



# COMMENTAIRE DE MARCHÉ



## « Draco dormiens nunquam titillandus »<sup>1</sup>

Marchés calmes et complaisance vont souvent de pair. Au lieu de tomber dans ce piège, nous nous employons à rester vigilants et à identifier les facteurs de risque latents susceptibles de faire dérailler les marchés.



### Sommaire >>

Édition du 30 juin 2017

- >> « Draco dormiens nunquam titillandus »
- >> Perspectives macroéconomiques



## « Draco dormiens nunquam titillandus »<sup>1</sup>

**Marchés calmes et complaisance vont souvent de pair. Au lieu de tomber dans ce piège, nous nous employons à rester vigilants et à identifier les facteurs de risque latents susceptibles de faire dérailler les marchés.**

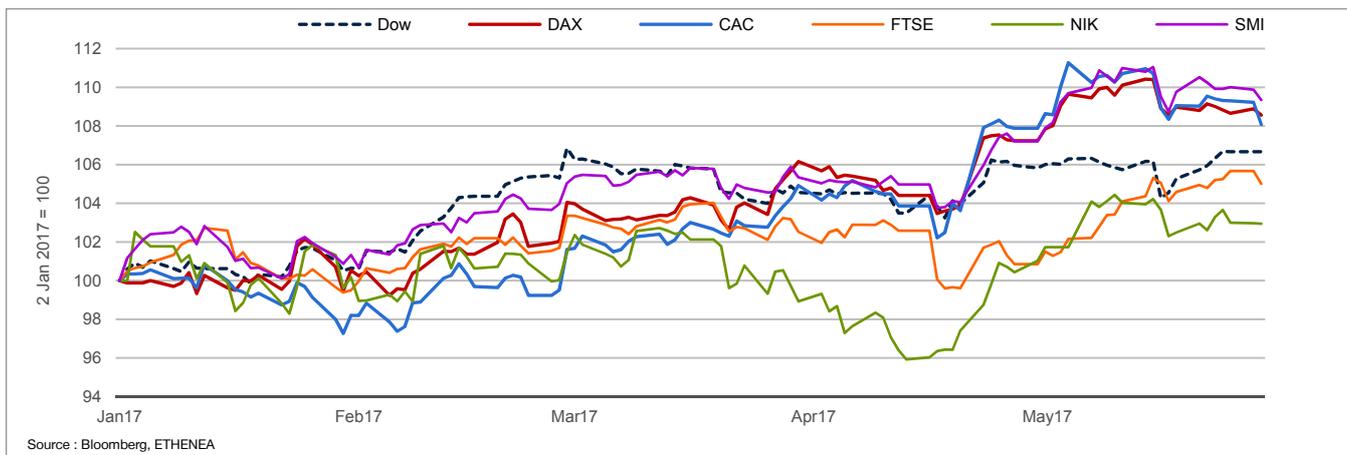
J'ai si souvent entendu maugréer ces derniers temps que les marchés étaient ennuyeux. Pour être franc, je me suis surpris à penser la même chose. C'est effrayant et très dangereux, car l'ennui va souvent de pair avec la complaisance. Rien ne peut être pire, comme j'ai pu le constater à de nombreuses reprises sur les marchés financiers au cours de ces 30 dernières années. En cédant à la complaisance, les investisseurs pèchent par excès de confiance et émettent des hypothèses erronées. Ils ont souvent une fausse idée du profil risque/rendement du marché.

Par conséquent, il est très important de maintenir un niveau de vigilance élevé, d'autant plus en période de trouble. Après tout, comme l'enseigne la devise de l'école de sorcellerie de Poudlard, qui s'avère être également le titre du présent Commentaire de marché, *il ne faut jamais chatouiller un dragon qui dort*. Un soupçon de magie pourrait aider à anticiper les prochains

faux pas des marchés, afin de limiter les pertes et peut-être même d'en tirer un bénéfice. Si une chose est sûre, c'est bien que des facteurs de nature à faire dérailler les marchés vont entrer en action. S'agira-t-il de développements politiques, de données économiques ou de changements de politique ? Nul ne le sait.

Analysons différentes variables de marché afin de déterminer les causes de ce climat de torpeur. Le graphique 1 compare l'évolution de différents indices actions. Pas une once d'ennui là-dedans ! Les indices européens progressent de 8 % sur l'année. Le Royaume-Uni et les États-Unis sont en retrait, mais c'est le Japon qui ferme la marche avec une progression à peine supérieure à 2 % en rythme annuel (après avoir affiché une baisse de 4 % cependant). On observe donc plutôt un certain dynamisme.

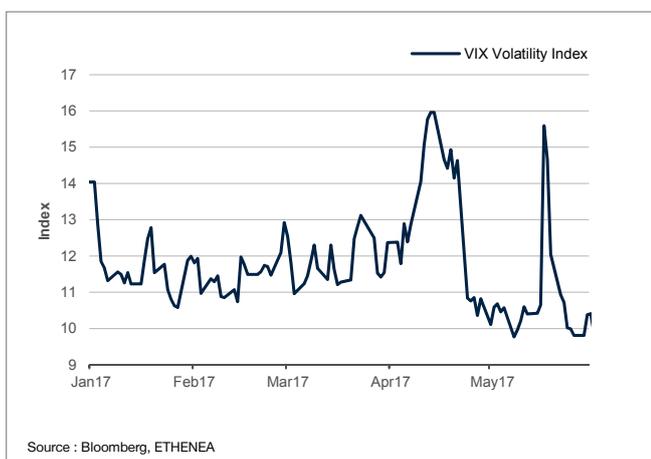
<sup>1</sup> Cette phrase en latin signifie « Il ne faut jamais chatouiller un dragon qui dort ».



Graphique 1 : Comparaison d'une sélection d'indices actions

L'indice de volatilité VIX, quant à lui, est proche de ses plus bas historiques, comme le montre le graphique 2. Il a connu deux pics, liés à chaque fois à des développements politiques dans un contexte difficile engendré par l'attitude de Donald Trump. L'important nombre de vendeurs de volatilité maintient la pression sur l'indice, une position qui ne sera payante si aucun évènement ne vient augmenter significativement le niveau réel de volatilité. À l'évidence, cela ne tracasse pas les opérateurs.

Le pétrole brut, qui a souvent été un facteur de réévaluation des actions et des obligations par le passé, est bien orienté depuis le début de l'année, fluctuant de quelque 10 % autour d'un cours moyen de 50 USD, ce qui ne paraît pas excessif dans le contexte tendu des négociations sur une baisse de la production. La volatilité à long terme du prix de l'or noir n'a cessé de baisser depuis le début de l'année. En l'absence de nouvelles surprises sur le front géopolitique, cette tendance devrait se poursuivre.



Graphique 2 : Évolution de l'indice VIX



Graphique 3 : Évolution des prix du pétrole

Après avoir fluctué le plus souvent dans une fourchette étroite entre 1,04 et 1,09 pendant six mois (graphique 4), le taux de change entre l'euro et le dollar américain a pris de la hauteur lorsque le marché a réévalué la probabilité de réalisation d'un scénario de *Trumpflation*. Si l'on peut penser, à première vue, qu'il s'agit là d'un tournant, l'enthousiasme retombe rapidement lorsqu'on observe l'évolution de la parité sur une période plus longue. Pendant plus de deux ans, celle-ci est restée cantonnée dans une fourchette comprise entre 1,04 et 1,15. Pas de quoi fouetter un chat !

Les rendements obligataires à long terme évoluent eux aussi dans une fourchette. Les Bunds à 10 ans se négocient entre 0,2 % et 0,5 %, et leurs équivalents américains, entre 2,20 % et 2,60 %. Aucun des développements politiques potentiellement désastreux survenus en Europe n'a pu faire sortir les rendements des Bunds de leur fourchette. Et même la politique fantasque du président Trump n'a donné lieu qu'à de faibles fluctuations des rendements des bons du Trésor américain. Un coup d'œil rapide aux spreads de crédit des émissions de qualité investment grade et spéculatives (graphiques 6 et 7) montre qu'ils ont peu évolué, si ce n'est pour continuer à se contracter légèrement.



# Perspectives macroéconomiques >>

## Déjà-vu

« Aux États-Unis, l'inflation a atteint un nouveau record, tandis que le taux de chômage a baissé à 4,4 %, son plus bas niveau depuis la dernière récession. Le PIB est attendu en hausse de 2,1 % et les indicateurs avancés, bien qu'en légère baisse, continuent de pointer vers la croissance. Le S&P 500 a également atteint un nouveau record. Dans la zone euro, l'inflation demeure dans la fourchette de confort de la Banque centrale européenne (BCE), tandis que le chômage est à la baisse. Le PIB de la région devrait progresser de 2,6 %, sur fond d'amélioration des indicateurs avancés. Le STOXX 600 a lui aussi atteint un nouveau sommet. *Déjà-vu* ? En substance, l'analyse de la situation économique est identique à celle que l'on pouvait faire en juin 2007, il y a exactement dix ans.

Comme dans le film *Matrix*, l'impression dominante est celle de *déjà-vu*, semblable à celle qu'éprouve Neo, le personnage principal, au moment où la matrice est relancée et qu'une nouvelle session démarre selon de nouvelles règles.

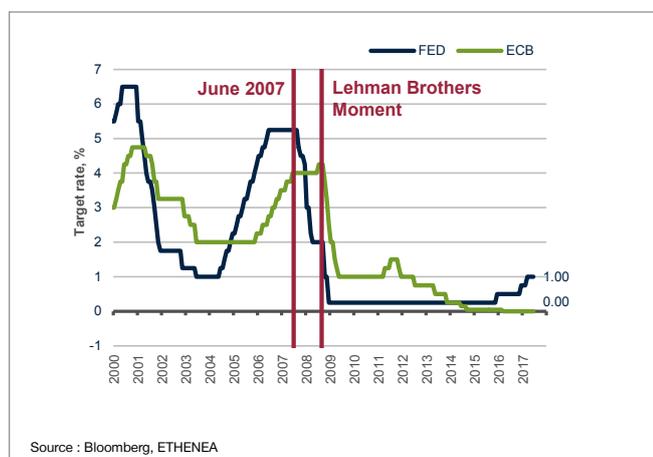
L'une des principales différences entre la situation d'alors et celle d'aujourd'hui réside dans la place qu'occupent les banques centrales. Leur bilan a considérablement augmenté au cours des dix dernières années et le niveau des taux d'intérêt est radicalement différent (graphique 8). En 2007, les taux cibles des banques centrales étaient de 4 % en Europe et 5,25 % aux États-Unis, leur plus haut niveau au cours du dernier cycle si l'on

ne tient pas compte de la « hausse Trichet », du nom de l'ancien président de la BCE, qui a opéré un relèvement de 0,25 % juste deux mois avant que Lehman Brothers ne fasse faillite.

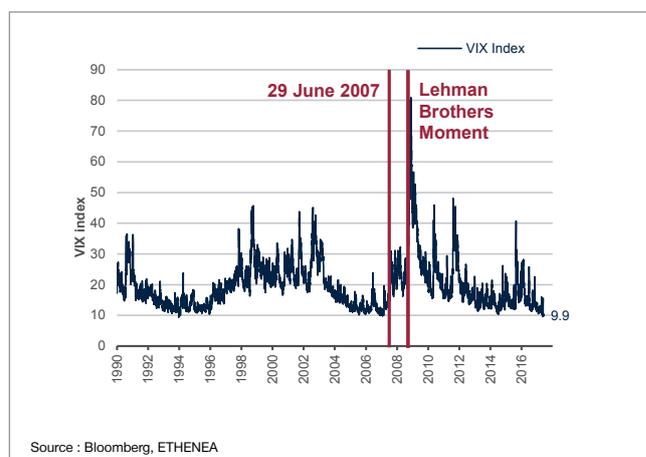
Face à cette nouvelle donne, il est logique de se demander ce que les banques centrales pourraient faire en cas de nouvelle récession et comment se présente un portefeuille correctement diversifié aujourd'hui. En fait, il semble que les emprunts d'État ne puissent plus être considérés comme des actifs sûrs à l'avenir, car leur capacité à absorber les chocs financiers est nettement plus limitée aujourd'hui qu'il y a dix ans.

Hormis les banques centrales et les conséquences persistantes de la crise financière mondiale (CFM), qui continue de hanter les investisseurs, le mois de juin 2007 a marqué un tournant dans nos vies, et celle des générations futures. Son impact sur nos vies est encore plus grand que celui de la CFM. Le 29 juin 2007, le premier iPhone était proposé au public. Symbolisant à lui seul la révolution de l'Internet et des communications, il illustre parfaitement la confiance et la complaisance qui régnaient au cours des années qui ont précédé la crise financière.

En quelques semaines seulement, cette confiance a volé en éclats. Le 9 août 2007, BNP Paribas « ...gelait pour 2,2 milliards USD d'avoirs, citant comme raison la débâcle du secteur des hypothèques subprime aux États-Unis, qui a



Graphique 8 : Hier et aujourd'hui



Graphique 9 : Complaisance ou confiance

<sup>2</sup> Source : <http://www.reuters.com/article/us-bnpparibas-subprime-funds-idUSWEB612920070809>

<sup>3</sup> Source : <https://group.bnpparibas/en/press-release/bnp-paribas-investment-partners-temporarily-suspends-calculation-net-asset-funds-parvest-dynamic-abs-bnp-paribas-abs-euribor-bnp-paribas-abs-ecnia>

ébranlé les marchés financiers à l'échelle mondiale ». <sup>2</sup> « Du fait de l'évaporation totale de la liquidité sur certains segments du marché américain de la titrisation, il est devenu impossible d'évaluer certains actifs à leur juste valeur, indépendamment de leur qualité ou de leur notation. La situation est telle qu'il n'est plus possible de déterminer la juste valeur des actifs sous-jacents des ABS américains [...]. Par conséquent, nous sommes dans l'incapacité de calculer de manière fiable la valeur liquidative (VL) des fonds. » <sup>3</sup> En décembre de la même année, l'économie américaine entrait dans la pire récession qu'elle ait connue depuis la Grande Dépression. Le 15 septembre 2008, Lehman Brothers faisait faillite. La crise des subprimes s'est propagée à l'ensemble du globe, entraînant une récession de l'économie mondiale et un effondrement des marchés financiers.

Depuis les heures sombres de la CFM, d'énormes progrès ont été faits et on ne peut que louer l'efficacité avec laquelle les banques centrales et les gouvernements ont su contrer les forces obscures qui étaient alors à l'œuvre.

Comme l'a mentionné Guido Barthels, la crainte et la confiance (ou la complaisance) sont notamment mesurées par l'indice VIX, qui synthétise la volatilité du marché actions américain. À 9,9 % au moment où nous rédigeons ce commentaire (graphique 9), c'est la 14<sup>e</sup> fois en 27 ans que cet indice passe sous la barre des 10 %, ce qui indique clairement un niveau de confiance ou de complaisance élevé. Là encore, le sentiment est celui de *déjà-vu*. En d'autres termes, un tel niveau est observé tous les deux ans en moyenne... mais cette fois, il a été enregistré cinq fois au cours des quatre dernières semaines.

Une période de volatilité très faible n'est en aucun cas le signe avant-coureur d'un krach de grande ampleur. Néanmoins, le contexte de juin 2007 nous rappelle que nous ne devons pas nous laisser aveugler par les statistiques économiques et financières, non pas parce qu'elles sont erronées, mais parce qu'elles peuvent se retourner brusquement. Les certitudes d'aujourd'hui ne sont pas celles de demain. Nous devons rester vigilants, comme indiqué dans la première partie de ce Commentaire de marché.

La croissance est solide aux États-Unis, dans la zone euro et en Chine. Les indicateurs avancés continuent de pointer vers une poursuite de cette dynamique. L'inflation est faible et stable, et il est peu probable qu'elle dépasse les objectifs des banques centrales à court terme. Les politiques monétaires restent globalement accommodantes, malgré une certaine normalisation. Selon toute vraisemblance, le cycle économique mondial ne devrait pas s'améliorer mais il pourrait durer plus longtemps et constitue une « zone de confort ».

Nous n'avons aucune raison particulière d'anticiper un changement brutal et pensons que l'environnement économique et de marché actuel se maintiendra pendant les deux prochains mois. Comme nous l'avons dit dans les éditions précédentes de notre Commentaire de marché, les risques latents demeurent néanmoins nombreux. Parmi ceux-ci, citons l'Italie, qui représente un risque existentiel pour la zone euro, l'économie américaine, qui ralentit progressivement, et enfin la Chine, en proie à des déséquilibres au niveau domestique et international (dette intérieure élevée et pression à la baisse sur la devise). Nous surveillons étroitement tous ces facteurs de risque. Les trois pays concernés ont au moins un dénominateur commun : leur fort degré d'endettement, privé ou public. Si nous ne devons surveiller qu'une seule variable, c'est le niveau des taux d'intérêt. *Déjà-vu ?* Nous verrons.



## Auteurs >>

**Yves Longchamp, CFA**

Head of Research

ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG



## Éditeur >>

L'Équipe de gestion du portefeuille et le Responsable de la recherche



*Assis (de gauche à droite) : Daniel Stefanetti, Guido Barthels, Luca Pesarini, Arnaldo Valsangiacomo, Christian Schmitt, Peter Steffen ; Debout (de gauche à droite) : Simon Oeser, Fabian Scheler, Ralf Müller, Roland Kremer, Jörg Held, Matthias Brachtel, Niels Slikker, Yves Longchamp – Responsable de la recherche chez ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG & Thomas Herbert (absent de la photo).*

## Contact >>

N'hésitez pas à nous contacter en cas de questions ou de suggestions.

ETHENEA Independent Investors S.A.  
16, rue Gabriel Lippmann · 5365 Munsbach · Luxembourg  
Tél. : +352 276 921-0 · Fax : +352 276 921-1099  
info@ethenea.be · ethenea.be

## Remarque importante >>

Les fonds d'investissement décrits dans le présent Commentaire de Marché sont des fonds communs de placement de droit luxembourgeois constitués pour une durée indéterminée conformément à la Partie I de la Loi luxembourgeoise du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif (la « Loi du 17 décembre 2010 »).

À l'instar de tout investissement dans des valeurs mobilières ou des actifs similaires, l'investissement dans un fonds comporte des risques de dépréciation et de pertes de change. Conséquence : les prix des parts du fonds et la hauteur du revenu fluctuent et ne peuvent pas être garantis. Les coûts du placement influent sur sa performance réelle. Les parts ne peuvent être achetées que sur la base des documents de vente réglementaires (DICI, prospectus et rapports annuels), qui peuvent être obtenus gratuitement en version anglaise auprès de la société de gestion de fonds ETHENEA Independent Investors S.A., 16 rue Gabriel Lippmann, L-5365 Munsbach, ainsi que du représentant en Suisse IPConcept (Schweiz) AG, In Gassen 6, Postfach, CH-8022 Zurich. L'agent payeur en Suisse est DZ PRIVATBANK (Schweiz) AG, Münsterhof 12, Postfach, CH-8022 Zurich. Les informations contenues dans le présent document ne sont fournies qu'à des fins de description de produits. Elles ne constituent ni un conseil en investissement, ni une offre de conseil ou d'information, ni une proposition d'achat ou de vente de valeurs mobilières. Le contenu a été soigneusement recherché, compilé et vérifié. Aucune garantie ne saurait être donnée quant à sa justesse, son exhaustivité ou son exactitude. Munsbach, le 30/6/2017.