

ACTEURS

Un rebond boursier en question(s)

EMMANUEL FERRY

Directeur des investissements **BANQUE PÂRIS BERTRAND**

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^{er} mai a quelque peu déçu les investisseurs, le message étant plutôt celui d'un statu quo. 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.

Reprise de risque dans le segment obligataire

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 décorrélations et la gestion active. ■