



1<sup>er</sup> mai 2019

## Un rebond boursier en question(s)

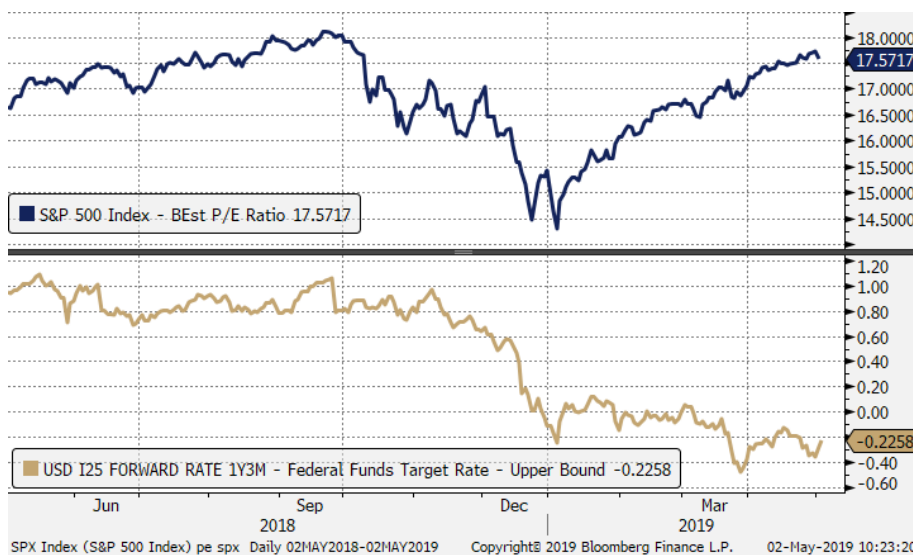
L'extrapolation du rebond est une hypothèse fragile. Pour l'heure, la thèse du *bear market rally* demeure intacte.

**La Fed devra au préalable baisser ses taux directeurs et les perspectives de croissance devront cesser de se dégrader.**

La progression des marchés Actions mondiaux de 16% au cours des quatre mois a permis une récupération complète de l'épisode de correction violente constatée entre septembre et décembre. C'est le meilleur début d'année pour le S&P500 depuis 1987. La récupération de la perte de 19.8% s'est faite en 81 séances, ce qui est **deux fois plus rapide** que ce qui est habituellement observé dans l'histoire. Comment expliquer la **nature parfaitement symétrique** du rebond ?

C'est essentiellement une **histoire d'inversion des anticipations de politique monétaire**. Le 20 septembre 2018, les marchés tablaient sur quatre relèvements des taux des Fed Funds et une réduction automatique du bilan de la Fed. Le P/E du S&P500 étaient alors supérieur à 18x. Il est tombé à 14.5x, pour remonter au voisinage de 18x, principalement sous l'effet d'un nouveau scénario de politique monétaire, anticipant désormais une baisse de taux cette année et potentiellement un nouveau QE. **Le meeting de la Fed du 1<sup>er</sup> mai a quelque peu déçu les investisseurs**, le message étant plutôt celui d'un statu quo.

**P/E du S&P500 et anticipation de politique monétaire**  
(taux à 3 mois dans 1 an – taux effectif des Fed Funds)



Source : PB SAM

**Emmanuel Ferry**

Directeur des Investissements  
+41 22 316 02 16  
emmanuel.ferry@parisbertrand.com

Cette impulsion monétaire s'est généralisée à l'ensemble des banques centrales, s'ajoutant à une politique budgétaire déjà expansionniste. **Ce contexte expansionniste a ainsi alimenté un rebond unilatéral** des marchés (actions, crédit, matières premières). Au moment où les facteurs techniques redeviennent tendus (sur-achat, écrasement de la volatilité, sentiment, disparition des shorts), il est frappant de **constater le manque de consistance du rebond**.

D'abord, **la participation des investisseurs a été très faible**. La reprise de risque a surtout été visible dans le segment obligataire, notamment le Crédit, qui a capté l'essentiel des flux. Cela valide l'idée d'un *rally* des banques centrales, naturellement plus favorable à la dette qu'aux actions. Le coût du risque des actions a augmenté en 2018, au moment où les investisseurs avaient une allocation record en Actions. La réduction des actions effectuée en 2018 est vraisemblablement durable.

Puis, la hausse des actions s'est faite **en déconnexion** avec la baisse des taux d'intérêt à long terme, la révision en baisse des bénéfices et des perspectives de croissance. Lors du rebond de 2016, la corrélation entre les surprises économiques et le S&P500 était supérieure à 90%. Elle est aujourd'hui de -0.3.

Enfin, si le rebond a été d'une ampleur exceptionnelle avec une vitesse annualisée d'appréciation de +75% pour les actions mondiales (+92% pour le S&P500), **la profondeur de marché a été très faible**, avec un nombre très limité de sociétés ayant participé à la hausse (moins de 10% pour le S&P500) et un effondrement des volumes. **Un quart de la hausse des actions** a reposé sur cinq sociétés : Apple, Amazon, Microsoft, Facebook, Google. La divergence entre les large caps et les small&mid caps écarte pour l'instant l'idée d'un rebond cyclique.

L'extrapolation du rebond dépendra d'abord de trois éléments :

- 1/ capacité de la Fed à délivrer les baisses de taux ;
- 2/ amélioration effective des fondamentaux macro et micro ;
- 3/ retour durable des investisseurs de long terme (real money).

Sans cela, ce rebond risque d'être un **feu de paille**. Le biais défensif s'impose donc plus que jamais. Cela passe par la diversification, la recherche de dé-corrélation et la gestion active.

Performance relative Russel 2000 / S&P500



Source : PB SAM

**cette page a été laissée blanche  
intentionnellement**

*Source : PB SAM*



cette page a été laissée blanche  
intentionnellement

Source : Bloomberg, PBSAM



BANQUE  
PÂRIS BERTRAND

Suisse  
Banque Pâris Bertrand S.A.  
Rue du Rhône 30  
Case postale 2084  
1211 Genève 1  
Tél.: +41 (0) 22 316 02 00

Luxembourg  
Pâris Bertrand (Europe) S.A.  
41, Avenue de la Liberté  
L-1931 Luxembourg  
Tél.: +352 20 60 01 42

[www.parisbertrand.com](http://www.parisbertrand.com)

**Disclaimer**

This material has been prepared by Banque Pâris Bertrand S.A., Geneva, Switzerland, hereafter referred to as PB.

This material is for distribution only under such circumstances as may be permitted by applicable law. It has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any recipient. It is published solely for information purposes and is not to be construed as a solicitation or related financial instruments or an offer to buy or sell any securities.

This document is not intended for persons who are citizens of, domiciled or resident in, or entities registered in a country or a jurisdiction in which its distribution, publication, provision or use would violate current laws and regulations.

These materials contain confidential information and should not be circulated or disclosed to any person other than the original recipient. Any unauthorized copying, disclosures or distribution of these materials is strictly prohibited.

No representation or warranty, either express or implied, is provided in relation to the accuracy, completeness or reliability of the information contained herein, nor is intended to be a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the materials. It should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgment. Any opinions expressed in this material are subject to change without notice or be contrary to opinions expressed by other business areas or entities then, as a result of using different assumptions and criteria. PB is under no obligation to update or keep current the information contained herein. PB, its directors, officers and employees' or clients may have or have had interests or long or short positions in the securities or other financial instruments referred to herein and may at any time make purchases and/or sales in them as principal agent. PB, may act or have acted as a market-maker in the securities or other financial instruments discussed in this material. Furthermore, PB may have or have had a relationship with or may provide or have provided investment banking, capital markets, and/or other financial services to the relevant companies.

Neither PB, nor any of its directors, employees, or agents accepts any liability for any loss or damage arising out of the use of all or part of this material.

The potential investments described in this material are not suitable for all investors and their purchase and holding involves substantial risks. Potential investors should be familiar with instruments having the characteristics of such investments and should fully understand the terms and conditions set out in this documentation relating to them and the nature and extent of their exposure to risk of loss. Prior to entering into a transaction you should consult with your legal, regulatory, tax financial and accounting advisers to the extent you deem necessary to make your own investment, hedging and trading decisions.

Any transaction between you and PB, will be subject to the detailed provisions of the term sheet, confirmation or electronic matching systems relating to that transaction. In addition, potential investors must determine, based on their own independent review and such legal, business, tax and other advice as they deem appropriate under the circumstances, that the acquisition of such investments (i) is fully consistent with their financial needs, objectives and conditions, (ii) complies and is fully consistent with all constituent documents, investments policies, guidelines, authorizations and restrictions (including as to its capacity) applicable to them, (iii) has been duly approved in accordance with all applicable laws and procedures and (iv) is a fit, proper and suitable instrument for them.

Past performance is not necessarily indicative of future results. Foreign currency rates of exchange may adversely affect the value, price or income of any security or related instrument mentioned in this presentation. Clients wishing to effect transactions should contact their local sales representatives. Additional information will be made available upon request.

There can be no assurance or guarantee that returns showed in this material will be achieved in connection with the Opportunity.

In connection with certain return information, certain material assumptions have been used. Such assumptions and parameters are not the only ones that might reasonably have been selected and therefore no guarantee is or can be given as to the accuracy, completeness or reasonableness of any expected return. No representation or warranty is made that any indicative performance or return indicated will be achieved in the future. Furthermore, no representation or warranty, express or implied, is made by PB, as to the accuracy, completeness, or fitness for any particular purpose of the calculation methodology used. Under no circumstances will PB have any liability for a) any loss, damage or other injury in whole or in part caused by, resulting from or relating to any error (negligent or otherwise) of PB in connection with the compilation, analysis, interpretation, communication, publication or delivery of this methodology, or b) any direct, indirect, special, consequential, incidental or compensatory damages, whatsoever (including, without limitation, lost profits) in either case caused by reliance upon or otherwise resulting from or relating to the use of (including the inability to use) this calculation methodology.