

Commentaires sur l'évolution récente des marchés financiers

La publication la semaine dernière, aux Etats-Unis, d'un indicateur reflétant l'augmentation des salaires à près de 2.9% en glissement annuel a été l'alibi tant attendu pour alimenter la hausse des taux longs. Elle a entraîné une correction violente sur les marchés boursiers ayant progressé tout au long des douze derniers mois avec une volatilité stabilisée à très bas niveau.

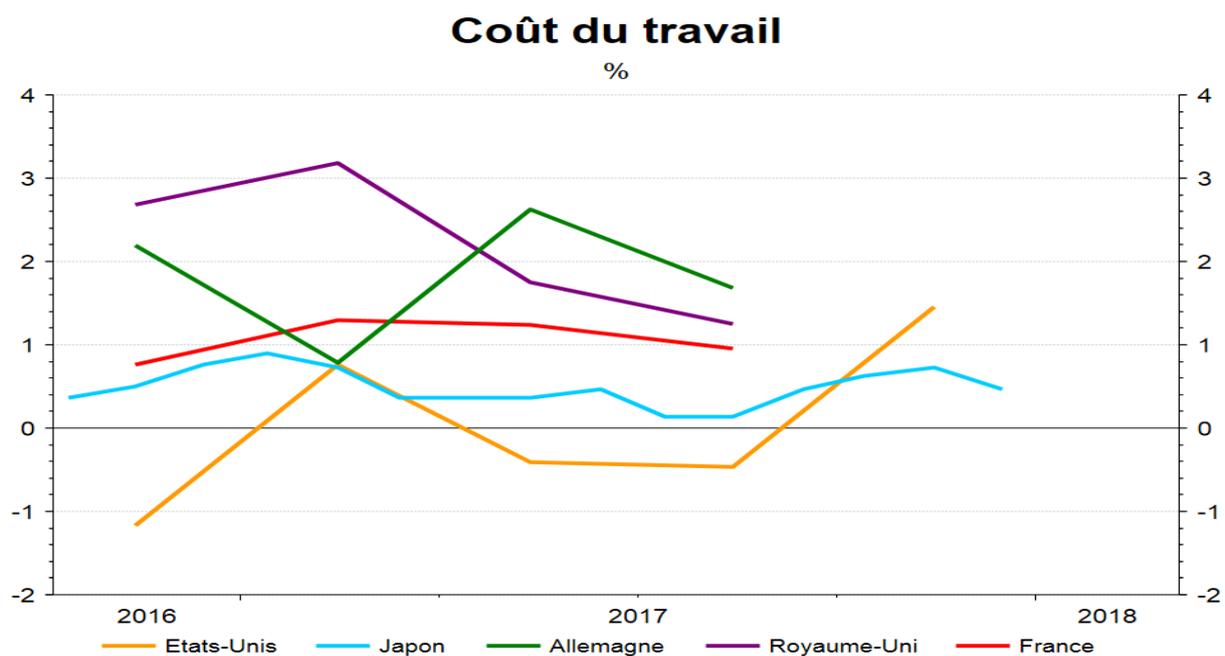
Rappelons que le taux à deux ans US (Trésor) est passé de 1.25% en septembre dernier à près de 2.10% récemment, reflétant les anticipations d'une politique monétaire se rapprochant de la normalité.

Les taux longs (abstraction faite des élucubrations sur l'inversion potentielle au stade actuel de la courbe des taux) ont corrigé avec un effet retard, caractéristique du comportement parfois irrationnel des marchés financiers.

La stratégie de la Banque Centrale américaine consiste à revenir au régime ancien où le lien entre la croissance, l'inflation, les taux courts et longs répondent à une logique d'optimisation d'une croissance économique stable, que Alan Greenspan avait décrit comme la recherche de l'« allocation optimale des ressources ».

Autant la hausse des taux courts peut être planifiée, sous contrôle de la Banque centrale. Autant celle des taux longs, hors « Quantitative policy » est beaucoup plus difficile à maîtriser.

En matière d'inflation, rappelons que la hausse des salaires doit être à comparer à celle de la productivité. Or, depuis 1 an, la situation américaine était en retard sur les autres pays :



Source: Thomson Reuters Datastream / Fathom Consulting

Ce qui a pu surprendre dans la correction actuelle, c'est la sympathie avec laquelle tous les marchés financiers mondiaux ont été corrélés aux fluctuations aux Etats-Unis, alors que le risque d'inflation ne concerne potentiellement que les US.

D'autant que le spread de taux entre les US et l'Europe, à près de 2% n'a pas empêché l'euro de poursuivre sa revalorisation face au Dollar.

Avons-nous affaire à un flash crash un peu plus long que d'habitude, provoqué par les opérateurs qui ont misé sur le maintien d'une faible volatilité des marchés, obligés de vendre à partir d'un certain niveau de volatilité, accroissant ainsi la baisse (un risque que nous avons évoqué lors de notre dernier Point Macro) ? Ou bien, un changement fondamental dans l'économie est-il à l'œuvre qui remet en cause les scénarii optimistes élaborés pour les marchés financiers en 2018 ?

Ce qui semble évident, comme souvent, c'est que l'idée partagée largement de voir les taux longs américains remonter en lien avec les perspectives économiques, budgétaires, d'inflation et donc de normalisation de la politique monétaire, n'est pas la même chose que la constatation de la hausse effective de ces mêmes taux.

La remontée des taux longs américains est justifiée par une inflation qui revient à un niveau normal et la nécessité de conserver un écart suffisant entre taux longs et taux courts, dans une phase où la Banque Centrale poursuit l'augmentation de ses taux d'interventions et la reconstitution de taux réels plus en adéquation avec la situation générale.

Les 2 principales questions sont donc maintenant :

1. Les Etats-Unis pourront-ils avoir des taux longs plus élevés (+3% sur le 10 ans) sans pénaliser la valorisation des marchés d'actions ? Est-elle de nature à remettre en cause la reprise de l'investissement ? Les particuliers seront-ils impactés par la hausse des taux courts puisqu'ils empruntent largement à taux variable ?
2. En Europe et au Japon, régions qui sont dans un cycle différent de celui des Etats-Unis, aurons-nous l'esquisse d'une indépendance boursière ? Autrement dit, une accélération de la normalisation aux USA est-elle de nature à accélérer la sortie du Quantitative easing de la BCE et de la BoJ, alors même que l'inflation est loin d'être encore une menace et que l'accélération de la reprise démarre seulement ? Les déficits budgétaire et commercial des Etats-Unis vont-ils se traduire par une poursuite de la baisse du Dollar ? Et si c'est le cas, les Banques centrales vont-elles réellement pouvoir suivre la Fed en devenant plus restrictives, plus rapidement ?

Ce qui est certain, c'est qu'un régime de volatilité plus élevé entraîne une hausse des primes de risque. Celle-ci pèse sur les valorisations souhaitées à l'achat lorsque la cible finale est inchangée.

De même, il faut prendre en compte des taux longs plus « normaux », sans imaginer un retour aux niveaux du passé. Ils constituent, néanmoins désormais, une meilleure alternative

d'investissement. 3% sur les TNotes à 10 ans avec un dollar qui a corrigé de 20% n'est peut-être pas un arbitrage inconsidéré pour les pourvoyeurs de liquidité mondiale.

Sans autre justification majeure, le repricing en cours peut être rapide ou laborieux, modeste à moyen terme mais potentiellement douloureux à court terme.

En conséquence, pour les fonds Convictions MultiOpportunities et Convictions MultiFlex, nous maintenons stratégiquement l'exposition aux actions au niveau défini avant la baisse enregistrée sur les marchés : modérément au-dessus des « indicateurs de référence ». La gestion tactique a permis partiellement d'amortir les effets de la baisse des marchés : nous étions vendeurs sur les taux d'Etat longs, la position a été rachetée en pleine tourmente ; les positions de change ont également été positives et sont maintenant réduites ; l'exposition tactique sur les marchés actions a été gérée activement et de façon opportune. Toutefois, nous intégrons aussi désormais des stratégies optionnelles de couvertures partielles, alors que la volatilité a retrouvé des niveaux plus normaux cette semaine. Ceci doit permettre, en cas de détérioration inattendue de la situation actuelle, de constituer un amortisseur qui sera géré activement. Quant au Fonds Convictions Multifactoriels, en gestion systématique suivant les orientations du modèle d'allocation multifactorielle, il poursuit son processus sans changement, avec une valeur liquidative qui a été nettement revue à la baisse à court terme. Cette situation peut être considérée comme pouvant constituer un bon point d'entrée, pour qui partage cette approche financière dans la durée, notamment sur l'horizon de placement recommandé.

Le 8 février 2018,

Convictions AM



15 bis rue de Marignan, 75008 Paris - Tél. : +33 (0)1 70 37 39 50 – Fax : +33(0) 1 42 25 51 18

e-mail : info@convictions-am.com. Agrément AMF : GP0800033 - RCS Paris B 494 909 906

www.convictions-am.com • http://twitter.com/convictions_am

Avertissement. Le présent document est fourni à titre d'information et ne présente aucun caractère contractuel. Les informations contenues dans ce document sont remises uniquement à titre d'information et ne sauraient constituer une information contractuelle ou légale. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les prospectus de nos fonds sont disponibles sur notre site www.convictions-am.com ou sur simple demande auprès de nos commerciaux.