

Baisse des marchés financiers : un mouvement éphémère ?

Les actifs financiers risqués ont commencé l'année en fanfare, affichant de fortes progressions en janvier. L'indice actions CAC 40 prenait 3 % au cours du mois, le S&P 500 (actions américaines) montait de près de 7 %, l'indice BofA Euro High Yield (obligations d'entreprises de la zone euro les moins bien notées) était en hausse de 0,4 %.

Cette période d'euphorie a pris fin le 2 février, avec une baisse d'environ 2 % des marchés actions. La baisse s'est accélérée le lundi 5 février, l'indice Dow Jones 30 chutant de plus de 6 % en séance. Ce mouvement s'est poursuivi jusqu'au 9 février. A cette date, par rapport à leurs niveaux de fin janvier les principaux indices actions perdaient entre 8 % (CAC 40) et 10 % (S&P 500, Nikkei).

Un rebond a eu lieu depuis cette date, permettant aux indices actions US de repasser dans le vert depuis le début d'année, les indices européens restant en baisse modérée (-1 % pour le CAC 40, -3 % pour l'EuroStoxx 50).

Du côté du marché obligataire, les actifs ont mieux résisté dans la baisse mais s'affichent néanmoins en repli. Ainsi l'indice Bloomberg Euro Aggregate (obligations d'entreprises de la zone euro les mieux notées) perd 1,2 % depuis le début d'année et l'indice BofA Euro High Yield (obligations les moins bien notées) affiche une performance de -1,3 %. La baisse est plus sensible sur les titres souverains. Les obligations allemandes, françaises et américaines à 10 ans perdent environ 2,7 %.

Cette correction boursière a été déclenchée par la nette hausse des taux souverains américains, elle-même liée à l'accélération des salaires aux Etats-Unis (+2,9 % rythme le plus élevé depuis 2009) et de l'inflation (+2,1 % et +1,8 % hors alimentation et énergie).

Les investisseurs s'inquiètent d'une spirale inflationniste aux Etats-Unis qui serait provoquée par d'importantes hausses de salaires et qui obligerait la Fed à mener une politique monétaire plus restrictive.

Cependant, les facteurs pesant sur l'inflation n'ont pas disparu en quelques semaines. La digitalisation de l'économie réduit le coût de distribution des biens et services et augmente la concurrence, pesant sur les prix. La concurrence des pays émergents est vive, grâce à des coûts de production plus faibles. L'évolution du marché du travail (déréglementation, emplois à bas salaires, auto-entrepreneurs) affaiblit le lien entre baisse du chômage et hausse des salaires.

Par conséquent, nous pensons que les marchés financiers surestiment le risque d'accélération de l'inflation. Rappelons qu'une inflation durable est la résultante de deux éléments, une hausse des salaires supérieure à la hausse de la productivité (d'où une hausse du coût salarial unitaire) et un pouvoir de fixation des prix par les entreprises. Aujourd'hui, le 1^{er} élément ne joue pas. Le coût salarial unitaire n'augmente que peu (cf. graphique ci-dessous), les entreprises n'ont pas besoin d'augmenter leurs prix de vente pour préserver leurs marges. Ensuite, la capacité des entreprises à augmenter leurs prix de vente nous semble bien moindre que dans le passé.

Notre scénario d'évolution des actifs financiers en 2018 n'est donc pas modifié. Les marchés actions devraient connaître des performances positives sur l'année, équivalentes à la progression des bénéfices. Nous privilégions les sociétés européennes, en particulier les valeurs domestiques (moins impactées par les variations du change).

Les obligations d'entreprises devraient rester soutenues par l'environnement économique favorable. Il nous semble rester un peu de potentiel haussier sur les titres moins bien notés (high yield), en effectuant une sélection drastique des émetteurs, sur la dette subordonnée des sociétés financières et sur certaines situations spéciales (rehaussement de notation par les agences, obligations rachetées par l'émetteur pour des raisons réglementaires...). A l'inverse, il convient de rester à l'écart des obligations souveraines et des titres les mieux notés à longue maturité.

Nous indiquions début janvier que deux éléments principaux pourraient entrainer un retour de la volatilité sur les marchés financiers en 2018, à savoir l'évolution de l'euro et le rythme de hausse des taux souverains. Cela reste d'actualité. Gardons à l'esprit qu'il faudra faire preuve d'une flexibilité accrue afin de dégager la meilleure performance possible.

Evolution du coût salarial unitaire (en bleu, échelle de droite) et de l'inflation US (en vert, échelle de gauche)

