

La question est dans tous les esprits : qu'est-il arrivé à M. Marché au mois d'octobre ? Le contexte macro-économique aurait-il été bouleversé jusqu'à justifier une baisse de 25% du pétrole et de 100 points en 3 jours du S&P500, du jamais vu depuis 2011.



## Octobre : une anomalie ou un signal d'alarme ?



La presse s'est faite l'écho des risques de ralentissement économique et déflationniste en zone euro. Même si les derniers chiffres ne sont guère rassurants, la dynamique de la zone euro n'a jamais fait rêver les investisseurs internationaux qui s'en détournent depuis le mois de juillet. La situation géopolitique ? Il est certain que les risques ont augmenté ces dernières années. Mais l'environnement était bien plus tendu en début d'année au moment des initiatives Russes. Normalisation de la politique monétaire américaine ? Bien sûr, M. Marché n'apprécierait pas si elle était abrupte. Mais rien ne permet d'affirmer qu'elle va s'accélérer.

D'ailleurs, la hausse du dollar ces derniers mois pourrait avoir pour effet de retarder le resserrement en diffusant une vague déflationniste.

Ainsi, la démarche top-down classique visant à étudier les conditions macro-économiques pour en déduire les dynamiques de marché serait-elle totalement inefficace pour expliquer des mouvements de court terme mais qui peuvent ruiner une performance annuelle.

L'explication de fébrilité de M. Marché au mois d'octobre nous semble être de nature endogène. Elle est à chercher dans la structure des intervenants sur le marché. Comme nous l'écrivions dans les commentaires de notre allocation d'actifs de l'Agefi Actifs du 26 septembre : « *un marché n'a pas besoin de raisons exogènes pour baisser. Une étincelle suffit quand les acheteurs de long terme ont disparu...* ».

Le poids du trading haute fréquence (THF) ne cesse de croître et participe de la liquidité du marché. Le 15 septembre, soit 3 jours avant que le S&P500 n'atteigne son record, CME group, la place de marché qui gère les futures et options sur les principaux indices a adopté de nouvelles règles visant le THF afin d'éradiquer des « pratiques de marché perturbatrices ». Il est probable que cela ait contribué au tarissement de la liquidité. L'or, baromètre de la liquidité, n'a pas joué son rôle de valeur refuge. Ce sont les membres des principales banques centrales qui ont freiné la chute des bourses. Par ordre d'apparition : Charles Evans (Président Fed Chicago) le 13 octobre, John Williams (Président Fed San Francisco) le 14, Andrew Haldane et Benoit Coeure (Chef économiste BoE et membre de la BCE) le 17.

Chacun a cherché à rassurer sur le caractère accommodant des politiques monétaires. Enfin, au cours d'une conférence à Washington en début de mois, le patron de la division « Financial Market » du FMI, José Viñal, a dit : « *les mutual funds ont enregistré des souscriptions très importantes et sont devenus les plus importants propriétaires de la dette d'entreprises. Cela crée une illusion de la liquidité qui pourrait amplifier les chocs et mener à des baisses plus fortes... nos mesures de liquidités se sont détériorées* ». Enfin, nous sommes en période de publications de résultats des sociétés américaines durant laquelle il leur est interdit de procéder à des rachats d'actions.

Qu'attendre des fondamentaux ? La baisse du pétrole va jouer, en particulier aux Etats-Unis, le rôle d'une baisse d'impôt et pourrait permettre de bonnes ventes de fin d'année, en agissant comme un facteur désinhibant. Par ailleurs, la fin des tests de la BCE et de la BoE pourrait jouer un rôle de catalyseur d'octroi de crédit.

## Valeurs Pétrolières



Le sentiment des investisseurs sur le pétrole a drastiquement changé. Il y a encore quelques mois, c'était le moyen de participer à la croissance mondiale et de se couvrir contre les risques géopolitiques qui ne manquaient pas. Désormais, les révisions baissières de la croissance mondiale, la vigueur de la production américaine et l'inaction de l'OPEP sont vus comme un poids. Certains vont même jusqu'à prédire une chute des cours jusqu'à 10\$. La baisse de 25% du pétrole ces derniers mois a fait chuter les secteurs des pétrolières intégrées (-20%), des petits producteurs (-40% à -50%), des compagnies

à augmenter les capacités de production, tant celle-ci son contraintes.

## Small Caps Banks

- Bien que les tensions entre l'Ukraine et la Russie se soient calmées, il n'est pas exclu que la géopolitique se réinvite dans l'anticipation des cours du pétrole. Le 24 novembre est la date limite pour l'Iran et les pays occidentaux pour arriver à un accord sur le programme nucléaire. L'Iran pourrait une nouvelle fois chercher à gagner du temps. Compte tenu de l'écrasante victoire des Républicains au Sénat, il n'est pas certain que l'administration Obama, connue jusqu'à présent pour son laxisme dans sa politique internationale, fasse preuve d'une grande patience.



- Les managers des compagnies pétrolières (insiders) achètent leurs propres titres dans une ampleur inconnue depuis mai 2012. A cette époque le secteur avait progressé de 30% les 12 mois suivants. Un « insider » peut avoir de multiples raisons pour vendre ses titres (recherche de diversification, paiement des impôts,...), il n'y en a qu'une seule pour laquelle il achèterait les titres de sa société : il la trouve sous-évaluée.

Parmi les positions ayant fortement rebondi au mois d'octobre, on trouve, au sein de l'allocation **SMIDS** (+5.85% ytd), les petites et moyennes banques américaines **PowerShares S&P SmallCap Financials** (+10.1%) qui constituent une des principales positions. Il s'agit d'ailleurs d'une des meilleures performances, toutes classes d'actifs confondues. Cette hausse a permis au secteur de sortir de son « trading range » établi depuis plus d'un an. Tout porte à croire que la tendance devrait se poursuivre :

- A moyen terme, la valorisation du secteur, mesurée par son price to book, suit fidèlement sa rentabilité (ROA). Pourtant,



Cette publication constitue une « recherche en investissement » au sens de l'article L544-1 du Code Monétaire et Financier. Il ne s'agit pas « Conseil en Investissement » personnalisé.

L'ensemble des personnes physiques ou morales en relation avec les clients ou prospects de Pragmages ou ses éventuelles filiales sont soumis à une charte d'éthique qui est à votre disposition.

Les recommandations présentes dans ce document sont réalisées avec la plus grande probité et en totale indépendance vis-à-vis des établissements financiers, en particulier des producteurs d'ETF.