

## Que faire après le rebond?

EMMANUEL FERRY

Directeur des Investissements **BANQUE PÂRIS BERTRAND**

**La direction des marchés sera très dépendante de la dynamique macro ces prochains mois. Les expositions alternatives doivent monter en force.**



Le plus fort premier trimestre depuis 1998 pour le S&P500 (+13,1%) a tout d'un bear market rally: déconnexion avec les fondamentaux et les flux, catalyseurs techniques et rôle de l'inflexion des banques centrales. Le principal enseignement de 2018 est l'entrée en bear market. Le régime de marché devrait évoluer rapidement: la volatilité augmente, on passe d'une préférence pour le levier financier à une préférence pour les liquidités, les valorisations des actifs financiers entament un processus de convergence vers la moyenne de long terme, les investisseurs augmentent la liquidité de leurs actifs et enfin les rebonds sont vendus tactiquement alors qu'en marché haussier, les creux étaient achetés structurellement. Le marché est dans l'attente d'une nouvelle impulsion monétaire. La direction des marchés sera très dépendante de la dynamique macro au cours des prochains mois. Au préalable, les actions devraient consolider en attendant la saison des résultats.

*Le biais accommodant des banques centrales qui ont suivi la Fed valide l'idée d'un nouveau cycle d'assouplissement monétaire mondial.*

Le changement radical d'orientation de la Fed (arrêt du Quantitative Tightening, révision en baisse des prévisions économiques, nouvelle forward guidance) a été suivi par un biais accommodant chez d'autres banques centrales (BCE, Canada, Australie), validant l'idée d'un nouveau cycle d'assouplissement monétaire mondial. Si cela se confirme, la courbe des taux devrait tôt ou tard connaître une repentification, mouvement activé par une baisse effective des taux d'intérêt à court terme. La Fed a réalisé que son resserrement monétaire cumulé (+225pb de relèvement des Fed Funds et l'équivalent de +300pb provenant de l'inversion du QE) était allé bien au-delà de la neutralité monétaire. Finalement, la vraie question porte sur la capacité de la Fed à piloter un soft landing. Le nouveau biais accommodant des banques centrales a entraîné un reflux des taux longs. La normalisation tant attendue ces dernières années est un lointain souvenir.

Concernant la classe d'actifs de la dette des entreprises, les thèmes sont les valorisations extrêmes et la forte hétérogénéité en matière de qualité de bilan. Le levier net est élevé mais la couverture des frais financiers demeure satisfaisante. Le cycle de crédit est mature. Un retournement conjoncturel et une remontée de la volatilité sont un préalable à une hausse des défauts. Les récentes crises dans les EM (Turquie, Argentine) et en Europe (Italie) ainsi que la menace des fallen angels (GE, AT&T) constituent un signal précurseur de la fragilité du marché. La contagion vers les segments les plus fragiles de la dette constitue une menace importante. Le risque réside dans le poids important du BBB susceptible de basculer dans le High Yield.

*Le contexte actuel confirme une orientation plus défensive tout en libérant des convictions fortes.*

Un tel contexte valide une orientation plus défensive tout en libérant des convictions fortes. Les thèmes directionnels sont les suivants: l'or et la dette locale émergente comme élément diversifiant, les actions chinoises pour profiter de la reflation domestique, les actions européennes avec un angle revenu et qualité, les actions Value aux Etats-Unis pour se pré-positionner au prochain catalyseur que constituent la détente monétaire de la Fed et la repentification de la courbe des taux qui en découle.

Les expositions alternatives doivent monter en puissance. Nous identifions trois familles de stratégies: 1/ dans le monde diversifié, nous privilégions une approche systématique global macro défensive; 2/ dans la catégorie stable return, une exposition pure alpha dans l'univers actions; 3/ dans la catégorie macro opportunist, il est temps de s'exposer à la thématique du retournement du cycle de crédit via une stratégie long/short actions sur la base de la qualité des bilans.

Le rebond cyclique du premier trimestre doit être l'occasion de renforcer les stratégies, thèmes et idées qui seront les nouveaux relais de performances pour le prochain cycle.