur 5 ans
Bel 20	-5.7%	-2.5%	12.0%	21.3%	86.7%
Eurostoxx 50	-7.8%	-4.9%	4.9%	8.1%	50.3%
S&P 500	-7.2%	-1.8%	15.4%	33.5%	91.3%
MSCI EMU	-7.0%	-4.1%	7.5%	12.7%	56.8%
MSCI USA	-7.1%	-1.8%	14.6%	30.4%	84.8%
MSCI Japon	-5.8%	-4.3%	12.8%	21.5%	86.7%
MSCI Emergents	-8.9%	-1.3%	25.6%	26.1%	21.6%

Note : en monnaies locales (en USD pour les marchés émergents), dividendes réinvestis au 9/2/2018.

Les principaux enseignements à tirer sont les suivants :

- La baisse depuis le début de février est généralisée et significative ; elle est la plus marquée aux Etats-Unis ; les pays émergents sont moins affectés ;
- Par rapport au début de l'année, la baisse apparaît modeste ;
- Sur un horizon plus long, la baisse ne réduit que modérément la performance boursière, particulièrement aux Etats-Unis.

### 2. Les explications

Les bourses ne disent jamais pourquoi elles montent ou baissent, et l'analyse doit reposer sur de simples conjectures. Dans le cas présent, l'hypothèse dominante est basée sur le timing de la première chute de Wall Street, qui a immédiatement suivi la publication d'un indicateur annonçant une accélération, à 2,9% en rythme annualisé, de la hausse des salaires aux Etats-Unis. Le raisonnement des marchés est donc le suivant :

- Après avoir été longtemps très modérée, voire inexistante, la hausse des salaires va s'accélérer ;
- Cela va entraîner une augmentation des coûts de production et du pouvoir d'achat des salariés ; ces deux développements vont tirer l'inflation à la hausse, elle qui a connu une longue période de grande faiblesse ;
- A son tour, cela va conduire les banques centrales à resserrer plus rapidement leur politique monétaire, une politique anormalement accommodante depuis des années ;
- Dès lors, les taux d'intérêt vont remonter, poussés à la fois par la révision à la hausse des attentes d'inflation et par le changement de cap monétaire ;
- Or, la hausse des taux d'intérêt est néfaste pour les bourses puisque les placements en obligations deviennent alors plus attractifs. La valorisation des actions est affectée. En effet, ce que vaut une action est la valeur en monnaie d'aujourd'hui des dividendes futurs, *ad vitam aeternam*. Avec un taux d'actualisation plus élevé, cette valeur en argent d'aujourd'hui diminue.
- Dernière étape : ceux qui anticipent une baisse future des bourses cherchent à vendre avant la baisse, mais, ce faisant, font de la baisse future une baisse instantanée.

A cette explication fondamentale, il faut ajouter quatre considérations. La première est qu'une augmentation plus rapide des salaires pourrait avoir été vue comme étant forcément au détriment des profits. Avec une vue de l'économie comme un gâteau à taille fixe, ce que reçoit en plus une partie est au désavantage de l'autre.

La deuxième a trait à l'importance croissante des ordres de bourse basés sur des algorithmes, conçu par des humains mais sans discernement humain avant l'exécution des ordres ainsi décidés. Or, s'il est des algorithmes reposant sur une logique « contrarian », où une baisse des cours est une opportunité d'acheter moins cher, il est vraisemblable que les algorithmes aient davantage une logique mimétique, qui fait vendre ce qui vient de baisser. Cela amplifierait les mouvements des marchés.

La troisième est que certains produits dérivés, et plus spécifiquement ceux qui misaient sur la continuation d'une volatilité basse, ont perdu quasi toute valeur en l'espace de quelques heures. Etant encore frais les souvenirs des conséquences en cascade des errements des produits structurés lors de la Grande Crise Financière il y a dix ans, ceci a pu générer une réaction de peur de contamination sur les bourses.

La quatrième est que, jusqu'en début de cette année, la bourse américaine a connu une hausse spectaculaire, tant en niveau qu'en durée, sur fond de période exceptionnellement longue de croissance ininterrompue. Il en a résulté une certaine fragilisation des esprits, qui a pu exacerber la sensibilité aux surprises macroéconomiques et faire perdre un certain sens de la mesure.

### 3. L'analyse critique

L'explication par les salaires susmentionnée a beau avoir l'air d'être bien charpentée, elle doit néanmoins être, comme toujours, soumise à examen critique. En l'espèce, la critique est vraiment sévère, et cela à plus d'un titre.

- Il est loin d'être établi que les **salaires** vont connaître une accélération prochaine. L'indicateur qui a mis le feu aux poudres boursières est un indicateur de qualité contestable, à l'historique limité et qui a pu être influencé par des phénomènes temporaires. Notre analyse reste que les salaires, malgré la faiblesse du chômage aux Etats-Unis, au Japon ou en Allemagne, seront loin de s'emballer dans un environnement où le taux d'activité peut augmenter, où la concurrence des pays à bas salaires n'est pas terminée, où les mécanismes de protection des intérêts des salariés ont tendance à s'effriter et où les esprits sont dominés par la crainte de la « robotisation » du marché du travail.
- Non seulement la hausse des salaires pourrait rester tempérée mais l'**inflation** se ressentira à la baisse de l'intensification de la concurrence qui doit venir à la fois de l'innovation et d'une meilleure régulation des pratiques d'ententes entre producteurs.
- Après des années d'inflation largement inférieure à ce qui est devenu une sorte de norme, à savoir 2%, les banques centrales ne vont **pas céder à la précipitation dans le processus de normalisation monétaire**. Elles sont d'ailleurs fort susceptibles de tolérer un dépassement de cette norme d'inflation, qu'elles considéreront comme devant être utilisée non sur une base annuelle mais sur un cycle entier. La norme ayant loin d'avoir été atteinte depuis 10 ans, elle pourrait maintenant être dépassée sans nécessité d'intervention. En outre, les banquiers centraux ne voudront pas courir le risque de faire dérailler l'économie, ils chercheront à faciliter le financement des dépenses d'investissement, ils éviteront de rendre les placements en leur monnaie trop attractifs et ils auront à l'esprit de ne pas rendre la vie trop difficile aux agents endettés, à commencer par leurs commanditaires, à savoir

les Etats. Donc, les politiques monétaires resteront encore souples pour un bon bout ce temps.

- Certes, les taux d'intérêt de référence, aux Etats-Unis et en Allemagne, ont gagné respectivement 35 en 30 points de base depuis le début de l'année 2018 mais ce mouvement reste somme toute limité en regard du niveau absolu de ces mêmes taux. La hausse des taux a été de faible ampleur, et tant le scénario d'inflation que celui de politique monétaire laissent penser qu'**aucun « krach » obligataire ne se dessine**.
- Si une hausse plus rapide des salaires nuit aux profits c'est dans un raisonnement « ceteris paribus », où on ne tient pas compte des effets dynamiques de cette évolution. Or, **une augmentation plus vive des salaires a des effets bénéfiques** sur la demande et donc sur l'activité économique, avec, en retour, un impact positif sur les bénéfices des entreprises. Les prévisions macroéconomiques n'ont pas – encore – intégré une hausse plus soutenue des salaires et les analystes financiers n'ont pas encore ajusté leurs prévisions de bénéfices sur cette base, mais il y a tout lieu de penser que ces deux jeux de prévisions se ressentiraient favorablement de salaires plus dynamiques.
- Comme nous avons déjà eu l'occasion de l'écrire, le cycle économique est comme Peter Pan, il est génétiquement insensible au vieillissement. Cela signifie que la probabilité d'entrer en récession n'augmente pas à la mesure de la longueur de la phase d'expansion en cours.
- Enfin, si une hausse des taux d'intérêt nuit aux bourses, il ne faut pas s'en tenir, ici aussi, à un cadre statique. **Un relèvement des taux d'intérêt n'a pas que des effets négatifs** : il regarnit l'arsenal des autorités monétaires, il rassure les « petits épargnants », il conduit les Etats à dépenser plus, il sert la santé du secteur financier et il stimule la « destruction créatrice ». Ce dernier point se comprend comme suit : avec des taux bas, il est plus facile à l'entreprise peu efficace de survivre, ce qui n'est pas souhaitable du point de vue de l'efficacité économique.

Une manière convaincante de démonter le raisonnement « hausse des taux = baisse des bourses » est de dissocier, dans l'historique dont nous disposons, les périodes de hausses des taux quand ceux-ci partaient d'un point bas, et les autres. Si l'on procède de la sorte, on observe, dans le premier cas, qu'une hausse des taux n'est pas concomitante à une baisse des marchés d'actions, mais au contraire, que hausse des taux et hausse des bourses s'observent simultanément. Or, actuellement, le niveau de départ des taux est particulièrement bas.

De manière laconique, il apparaît donc que les marchés sont dans **l'erreur d'appréciation quand une bonne nouvelle est prise pour une mauvaise**. L'accélération de la hausse des salaires, si elle se réalise, serait un heureux développement non seulement pour les salariés, bien sûr, mais pour l'économie dans son ensemble, comme en font part les analyses du FMI ou les échanges menés à Davos, pas vraiment l'endroit de prédilection des syndicalistes. Et, dans la durée, ce qui est bon

pour l'économie est bon pour les entreprises et donc pour leurs actionnaires.

#### 4. Les décisions de gestion

L'évaluation des événements récents faite par les gestionnaires d'Orcadia AM est la suivante :

- l'accélération de la hausse des salaires est loin d'être établie ; si elle l'était, il s'agirait d'une excellente nouvelle ;
- un taux d'inflation un peu plus élevé serait parfaitement supportable, voire est souhaitable, et il n'y a pas de risque de dérapage incontrôlé des prix ;
- la hausse des taux d'intérêt restera lente et graduelle, avec une politique monétaire qui demeurera accommodante ; de plus, une telle hausse n'aurait pas que des effets négatifs ;
- les perspectives macroéconomiques n'ont plus été depuis longtemps aussi favorables, et de manière convergente, qu'en ce début d'année ;
- les perspectives bénéficiaires des entreprises sont, elles aussi, très favorablement orientées ;
- la programmation des algorithmes dans les transactions automatisées a provoqué une surréaction des marchés ;
- le risque d'une propagation de la peur au sein du système financier au départ de la déconfiture des produits spéculant sur une faible volatilité est tout à fait marginal ;
- historiquement, ce sont les années sans trou d'air allant jusqu'à une dizaine de pour cent de recul qui sont anormales sur les bourses, pas celles sans turbulence.

Avec la baisse des cours, alors que les attentes bénéficiaires se portent bien et continueront à bien se porter, les niveaux de valorisation, notamment en termes de ratio cours/bénéfices »

ont gagné en attractivité. Ce ratio est revenu pour la zone euro à 14 sur la base des bénéfices attendus de 2018 et à 12.8 avec les bénéfices prévus pour 2019. Aux Etats-Unis, ce ratio est respectivement 16.9 et 15.1. Vu le niveau des taux d'intérêt, même après leur – modeste – remontée, cela signifie que les primes de risque offertes à l'investisseur en actions restent correctes aux Etats-Unis et attrayantes en Europe.

Sur cette base, les gestionnaires d'Orcadia AM ont considéré **les récentes turbulences comme des opportunités d'achat**. Ils ont donc choisi de puiser dans la position en liquidités pour augmenter les investissements en actions. Ce mouvement a été fait avec sérénité mais aussi tempérence, portant sur un point de pourcentage pour un portefeuille type avec un profil de risque moyen. Les actions acquises l'ont été aussi bien aux Etats-Unis qu'en Europe. Il résulte de ces mouvements une surpondération globale en actions, avec des surallocations dans la zone euro et dans les marchés émergents, les deux zones les moins chères, ainsi que, marginalement, au Japon, et une sous-allocation aux Etats-Unis. Cette dernière est justifiée par le fait que la santé économique y est artificiellement portée par les déficits publics et par des niveaux de valorisation qui, même après la correction récente, restent plus élevés.

La décision d'augmenter le poids des actions a été prise dans le cadre de notre gestion globale des portefeuilles, où une large part de la position obligataire est occupée par des titres indexés sur l'inflation. Il s'agit d'emprunts souverains dont le cours progressent quand les attentes en matière d'inflation remontent, à la différence des obligations classiques. La hausse des salaires ne doit donc vraiment pas faire peur !

Etienne de Callatay – Etienne.decallatay@orcadia.eu

Contactez-nous :

**ORCADIA Asset Management** – Ecoparc Windhof  
13, Rue de L'Industrie – L-8399 Windhof – Luxembourg  
Tel.: +352 27 40 17 20 – [info@orcadia.eu](mailto:info@orcadia.eu)

Editeur responsable : Eric Lobet – Eric.Lobet@orcadia.eu

L'information reprise dans ce document a été produite à partir de sources pouvant être considérées comme fiables, mais il est toutefois impossible d'en garantir l'exactitude ou l'exhaustivité. Les opinions exprimées peuvent être modifiées à tout moment sans notification. Ce document ne peut être considéré comme un conseil en investissement, légal ou fiscal. Nous conseillons dès lors fortement aux lecteurs de contacter leurs conseillers avant de prendre une décision d'investissement basée sur les informations contenues dans ce document. Une performance passée n'est en rien un indicateur fiable pour les résultats futurs. La valeur des titres est susceptible d'être modifiée et ne peut dès lors être garantie. Ce document n'est pas une offre ou une sollicitation de vente ou d'achat, et ne peut dès lors pas être considéré comme tel. Aucune reproduction n'est autorisée, en tout ou en partie, sans autorisation préalable expresse d'Orcadia Asset Management.