

Correction des marchés boursiers : Éléments d'analyse



Ces derniers jours les marchés financiers ont connu quelques remous qui ont entraîné une correction généralisée des Bourses mondiales.

A quoi ce mouvement de panique est-il dû ? Devons-nous nous attendre à une longue période de morosité ou s'agit-il d'une simple correction nécessaire pour permettre aux marchés financiers de reprendre leur souffle après plusieurs mois de hausse consécutive ?

Quelques brèves explications

La correction que connaissent actuellement les marchés boursiers mondiaux n'est aucunement comparable à la correction des mois de mai et juin 2006. A l'époque, le mouvement de repli était fondé sur des craintes d'assister à une augmentation des pressions inflationnistes ; le spectre d'une hausse des taux plus radicale et généralisée était donc présent et pénalisa fortement les marchés boursiers.

La correction actuelle ne présente pas les mêmes caractéristiques. Les fondamentaux des différentes régions restent solides. S'agit-il d'un mouvement de consolidation d'un marché techniquement suracheté dans un contexte d'optimisme général ou d'un changement d'équilibre ?

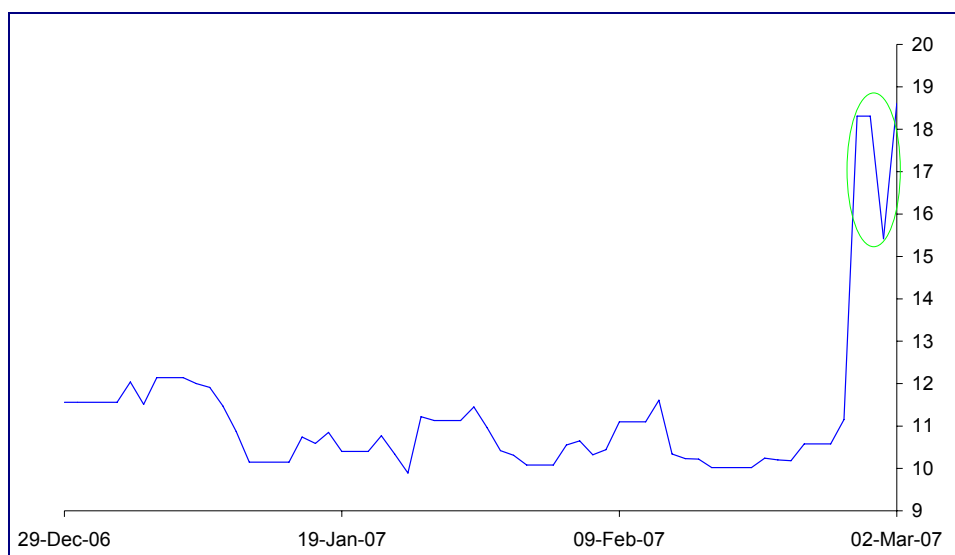
Depuis quelques semaines, la nervosité se faisait de plus en plus palpable. Les investisseurs cherchant des prétextes pour justifier une baisse des marchés financiers.

Et ces prétextes sont arrivés à la fin du mois de février :

- Chute de la bourse de Shanghai suite aux craintes de voir le gouvernement intervenir pour limiter les positions spéculatives sur le marché.
- Discours d'Alan Greenspan, ancien directeur de la Réserve fédérale américaine. Dans une intervention, Alan Greenspan a fait état de ses craintes concernant une possible récession aux États-Unis en 2007... Il n'en fallait pas moins aux investisseurs pour entamer une vague de prise de profits.
- Données macroéconomiques décevantes en provenance des États-Unis, principalement pour les biens de consommation durables. Les dernières statistiques à fin janvier publiées faisaient état d'une baisse plus importante qu'anticipée : 7,8% au lieu des 5,5% attendus. D'autre part le « core CPI » aux États-Unis a augmenté de 0,3% en janvier, ce qui a fait passer les anticipations d'inflation au-dessus de la zone de confort de la Réserve fédérale. De même, la publication de mauvaises statistiques pour la tranche des emprunts hypothécaires « sub-prime » destinés aux personnes à faible revenu a augmenté les craintes de voir une récession s'installer aux États-Unis.
- Regain des tensions géopolitiques, notamment avec la situation du nucléaire iranien. Le baril de pétrole est repassé au dessus des 61 dollar américain.

Une fois la machine lancée, de nombreux investisseurs se sont retirés de leur carry trade spéculatifs en yen pour se tourner vers des actifs plus sûrs. Ce mouvement a amplifié la baisse généralisée.

La conjonction de ces différents événements a cristallisé les craintes des investisseurs et entraîné une rapide augmentation de l'aversion au risque et par tant une vague de prise de bénéfices sur les marchés boursiers.



Graphique 1 : Augmentation de l'aversion au risque (Volatility VIX index). Source : Bloomberg

Cette vague de désengagement des investisseurs s'est traduite par une forte baisse des principaux indices boursiers qui ont, en une semaine, plus qu'effacé les performances engrangées depuis le début du mois de janvier.

Stock Index	2-Mar-07	- 1 week	YTD
S&P 500	1 387	-4.41%	-2.19%
DJ Industrial Average	12 114	-4.22%	-2.80%
Nasdaq Composite	2 368	-5.85%	-1.96%
DJ Stoxx 50	3 613	-5.34%	-2.28%
Footsie	6 116	-4.46%	-1.68%
Nikkei 225	17 218	-5.34%	-0.05%

Table 1 : performances des principaux indices boursiers. Monnaie locale. Source : Bloomberg

Sommes-nous face à la fin du « bull market » des actions ?

La valorisation des marchés est clairement attractive mais le momentum de croissance ralentit. Avant de se prononcer sur cette question, il convient d'identifier quels sont les risques qui pèsent actuellement dans la psychologie des investisseurs.

Au-delà des facteurs techniques à court terme tels que faible volatilité et marché suracheté, les craintes des investisseurs se cristallisent sur deux enjeux essentiels.

▪ États-Unis : impact de la normalisation du marché immobilier sur la croissance économique

La croissance du PIB du quatrième trimestre a été revue à la baisse à 2,2% au lieu de 3,5%. Ce qui signifie que l'économie américaine connaît une croissance en-dessous de son potentiel, fixé à 3%.

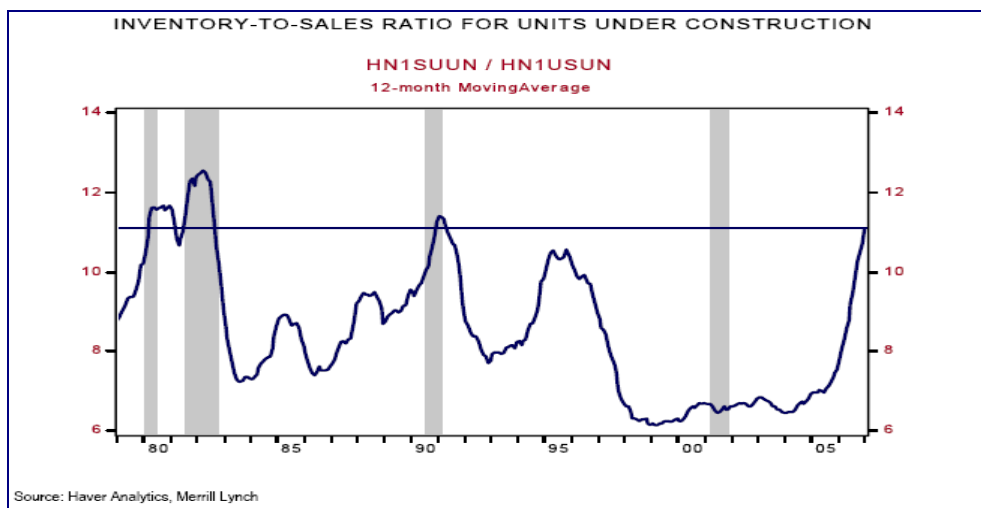
Faut-il pour autant parler de récession ? A priori, ce serait excessif.

En effet, pendant plusieurs années, l'économie américaine a connu une croissance excellente supérieure à son potentiel. Le boom de l'immobilier a contribué à hauteur de 1% à cette expansion. Il s'agit donc aujourd'hui d'estimer l'impact d'une normalisation de la croissance américaine suite au dégonflement de la bulle immobilière. D'autre part, même si certaines données statistiques ont déçu le marché, notamment les commandes de biens durables ou l'inflation (CPI), d'autres données sont plus favorables. Ainsi l'enquête ISM pour le secteur manufacturier est repassé au-dessus de la barre des 50 (à 52,3) ce qui a surpris favorablement. Le marché de l'emploi américain reste soutenu et les salaires sont toujours à la hausse.

L'économie américaine reste dynamique mais le secteur immobilier reste son talon d'Achille

Nous avons assisté à la publication de mauvaises statistiques concernant les emprunts hypothécaires dits « sub-prime », c'est-à-dire des emprunts accordés à des personnes à faibles revenus ou ayant déjà fait défaut sur des crédits antérieurs. En effet, ce type d'emprunt est contracté sur la base de taux révisable. Une fois les taux adaptés à la récente hausse de la Réserve fédérale, de nombreux emprunteurs de cette catégorie ne sont plus en mesure de faire face à leurs obligations de remboursement entraînant une augmentation du risque de défaut pour les banques. Jusqu'ici seule cette catégorie spécifique d'emprunt hypothécaire est concernée mais des craintes surgissent d'assister à une contagion de l'ensemble du secteur immobilier américain. Cependant, la majorité du stock de dettes aux États-Unis n'appartient pas à cette catégorie et le taux de ces dettes est en général fixe. Le risque de contagion est donc faible sauf en cas d'une forte détérioration de l'emploi. Cette situation est selon nous peu probable.

Le scénario le plus probable est celui d'un ralentissement progressif (soft landing) du secteur immobilier. Selon nous, ce ralentissement sera de longue durée comme en témoigne le niveau des stocks immobiliers.



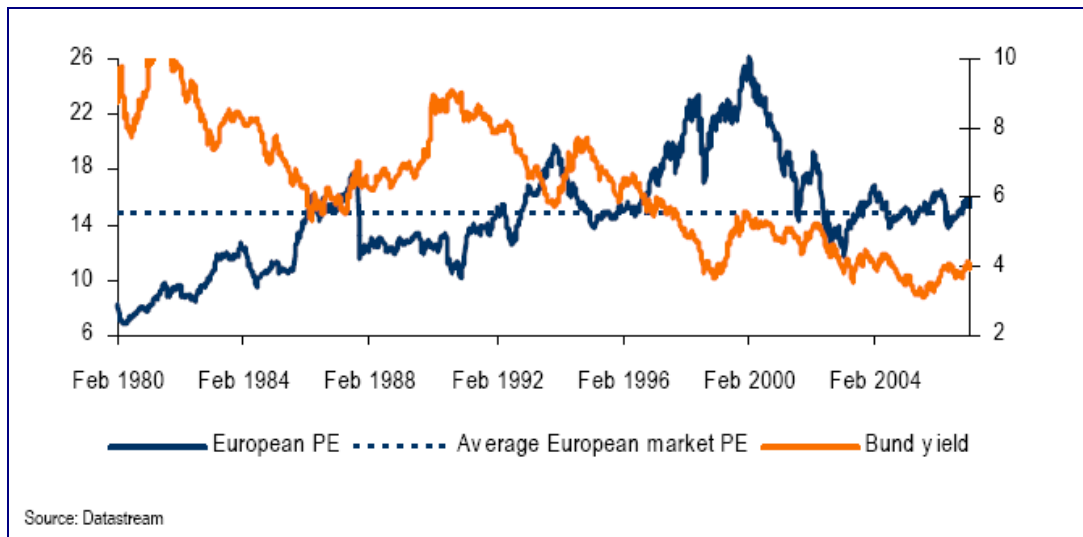
Graphique 2 : Etat des stocks immobiliers aux États-Unis

Le marché, cherchant la certitude que la contagion ne s'opère pas, va dès lors rester nerveux pendant quelques temps, ce qui implique un risque de réactions exagérées tant à la hausse qu'à la baisse. Si la situation du secteur immobilier se détériore brusquement, le marché y répondra d'une façon tout aussi brusque.

■ Europe : vers un nouveau moteur de hausse des marchés ?

Le momentum économique reste favorable pour les marchés financiers européens et ce malgré un léger tassement de certains indicateurs comme l'IFO allemand.

En termes de valorisation, le marché européen reste attractif avec un P/E à 13 fois les bénéfices pour un rendement du MSCI Europe de 3,2%. Le niveau de valorisation est en ligne avec la moyenne historique mais dans un contexte de taux d'intérêt inférieur.



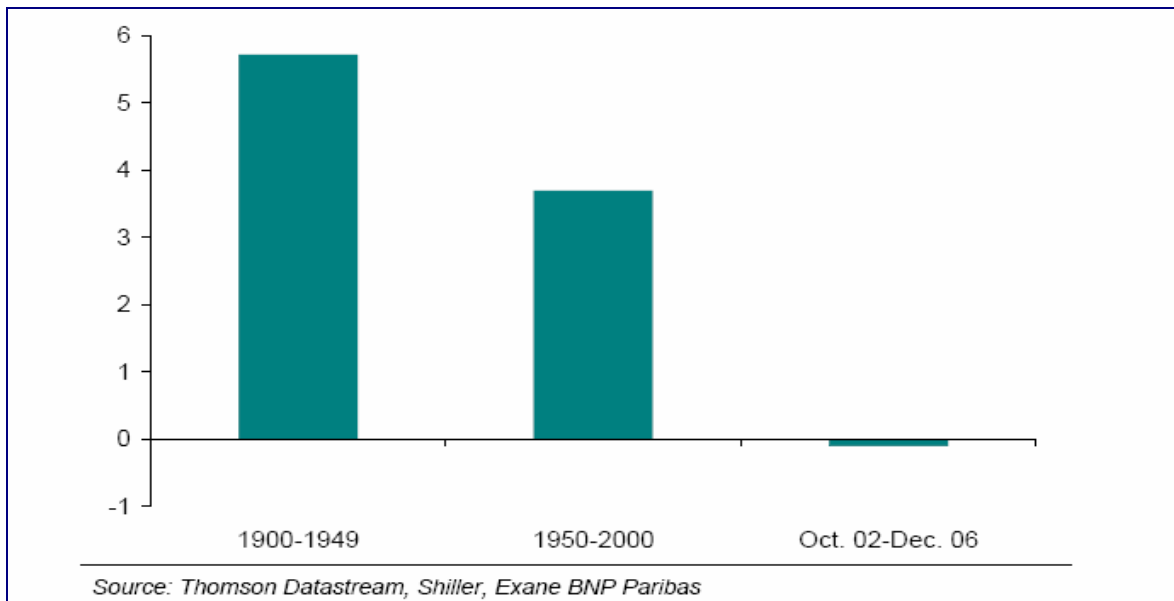
Graphique 3 : Comparaison entre de l'évolution du P/E européen et du « bond yield »

Le graphique repris ci-dessous montre clairement qu'actuellement en Europe, la qualité en particulier (c'est-à-dire les sociétés de créatrices de valeurs offrant dès lors un retour sur capitaux employés élevés) reste à des niveaux de valorisations attractifs.



Graphique 4 : Historique de l'évolution du P/E européen par rapport à la qualité des actions

Pour la première fois depuis la fin de la seconde guerre mondiale une phase d'expansion des marchés d'actions (2003-2006) n'a pas entraîné de hausse des multiples de valorisation.



Graphique 5 : Expansion des PER (en nombre de points) durant les phase de hausse du marché américain

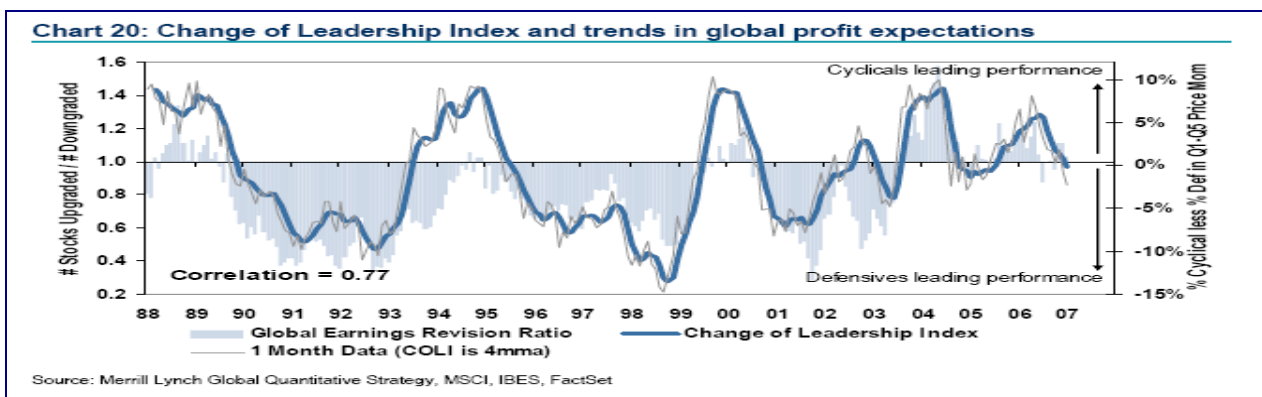
L'univers européen a donc encore du potentiel à la hausse au travers d'une extension des multiples de valorisation.

Vers quoi le marché s'oriente-t-il ?

Selon nous, la correction actuelle n'est pas une réelle menace puisqu'elle ne se fonde pas sur une détérioration des fondamentaux économiques et des entreprises. Il s'agit d'une correction nécessaire face à un marché où les indicateurs techniques pointaient vers une surchauffe.

Il est très probable qu'une fois la réaction épidermique passée, les investisseurs reviendront à un comportement plus rationnel et que la hausse boursière reprendra son cours. Cependant il est également très probable que la configuration du marché ne sera plus la même.

En effet, un changement de leadership devrait se matérialiser c'est-à-dire que le style d'investissement qui conduira durablement le rebond des marchés sera différent. Les investisseurs devraient s'orienter vers des sociétés plutôt GARP (growth at a reasonable price) et des sociétés de qualité à faible volatilité de leur profil de résultats et de rentabilité.



Graphique 6 : Historique des changements de configuration des marchés d'actions

Après 4 années de forte croissance des bénéfices des entreprises, la rentabilité de celles-ci (mesurée par leur marge opérationnelle) s'inscrit à des niveaux historiquement élevés. La croissance des profits va donc se ralentir pour revenir sur un niveau moyen de 5 à 10%. Dans un contexte de ralentissement de la croissance des bénéfices, les caractéristiques des titres qui tirent leur épingle du jeu sont différentes. Les critères du rendement des dividendes, de la croissance du dividende et la qualité deviennent les principaux facteurs déterminants. Dans ce même contexte la volatilité tend à augmenter.

Implications concrètes pour la stratégie européenne de Dexia Asset Management

Nos fonds européens suivent une stratégie sectorielle neutre et n'ont donc pas pour vocation de jouer une éventuelle rotation sectorielle. Depuis plusieurs semaines déjà, notre stratégie d'investissement a poursuivi deux axes majeurs : tout d'abord la réduction de l'exposition aux actions de faibles capitalisations afin de privilégier les grandes valeurs ; ensuite la mise en avant des sociétés de qualité, au sein de chaque secteur, offrant des profils bénéficiaires moins volatils et de bonnes caractéristiques en termes de rendement des dividendes. De façon générale, notre stratégie d'investissement s'oriente vers un style GARP.

Dans ce contexte plus heurté, la sélection des valeurs adéquates revêt une importance accrue.

Comme toute correction cette forte baisse des marchés s'opère d'abord dans la panique, de façon non discriminante nous estimons qu'elle offre ainsi à un investisseur discipliné et consistant de nombreuses opportunités pour renforcer, à bon compte, des fortes convictions.

Le présent document a un caractère purement informatif à destination des investisseurs institutionnels ou professionnels, il ne comporte aucune offre de vente ou d'achat d'instruments financiers et ne confirme aucune transaction, quelle qu'elle soit, sauf convention contraire expresse. Les informations reprises dans ce document nous ont été transmises par différentes sources. Bien que Dexia Asset Management apporte le plus grand soin dans le choix des sources de données ainsi que dans la transmission de ces informations, certaines erreurs ou omissions peuvent avoir échappé à notre attention. La performance passée d'un produit ne constitue en aucune façon une garantie des résultats futurs et la valeur des investissements peut varier à la hausse comme à la baisse. Les investisseurs doivent prendre leurs décisions de placement en fonction de leur propre situation financière et de leurs propres objectifs d'investissements en tenant compte de la réglementation à laquelle ils sont soumis. Dexia AM ne peut être tenue responsable de dommages directs ou indirects résultant de l'utilisation du présent document. Le contenu de celui-ci ne peut être reproduit que moyennant l'accord écrit préalable de Dexia AM. Les droits de propriété intellectuelle de Dexia AM doivent être respectés à tout moment.