



Durable ou pas, le rebond ?

Les places européennes poursuivent timidement leur rebond entamé fin mars. Celui-ci est-il durable ?

Il serait présomptueux d'avancer une réponse assurée à cette question tant les marchés prennent un malin plaisir à déjouer les pronostics les plus convaincus. Mais par-delà les facteurs de préoccupation récents qui ont perturbé le déroulement du premier trimestre boursier, nous réitérons notre sentiment exprimé le mois dernier que les fondamentaux économiques militent objectivement pour une poursuite du rétablissement.

Certes, les statistiques récentes nous obligent à admettre, sinon un essoufflement, du moins un plafonnement de la croissance. Mais quoi d'anormal à cet stade du cycle ? Et puis cette accalmie devrait-elle forcément provoquer une désaffection pour les marchés d'actions ? Nous ne le pensons pas.

En attendant, la comptabilité nationale valide bel et bien cette évolution. En rythme annualisé, la croissance européenne progresse de 1.67% au premier trimestre 2018 contre 2.7% au dernier trimestre 2017. Même constat outre-Atlantique avec une progression de 2.31% contre 2.88%.

Aux Etats-Unis, s'agissant des indicateurs avancés, l'ISM manufacturier s'affiche en recul pour le deuxième mois d'affilée (57.3 en avril contre 59.3 en mars), ce qui, en soi, ne suffit pas encore à établir une tendance, bien que le croisement avec d'autres statistiques le laisse entrevoir (l'ISM des services s'inscrit en baisse pour le troisième mois consécutif). Reste que ce repli s'effectue sur des niveaux toujours très élevés, compatibles avec une croissance qui reste solide. D'ailleurs, l'indice de production industrielle avoisine les plus hauts historiques. Même si elle n'est évidemment pas encore totalement diffusée, la réforme fiscale permet d'entretenir et de prolonger le cycle. Les inquiétudes que pourrait manifester le marché quant au risque de retournement tendanciel du cycle

ne nous paraissent donc pas encore justifiées à ce stade.

En Europe, en revanche, et d'une manière paradoxale (quid du fameux rattrapage ?), l'essoufflement conjoncturel est patent, comme l'a d'ailleurs confirmé Mario Draghi lors de la dernière conférence de presse de la BCE. Indiscutablement, les indicateurs avancés marquent le pas. L'indice du sentiment économique de la Commission européenne recule pour le quatrième mois d'affilée ; IFO, l'indice du climat des affaires en Allemagne, accuse cinq replis de suite. Ces chiffres sont toutefois à relativiser par les niveaux sur lesquels ils s'établissent (toujours élevés) et par la très bonne tenue des indicateurs de confiance des ménages, gage d'un niveau de consommation résilient, incontestable facteur de soutien à l'activité.

De sorte que, aujourd'hui, les questions qui se posent sont les suivantes : ce ralentissement conjoncturel observé n'est-il qu'un essoufflement temporaire dû à des facteurs spécifiques ? Constitue-t-il la manifestation d'une normalisation (pic atteint) ? Ou bien préfigure-t-il un retournement plus tendanciel ?

Nous privilégions la deuxième hypothèse.

Les banques centrales américaine et européenne semblent elles-mêmes s'inscrire dans cette logique, en ayant choisi de renvoyer aux prochaines échéances les décisions qui leur incombent. De fait, les deux dernières réunions de politique monétaire (Fed et BCE) n'ont guère impacté les marchés.

L'analyse de la dimension microéconomique, à présent, ne nous semble pas plus alarmante.

Aux Etats-Unis, où les valorisations sont les plus tendues, en dépit d'un reflux récent, le rapport « Révisions haussières sur révisions baissières des perspectives de résultats » s'est accéléré en 2018. La corrélation avec le S&P 500, en variation sur 6 mois, nous préserve a priori d'un effondrement boursier. Ce ratio préfigure plutôt, au contraire, une

poursuite de la progression des bénéfiques par action. Enfin, la corrélation entre les variations sur un an des estimations de bénéfiques 12 mois et le S&P 500 milite également pour une très bonne tenue de ce dernier. Toutefois, ayons à l'esprit que si l'ISM manufacturier venait à baisser plus durablement, la qualité de sa corrélation avec l'évolution du ratio UP/DOWN impliquerait un repli quasi certain de ce dernier et, dans ce cas, une perte réelle de momentum pour les actions américaines.

En Europe, paradoxalement, les marchés d'actions sont soumis à des forces plus contrastées.

Si l'on se fie à la corrélation entre la variation sur trois mois du volet « anticipations » de l'indice IFO et l'Eurostoxx 50, celle-ci nous suggère que la correction entamée fin janvier n'est pas forcément tout à fait accomplie et que l'indice boursier pourrait continuer à glisser davantage. Toutefois, rappelons que cette enquête réalisée auprès des chefs d'entreprise allemands a sans doute été exagérément affectée par le risque protectionniste « trumpien » et par l'impact de l'appréciation sur un an de la monnaie unique observé récemment dans les comptes de résultats. La dépréciation récente de l'euro-dollar (repassé sous les 1.19) pourrait mettre du baume au cœur des industriels.

Au-delà, nous avons une toute autre appréhension de la situation si l'on prend en compte la corrélation entre la variation sur 6 mois des perspectives de résultats à un an et l'Eurostoxx 50 en variation annuelle. A cette aune, toute chose égale par ailleurs, l'indice (dont la progression est proche de zéro sur un an) a très clairement vocation à « recoller » et à se réinscrire en hausse.

Comme on peut le constater, si la lisibilité malaisée nous retient d'exprimer une opinion résolument favorable, l'anxiété à laquelle sont soumises les places financières depuis la fin janvier nous semble bien excessive.

Joseph Alfonsi