

Perspectives 2019

En ce début d'année 2019, les enquêtes de conjoncture s'avèrent quelque peu décevantes sans pour autant remettre en cause le scénario central d'une poursuite du cycle économique.

2017 fut une année d'accélération de la croissance au niveau mondial, 2018 a été marquée par une désynchronisation entre les Etats-Unis et le reste du monde, 2019 pourrait être l'année d'une convergence de la croissance vers des niveaux plus modérés.

Néanmoins les facteurs de soutien à la croissance restent importants. Marché de l'emploi bien orienté en Europe et aux Etats-Unis, avec de multiples créations de postes et des salaires en hausse. Accès facile au financement pour les ménages et les entreprises grâce à de faibles taux d'intérêt. Confiance des ménages. Repli des cours du pétrole qui apporte un supplément de pouvoir d'achat aux ménages et permet aux entreprises d'améliorer leurs marges.

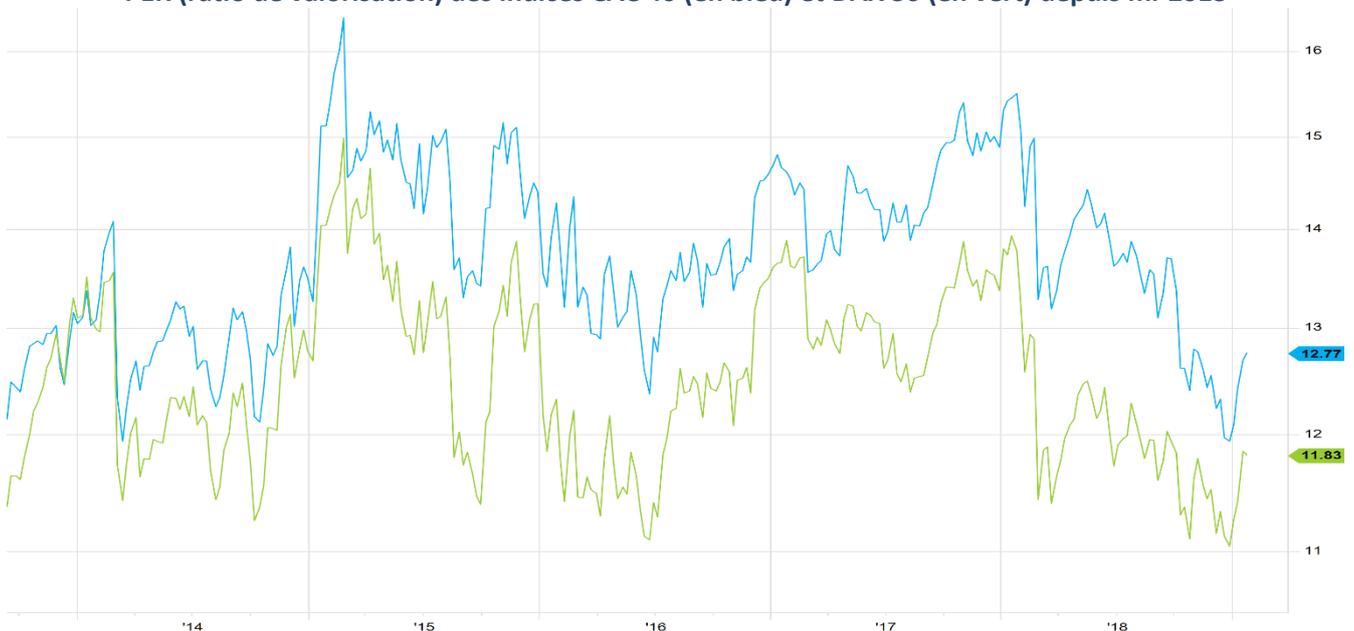
Surtout, la plupart des mauvaises nouvelles semblent prises en compte dans les cours des actions et des obligations (corporates et financières). Ainsi le repli des marchés actions européens sur les derniers mois de l'année 2018 est cohérent avec une baisse des bénéfices des sociétés de 8 % à 10 % en 2019 (cf. graphique ci-dessous). Pourtant les résultats sont attendus en croissance, par les analystes, d'environ 8 % cette année. La dissipation progressive des craintes devrait permettre un net rebond des marchés financiers en 2019.

Variation annuelle de l'indice Stoxx Europe 600 (en bleu, échelle de gauche) et des bénéfices des sociétés européennes (en vert, échelle de droite)



La prudence des investisseurs se reflète dans les valorisations des marchés actions, revenues sur les plus bas niveaux de ces dernières années. Ainsi l'indice CAC 40 se paye 12,7 fois les bénéfices attendus cette année (cf. graphique ci-dessus) et l'indice allemand DAX 30 est valorisé moins de 12 fois les bénéfices.

PER (ratio de valorisation) des indices CAC 40 (en bleu) et DAX 30 (en vert) depuis mi-2013



La donnée est identique pour les obligations d'entreprises et financières. Les écarts de rendement (« spread ») avec les titres les mieux notés (obligations souveraines) ont nettement augmenté, revenant sur des niveaux connus pendant les dernières périodes de « stress » : récession dans la zone euro en 2013, crise chinoise et chute du cours du pétrole fin 2015 – début 2016, vote en faveur du Brexit en juin 2016 (cf. graphique ci-dessous).

Écart de rendement entre les obligations européennes à haut rendement et les obligations souveraines



Dans le même temps les fondamentaux des émetteurs ne se sont pas dégradés. Comme cela est le cas depuis début 2017, les notations crédit des sociétés s'améliorent. Il y a ainsi davantage de rehaussement de notation par les agences que de dégradations au sein des marchés « investment grade » et « high yield » de la zone euro.

Un resserrement de ces « spreads » et une hausse des obligations sous-jacentes devraient intervenir au fur et à mesure de la dissipation des inquiétudes.

Le seul véritable risque, qui ne semble pas totalement « pricé » par les investisseurs serait un Brexit sans accord entre les instances européennes et le Royaume-Uni.

Dans ce cas les actifs risqués pourraient aller toucher de nouveaux points bas. Les obligations seraient, logiquement, moins impactées que les actions. Ce scénario, s'il pénaliserait les bénéficiaires des sociétés ne remettrait pas en cause leur solvabilité.

Pour conclure, citons W. Buffett « Soyez craintif quand les autres sont avides. Soyez avide quand les autres sont craintifs ».

Aurélien Blandin
Gérant