

Correction « technique » : vraiment ?

La question est posée de façon directe par Bernard Aybran, le directeur général d'Invesco Asset Management : « Mais qu'est-ce qu'une correction technique ? ». C'est un peu un des sujets du moment.

9 ans de hausse à Wall Street et des records en cascade

Le choc boursier de la mi-janvier à la mi-février peut aujourd'hui être analysé avec le recul de la stabilisation. L'année avait débuté en fanfare sur les Bourses et, finalement, la baisse sur les plus hauts, compris entre -7% et -10% suivant les marchés, a des conséquences qui ne mettent pas en évidence une violente inversion de tendance. Avec des reculs depuis le début de l'année des grands indices allant de -3% à -8%, on peut parler de consolidation. Et, tant qu'on ne perd pas nettement plus de -10% sur les plus hauts, il est classique de parler de « consolidation technique » dans les salles de marché ou les cellules de gestion d'actifs.

Le caractère « technique » de la baisse tient avant tout à l'évolution du marché avant le choc. C'est la durée du rallye haussier qui incite les investisseurs à alléger les positions, à prendre des bénéfices pour tout dire. Les records à répétition de Wall Street en sont évidemment le symbole : au plus haut de janvier, l'indice Dow Jones avait été multiplié par quatre depuis le plus bas du printemps 2009 et ce mouvement de neuf ans s'était nettement accéléré depuis deux ans. Sur la période février 2016 à janvier 2018, la performance ressort à +62%. L'Europe ou le Japon se sont invités plus tard, mais, par rapport au point bas de mai 2012, l'Eurostoxx 50 gagnait +70% mi-janvier.

Les justifications de la révision à la hausse des PE : les taux et la dynamique des profits

Le caractère fondamental de cette hausse continue s'apprécie en comparant la progression des bénéfices des sociétés cotées avec celle des cours. La réévaluation des multiples a été forte, mais avait ses justifications.

En premier lieu, les rendements des marchés de taux avec lesquels se compare l'achat d'actions. Le maintien de taux directeurs nuls et même négatifs, de taux longs dans la même configuration a entraîné du rééquilibrage des rendements : celui des actions est très largement supérieur depuis 2012 dans la zone euro et l'écart approche encore aujourd'hui 3%. Aux États-Unis, les comparaisons sont plus équilibrées et les écarts de rendement actions-obligations ont été très faibles de 2011 à 2017.

Le deuxième facteur de réévaluation des multiples de valorisation tient à la dynamique des bénéfices. La surcote par rapport aux moyennes historiques se justifiait par l'anticipation de profits en nette accélération. Sur ce point, on ne peut pas dire que la tendance ait changé. Les fondamentaux des économies sont bons et ceci au plan mondial. Leurs effets pour les bénéfices des sociétés cotées ne marquent pas de ralentissement.

Au final, les PE ne ressortent pas dans des zones de surévaluation marquée. La baisse de février et les révisions à la hausse des estimations de profits pour bon nombre de sociétés ont réduit la surcote par rapport à l'historique : les multiples

américains sont supérieurs de 17% au niveau médian constaté depuis 1988 ; en zone euro et dans les pays émergents ont tourné autour de 5% et, au Japon on enregistre une décote de 5%.

La baisse en février a eu des éléments « techniques » : la structure des marchés et les positions prises sur des outils spéculatifs

Finalement, tout va bien ? Le cycle de croissance mondial à près de 4%, des bénéfiques qui vont progresser fortement en 2018 et 2019 et une inflation constatée toujours modérée, dessinent un environnement favorable. La réaction baissière à la publication fin janvier de l'évolution des salaires américains peut ainsi apparaître disproportionnée.

On en revient à la question : « qu'est-ce qu'une correction technique ? » La réponse basique est sans doute la meilleure : il s'agirait simplement d'une baisse qui ne peut pas s'expliquer par des facteurs fondamentaux, micro ou macroéconomiques. Ce sont des éléments de marché - leur structure - qui provoquerait le mouvement.

Dans le cas d'espèce, les positions massives prises sur des investissements dérivés ont été évoqués. Dans la ligne de mire se retrouvent les positions à la vente de la volatilité. Elles ont été systématiquement gagnantes depuis l'automne 2016 et, comme c'est souvent le cas sur les marchés financiers, les encours se sont gonflés au fur et à mesure de la constatation de bonnes performances. Considérée comme gagnante à tous les coups dans le contexte général de « scénario idéal », cette spéculation a été prise à revers par une simple consolidation fin janvier. Les pertes et les liquidations de positions ont amplifié le mouvement. Les fermetures de supports de spéculation dans les quinze premiers jours de février par Crédit Suisse qui était le principal acteur des montages est le symbole de liquidations de positions qui ont fortement pesé sur les cours des actions.

On ne peut se cacher derrière des explications « techniques » limitées. Et si c'était la mode qui avait changé

Cette liquidation de positions vendeuses de volatilité est un facteur qui a accéléré les choses, mais fin mars, on ne peut que constater que cet élément technique n'explique pas ce qui est finalement un réel changement de conjoncture financière. Il en est plus une conséquence qu'un moteur, un révélateur davantage que la source.

Les marchés obligataires ont connu depuis deux mois une forte hausse des écarts de rendement entre les crédits aux entreprises jugés de bonne qualité (Investment Grade) et les emprunts d'État (eux-mêmes en hausse) : on observe une inversion des flux sur les fonds actions américains et une réduction des souscriptions en Europe ; les indices continuent à glisser avec l'entrée dans la consolidation des technologiques y compris vedettes, ... On ne peut se cacher derrière des explications « techniques » limitées. C'est la mode qui a changé.

La dette : plus de besoin de réduction que de possibilité de progression des leviers

Les anticipations plus ou moins fondées d'inflation et, plus encore, les politiques apparemment mal coordonnées que vont suivre les banques centrales sont évidemment au centre des révisions de la valeur des actifs. On retrouve ainsi parmi les changements possibles de la donne, un fondamental qui a porté les rallyes boursiers : la dette. L'explosion des bilans des banques centrales depuis 2008 s'est répercutée : on lui doit l'envolée des actifs, en particulier les plus spéculatifs, un soutien aux économies, et, aussi, aux bénéfiques des sociétés cotées. Ces dernières ont trouvé dans la dette un financement de leurs stratégies moins cher que le capital. Elles ont même utilisé le levier pour rémunérer les actionnaires en dividendes et rachats d'actions.

L'endettement global ne progresse plus depuis un an en pourcentage du PIB en raison de la croissance mondiale. Mais il dépasse 2,5 fois le PIB en Chine ou dans les pays de l'OCDE et 1,1 fois dans les pays émergents. À ce stade, on ne peut pas aller beaucoup plus loin. Le stop à une baisse des taux d'intérêt qui alimente la machine depuis 35 ans montre aujourd'hui les limites. Si les marges de manœuvre des banques centrales pour reprendre des liquidités ne sont pas énormes – faute de prendre des risques systémiques et de freiner la croissance – elles ne semblent pas pouvoir aller beaucoup plus loin dans la fuite en avant, sauf à prendre de vrais risques sur l'inflation.

Les valorisations ont déjà largement anticipé la dynamique du cycle. Il faudra sans doute constater une hausse de la croissance potentielle (la démographie et la productivité) pour aller beaucoup plus loin. La productivité ne peut se concerter plus longtemps sur les taxes, les régimes fiscaux et sociaux ou le change, mais les révolutions technologiques pourront peut-être surprendre finalement sur ce plan.

Alors correction technique ou changement de signe ? On ne peut pas affirmer, mais la conjoncture financière des dernières semaines ne peut se résumer au qualificatif de « technique ». Il s'est passé quelque chose. Comme souvent, la direction a été donnée et le sera encore par les marchés obligataires.