


 MICHEL LONGHINI,  
 DIRECTEUR GÉNÉRAL EXÉCUTIF  
 PRIVATE BANKING, UNION BANCAIRE  
 PRIVÉE

## Un œil sur la place

# Jusqu'à quel point la tendance haussière peut-elle défier la théorie des cycles des marchés?

La tendance haussière qui a commencé aux Etats-Unis en mars 2009 mérite déjà de figurer en bonne place dans les annales boursières. A l'aune des records sans cesse battus par le MSCI World, ce «bull market» se distingue comme l'un des plus longs de l'histoire. Mais ce n'est pas sa seule singularité. Malgré les nombreux facteurs de risque qui se sont manifestés depuis l'an passé, la volatilité se maintient à des niveaux historiquement bas. Brexit, élection de Donald Trump ou craintes de dérives populistes lors des échéances électorales aux Pays-Bas et en France: tous ces aléas, qui auraient pu provoquer un regain de fébrilité, une baisse des Bourses ou, au moins, susciter le retour à une certaine prudence, ont eu beaucoup moins d'impact qu'attendu.

Les marchés ont certes marqué le pas en avril 2015, lorsque certains signaux d'essoufflement ont été anticipés du côté de la croissance américaine, puis début 2016, quelques semaines après le premier resserrement du taux des Fed Funds, alors qu'un vent d'inquiétude soufflait sur la bourse chinoise et la conjoncture mondiale. Toutefois, la nervosité accrue engendrée par ces coups de semonce n'a pas duré. Bien loin de déclencher la rupture redoutée, ces corrections ponctuelles n'ont été que des aléas passagers dans un mouvement haussier imperturbable.

### Abstraction des risques politiques

En somme, à l'exception de la livre, qui a chuté à la suite du vote du Brexit, les actifs financiers se sont comportés comme s'ils faisaient abstraction d'un environnement politique pourtant porteur de

changements majeurs. La plupart de ces risques sont maintenant derrière nous mais, sur le plan géopolitique, de lourdes incertitudes persistent du côté du Golfe, de la Syrie, de l'Iran ou de la Corée du Nord. Or, là aussi, force est de constater qu'elles n'ont guère d'effet sur la conjoncture financière.

Si l'on ajoute à cela le fait que les valorisations ont atteint des niveaux records, la situation est pour le moins déconcertante. Elle est même aberrante au regard de la théorie de la finance comportementale. En effet, dans un tel environnement d'euphorie durable sur les marchés, certains signaux d'anxiété devraient apparaître sous la forme notamment d'une augmentation de la volatilité. Mais pour l'instant, les indicateurs avancés sont toujours au vert, à l'instar de l'indice VIX, actuellement à son plus bas historique.

Volatilité durablement atone, faiblesse des taux et valorisations records: une telle configuration plaide en faveur de la prudence. Néanmoins, les investisseurs qui sont restés dans le marché – sans se préoccuper outre mesure des valorisations élevées – s'en sont bien mieux sortis que les inquiets.

### A la recherche du déclencheur

La question reste ainsi posée: y aura-t-il un retournement, et si oui, quel sera son déclencheur? Autrement dit, alors que la planète financière s'apprête à souffler une série de bougies hautement symboliques (krachs de 1987, de 1997 (Asie) et de 2007), jusqu'à quel point les marchés continueront-ils à défier le bon sens?

Sans doute encore un certain temps, car depuis l'éclatement de la dernière grande crise, la structure des marchés s'est profondément transformée. La montée en puissance de la gestion passive a largement contribué à ces bouleversements. Que l'on parle d'ETF ou de l'ensemble des nouveaux outils

**Depuis 2009, la proportion des fonds actions américains gérés passivement par des mastodontes tels que BlackRock, Vanguard ou State Street a doublé, pour atteindre désormais 37%**



Volatilité atone, faiblesse des taux et valorisations records: une telle configuration plaide en faveur de la prudence. (GETTY IMAGES)

indiciels ayant vu le jour, les chiffres sont impressionnants.

D'après Merrill Lynch, les ETF représentent aujourd'hui 24% des volumes échangés sur les marchés américains. Depuis 2009, la proportion des fonds actions américains gérés passivement par des mastodontes tels que BlackRock, Vanguard ou State Street a doublé, pour atteindre désormais 37%. Et l'Europe n'est pas en reste. La part de marché de la gestion passive s'élevait ainsi à 15% en 2016, contre 4% en 2002, selon Deloitte.

### Effet stabilisateur des ETF

De nombreux esprits avertis ont mis en garde contre les effets pervers de la gestion passive, notamment sur la gouvernance d'entreprise, et ses éventuels mérites ont abondamment été comparés à ceux de la gestion active. L'idée ici n'est pas de refaire le match mais de souligner les effets induits par l'augmentation considérable des volumes de la gestion passive. Cette dernière a parfois été accusée d'accélérer les mouvements de marché et ainsi d'accroître la volatilité.

Or, la recherche a récemment évolué dans le sens inverse: elle considère à présent que plus les ETF ou trackers sont nombreux, plus la volatilité des sous-jacents a tendance à diminuer. Toute correction se traduit mécaniquement par une obligation de rebalancement qui peut avoir un effet stabilisateur sur les classes d'actifs concernées. Ainsi, les

mouvements de baisse auto-entretenus et les effets «boule de neige» dont la finance comportementale a si bien démontré les ressorts psychologiques semblent être amortis, voire annihilés, par la prééminence désormais établie des gestions passives.

Deuxième facteur pouvant expliquer la résistance des marchés: la réglementation dans le secteur des assurances et des fonds de pension. En effet, la faiblesse du niveau des taux condamne ces acteurs à acheter pour tenir leurs obligations de rendement. Cette quête de rendement soutient les marchés obligataires et limite la possibilité de corrections brutales.

Enfin, un troisième élément essentiel concourt à cette solide tendance haussière. L'activisme déployé depuis dix ans par les banques centrales pour soutenir les établissements financiers d'abord, puis l'activité économique, a irrigué les marchés dans des proportions sans précédent. Les changements attendus du régime monétaire de part et d'autre de l'Atlantique auraient d'ores et déjà dû provoquer un réajustement de la courbe des rendements obligataires. Mais en dépit de tensions passagères aux Etats-Unis, les taux et les *spreads* se maintiennent à des niveaux obstinément bas.

Ces trois facteurs à l'origine de cet état de nirvana sont-ils appelés à durer? Ou est-ce que le bon sens et la prudence reprendront bientôt le dessus? Gageons que la réponse nous sera donnée avant la fin de l'année. ■