

12 février 2018

L'ÉTAT DU MARCHÉ

Information la plus récente sur les marchés
par l'équipe de Richardson GMP



La cloche a sonné

Craig Basinger, Chris Kerlow, Derek Benedet, Shane Obata

La semaine dernière, nous avons intitulé notre article « [Les taux obligataires pourraient sonner le glas des marchés boursiers.](#) » Or, c'est exactement ce qui s'est produit, les marchés boursiers ne pouvant plus résister à la hausse des taux obligataires. L'obligation du Trésor américain à 10 ans a fracassé par deux fois des records pour s'établir à 2,88 % précisément. Le S&P 500 a perdu 5,2 % et l'indice composé S&P/TSX a régressé de 5,4 %, les deux indices se retrouvant en territoire de correction (baisse de 10 % et plus) par rapport à leur sommet de janvier. La première correction en 722 jours est finalement arrivée après la plus longue séquence sans recul significatif jamais enregistrée. Après le rebond de fin de journée de vendredi, les marchés boursiers ont clôturé la semaine tout juste en recul de 10 % par rapport à leurs sommets respectifs, effaçant d'un coup des mois de gains (graphique 1).

Les corrections sont des phénomènes d'aversion au risque assez extrêmes qui ont une incidence non seulement sur les actions, mais sur l'ensemble des marchés financiers. La montée en flèche de la volatilité a des répercussions sur les actions, les obligations et mêmes les monnaies. Habituellement, les corrections sont provoquées par un événement extérieur, mais malgré toutes les tentatives d'explication après le fait, force est d'admettre que cette correction n'est pas aussi tangible que les précédentes. Aucun événement géopolitique ni nouvelle fracassante ne saurait ici être invoqué.

Après la pire semaine pour les marchés boursiers américains depuis janvier 2016, les investisseurs pris de panique tentent de comprendre ce qui se passe. La capitalisation boursière du S&P 500 a fondu de 2,25 billions \$ depuis le sommet du 26 janvier. Cela a provoqué un changement d'humeur radical chez les investisseurs; le sondage de l'AAII sur la confiance des investisseurs est passé de la

Derniers rapports

[Les taux obligataires pourraient sonner le glas des marchés](#)

[Le dollar va vous faire rager](#)

[Lien entre l'âge et le style croissance ou valeur](#)

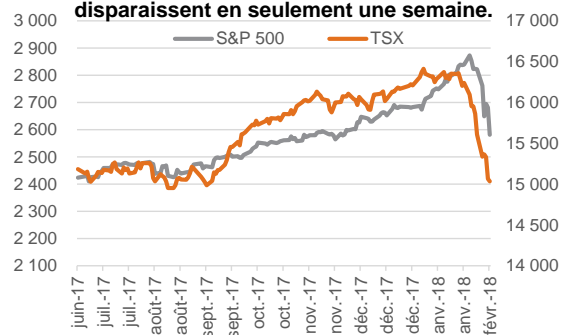
[Gérer les biais comportementaux](#)

[Les astres restent bien alignés](#)

[L'anatomie d'une bulle](#)

[L'importance du pourquoi](#)

Graphique 1: Les gains des derniers mois partent en fumée. Des billions de dollars disparaissent en seulement une semaine.



quasi-euphorie à un résultat nettement moins positif. En janvier, les marchés faisaient preuve d'une grande complaisance, et comment aurait-il pu en être autrement? Le ratio des options de vente aux options d'achat (graphique 2) a atteint des creux de plusieurs années en janvier, un signe que les investisseurs ne cherchaient pas à protéger leur portefeuille. La volatilité était faible et les marchés progressaient à un rythme encore plus rapide. Les choses semblaient si bien aller jusqu'à ce qu'elles cessent de bien aller.

Une correction technique plutôt que fondamentale

Le dommage a été fait et les marchés vont fluctuer à court terme, même si les conditions restent favorables. Contrairement aux corrections précédentes, la conjoncture économique demeure solide. Sur les 30 indicateurs de notre baromètre du cycle du marché, 25 sont toujours en territoire positif (graphique 3), et habituellement nous ne craignons pas une récession tant que ce nombre ne tombe pas à moins de 15. L'indice LEI (l'indice des 10 indicateurs économiques précurseurs du Conference Board des États-Unis) augmente également, et ce depuis le milieu de l'année dernière. Dans notre étude des corrections précédentes, nous avons comparé le rendement qui a suivi les corrections boursières depuis 1988, selon que l'indice LEI était positif ou négatif. Les résultats sont illustrés dans le tableau 1. Ce qu'on constate, c'est que le rendement à court terme (sur trois et sur six mois) est nettement plus positif lorsque l'indice LEI monte.

Comme les conditions économiques sont toujours positives, cela nous incite à penser que cette correction est beaucoup plus technique que fondamentale. Même si votre instinct vous dit le contraire, lorsque le consensus penche trop dans une direction, il est souvent préférable d'aller à contre-courant de la majorité et d'acheter durant une baisse ou de vendre durant une hausse. Dans notre for intérieur, nous savons tous que c'est ce que nous devrions faire, mais pourquoi est-ce si difficile? En finance comportementale, la théorie des perspectives est un principe bien connu selon lequel la douleur ressentie à la suite d'une perte est plus de deux fois plus intense en moyenne que le plaisir procuré par un gain. Si on revient à la ligne des « jours de pertes » du premier graphique, on constate que les marchés américains se retrouvent là où ils étaient en novembre, par contre la douleur ressentie la semaine dernière a été plus que deux fois plus grande que le plaisir que nous avons eu à voir nos placements fructifier au cours des derniers mois.

Cette correction boursière ressemble à une tempête qui détruit une forêt : malgré la dévastation, les excès sont éliminés pour faire place à une croissance plus saine. La surenchère a été éliminée et les valorisations sont revenues à des niveaux plus raisonnables. Le graphique 4 montre que les valorisations du TSX et du S&P 500 sont

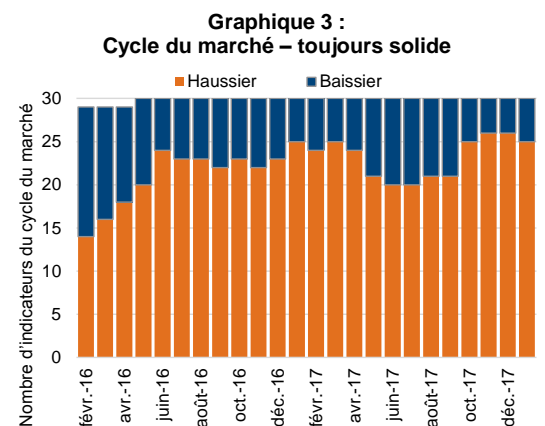
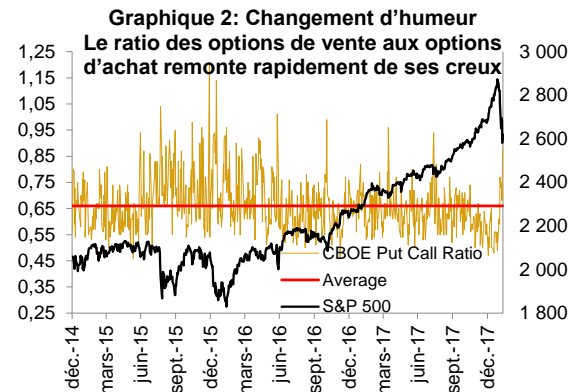


Tableau 1 : Différence dans les corrections selon que l'indice LEI est en hausse ou en baisse

Date	+3 mois	+6 mois	+1 an
Médiane	5,93%	13,59%	27,00%
Moyenne	5,77	10,97%	17,40%
Moyenne si LEI (en glissement mensuel) > 0	7,41%	15,24%	15,14%
Moyenne si LEI (en glissement mensuel) < 0	3,85%	6,61%	15,06%
Moyenne si LEI (en glissement annuel) > 0	8,27%	15,33%	21,45%
Moyenne si LEI (en glissement annuel) < 0	-0,90%	-0,64%	6,61%

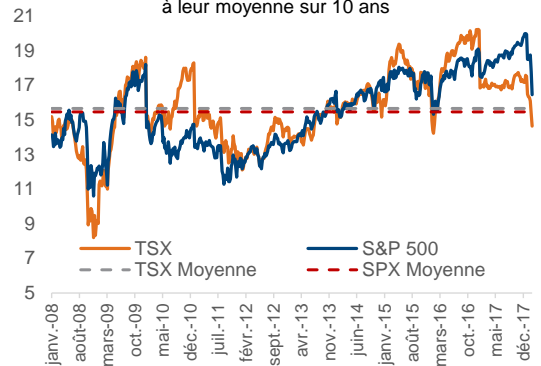
revenues à leur moyenne respective sur 10 ans. Le TSX est même actuellement sous cette moyenne, ce qui représente une excellente occasion d'achat.

La cause

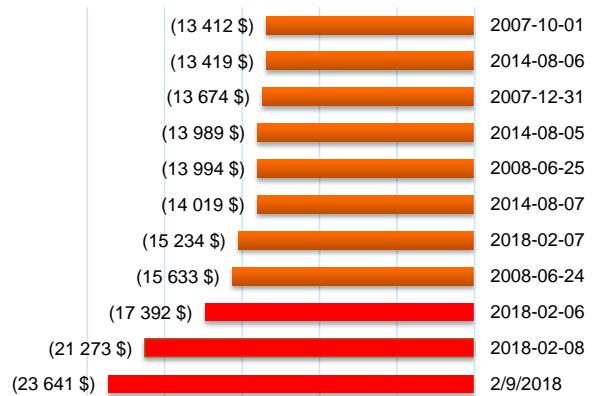
Comme il y a une cause et un effet pour tout, qu'est-ce qui a provoqué cette récente correction rapide? Deux principaux facteurs semblent avoir joué ici. Premièrement, il semble que l'implosion des produits de placement liés à la volatilité ait à tout le moins exacerbé la braderie. Ces stratégies ont gagné en popularité en raison de la faible volatilité prolongée du marché. Pour nous, ces stratégies se comparent à ramasser des pièces de cinq cents devant un rouleau compresseur. C'est de l'argent facile jusqu'à ce que votre lacet se coince et que vous soyez broyé par le rouleau compresseur. C'est ce qui s'est produit lundi lorsque l'indice de volatilité du S&P (VIX) a plus que doublé au cours de la même séance, ce qui a provoqué l'implosion de ces produits. La stratégie qui consiste à prendre des positions vendeur sur la volatilité des actions va au-delà d'une poignée de FNB prisés par les gestionnaires qui prennent des positions vendeur sur la volatilité à long terme et qui utilisent une stratégie des risques à parité ou d'autres stratégies similaires. La grande quantité de capital engagé dans ces stratégies a pompé une bonne partie de la liquidité du marché, puisque ces investisseurs ont dû vendre des actions pour couvrir leurs positions vendeur, se tourner vers les obligations ou acheter des titres en recul dans l'espoir que la volatilité se normalise. Comme en témoigne le dénouement des positions en actions, le FNB SPY, qui est le plus gros dans le monde, a fondu de 2,3 milliards \$ plus tôt cette semaine après avoir enregistré sa plus importante sortie d'actif en quatre jours (graphique 5).

L'autre cause possible à laquelle nous nous intéressons davantage est le rapport sur l'emploi de vendredi dernier, lorsque les États-Unis ont rapporté la plus forte hausse des gains horaires moyens depuis 2009. La main-d'oeuvre (graphique 6) représente le plus gros coût pour presque toutes les entreprises, et on craint que des salaires plus élevés et un marché du travail plus restreint provoquent de l'inflation. La faible inflation est ce qui a permis à la Réserve fédérale (Fed) de se montrer aussi accommodante pendant aussi longtemps. Même si la Fed a commencé à relever les taux il y a plus d'un an, les hausses ont été faibles, prudentes et très tributaires de l'évolution des données. Si la « garantie de la Fed » (c'est-à-dire le sentiment que la Fed va servir de filet de sécurité aux marchés) devait être retirée et que les taux devaient se mettre à augmenter plus rapidement, cela pourrait provoquer une inversion de la courbe des taux et faire dérailler la croissance, voire précipiter l'économie dans une récession.

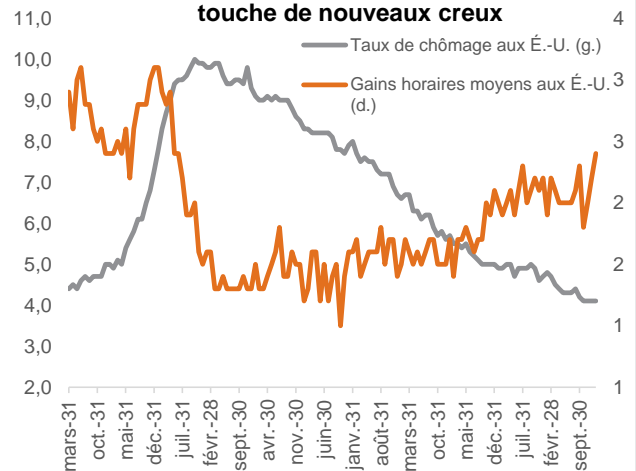
Graphique 4 : Le grand rajustement
Retour des valorisations à leur moyenne sur 10 ans



Graphique 5 : Plus important déclin des flux d'actif du fonds SPY en quatre jours



Graphique 6 : Hausse des salaires alors que le chômage touche de nouveaux creux



Nous restons aux aguets, à l'affût des premiers signes d'inflation, et nous allons en parler dans ce numéro de *L'état du marché*, mais comme la moyenne Dow-Jones des industriels s'est maintenue au niveau des 20 000 points durant la semaine nous avons changé d'idée.

Conséquences pour les portefeuilles

Nous pensons que l'inflation est toujours sous-estimée par le marché et que la montée des taux obligataires va se poursuivre. Cela va nuire aux actifs à long terme comme les obligations ou les actions à rendement élevé sensibles aux taux d'intérêt, mais aider les valeurs cycliques. Nous avons positionné nos portefeuilles fondamentaux de manière à privilégier les actions cycliques qui versent des dividendes et à sous-pondérer les titres sensibles aux taux d'intérêt. Ce positionnement a fonctionné jusqu'ici et c'est la stratégie que nous allons utiliser jusqu'à ce que les rendements atteignent un crescendo et que nous commençons à réduire notre pondération. Entre-temps, nous avons profité de la faiblesse récente du marché pour acheter des titres figurant dans notre liste des titres recommandés qui sont maintenant beaucoup plus attrayants.

Les graphiques ont été fournis par Bloomberg, à moins d'indication contraire.

Cette publication est fournie à titre d'information générale et ne constitue pas une offre ou une sollicitation pour la vente ou l'achat des titres mentionnés aux présentes. Le rendement passé pourrait ne pas se répéter. Malgré tous les efforts pour produire ce rapport à partir d'information obtenue auprès de sources jugées dignes de foi, nous ne pouvons pas garantir que cette information est exacte ou complète. Avant de prendre une décision sur la base de cette information, veuillez obtenir des conseils financiers individuels qui tiennent compte de votre situation personnelle. Ni l'auteur ni Richardson GMP Limitée (RGMP) ne font aucune représentation ou ne fournissent aucune garantie, expresse ou implicite, relativement à cette information et n'assument aucune responsabilité pour les erreurs ou les omissions qu'elle pourrait contenir ou pour toute perte que l'utilisation de ce rapport ou de son contenu pourrait entraîner. Richardson GMP Limitée est membre du Fonds canadien de protection des épargnants. Richardson est une marque de commerce de James Richardson & Fils, Limitée. GMP est une marque de commerce déposée de GMP Valeurs Mobilières S.E.C. Les deux marques sont utilisées sous licence par Richardson GMP Limitée.