

Perspectives 2018

En 2017, les actifs risqués (actions, obligations investment grade et high yield corporates) ont connu des performances positives, stimulés par une croissance économique supérieure aux attentes, une inflation basse permettant aux banques centrales de poursuivre leurs politiques monétaires accommodantes et l'absence de choc exogène.

En ce début d'année 2018, l'économie mondiale reste au beau fixe. La zone euro connaît une croissance de 2,6 %, les Etats-Unis de 2,3 %, les pays émergents bénéficient de la hausse du prix des matières premières.

Les divers indicateurs avancés (indices PMI au plus haut en Europe et proches des plus hauts aux Etats-Unis...) signalent que cette accélération de la croissance devrait se poursuivre dans les prochains mois. Un cercle vertueux s'est enclenché (baisse du chômage, hausse de la consommation et des investissements...) et les effets « négatifs » d'un cycle économique haussier (accélération des salaires et de l'inflation, hausse des taux...) ne sont que faiblement présents.

Dans ce contexte favorable, les entreprises affichent des résultats en hausse de 8 à 10 % en 2017 et une évolution comparable est anticipée pour 2018.

Les actions européennes pourraient ainsi connaître cette année une performance équivalente à la variation de leurs bénéfices.

Les valorisations élevées des marchés actions par rapport aux normes historiques (10 % de surévaluation en Europe pour les PER des grandes capitalisations, aux alentours de 20 % pour les petites capitalisations et plus de 20 % aux Etats-Unis) peuvent tempérer l'optimisme des investisseurs.

Cette surévaluation des marchés actions est liée aux politiques monétaires expansionnistes (liquidité abondante) menées par les banques centrales depuis 2008 afin de tenter de relancer la croissance et l'inflation.

Mais, cette surévaluation concerne également les autres actifs financiers.

Les taux d'intérêts sur les dettes « sans risque » étant extrêmement faibles (négatifs pour la plupart), les investisseurs se sont reportés vers les actifs financiers risqués pour obtenir des rendements plus convenables. Ce report des investisseurs a impacté les primes de risque, qui se sont écrasées pour la plupart des actifs.

Ainsi, les taux souverains européens sont au plus bas et les spreads (écarts de rendement) des titres corporates (obligations d'entreprises), bancaires et sécurisés les mieux notés (investment grade) sont également au plus bas.

Il convient d'éviter ces actifs, qui, dans le meilleur des cas, ne rapporteront rien et dans un cas moins favorable, faillite de l'émetteur ou remontée des taux, connaîtront une baisse de leur valeur.

Au sein du compartiment obligataire, il semble rester un peu de potentiel haussier sur les titres moins bien notés (high yield), en effectuant une sélection drastique des émetteurs, sur la dette subordonnée des sociétés financières et sur certaines situations spéciales (rehaussement de notation par les agences, obligations rachetées par l'émetteur pour des raisons réglementaires...).

A l'inverse du marché obligataire, la prime de risque sur les marchés actions européens reste assez élevée.

Alors que la moyenne historique de la prime de risque du Stoxx Europe 600 est de 5 % (elle était aux alentours de 4 % entre 2005 et 2008), elle est actuellement de 5,6 %.

Tant que les taux d'intérêt à long terme de la zone euro sont faibles, la prime de risque actuelle signale que les actions européennes restent attrayantes pour les investisseurs.

Ce contexte favorable aux actions pourrait être remis en cause si les taux à long terme remontent suffisamment pour impacter sensiblement la prime de risque, soit une augmentation de 100 à 150 bp (ce qui correspondrait à un taux à 10 ans français à 2 % et un taux allemand de même maturité supérieur à 1,5 %).

Le second élément à surveiller est l'évolution de l'euro, en particulier par rapport au dollar. La hausse de l'euro a un impact négatif sur les résultats des entreprises européennes, particulièrement les sociétés exportatrices (baisse des ventes et lors de la conversion des résultats en euros).

Compte tenu de la balance courante excédentaire de la zone euro et de la balance courante déficitaire aux Etats-Unis, la hausse de l'euro par rapport au dollar paraît inéluctable (cf. point hebdomadaire du 15 septembre 2017). Si cette hausse de l'euro s'effectue sans accélération notable, les entreprises peuvent s'adapter. L'appréciation de l'euro par rapport au dollar entre 2002 et 2008 (l'euro/dollar passant de 0,90 à 1,60) n'a pas empêché les sociétés européennes de voir leurs résultats et leurs cours de bourse croître fortement.

Ces deux éléments, ainsi que d'autres (négociations liées au Brexit, élections législatives en Italie, dérapage de D. Trump...), pourraient entraîner un retour de la volatilité sur les actifs risqués en 2018.

Cependant, compte tenu de la situation économique et de l'absence de réelle alternative, nous conservons, en ce début d'année, une exposition marquée sur les marchés actions, en particulier de la zone euro.

Néanmoins, gardons à l'esprit qu'il faudra probablement faire preuve d'une flexibilité accrue en 2018 afin de dégager la meilleure performance possible.