

## Les trimestriels, arbitres de la bataille boursière taux contre bénéfices

Avec le début du deuxième trimestre, les Bourses ont une chance de s'extraire des spéculations, plus ou moins fondées, sur la macroéconomie. On arrive dans le concret des chiffres d'affaires ou des résultats des trois premiers mois de l'année. La réalité est une base qui permet aux investisseurs de s'inscrire dans la dynamique des affaires et, le cas échéant, aux sociétés cotées de réviser leurs objectifs.

### Trois mois passés centrés sur les risques

Depuis le début de l'année, l'attention des investisseurs s'est concentrée sur le constat du développement du cycle économique et, en même temps sur les risques qui planent sur le « scénario idéal » qui avait justifié l'envolée des indices dans la première quinzaine de janvier. En trois semaines, les actions américaines avaient pris près de 8 %, les européennes et les japonaises 5%.

Ce sont les craintes d'inflation qui ont cassé le rallye. Plus que la dérive des salaires constatée aux États-Unis, les marchés ont cherché à anticiper un vrai durcissement des conditions monétaires en dollar – avec un renouvellement profond à venir du comité de la Fed après le remplacement de son président en février -, mais aussi en euro. Plus largement, une conjoncture de taux longs qui s'inverserait après des trimestres de rendements très faibles et même négatifs changerait la donne.

L'écart comblé et même au-delà entre la croissance potentielle des économies et la croissance constatée plaide historiquement pour cette hausse des taux d'intérêt. Un mouvement généralisé en ce sens - poserait la question de l'endettement généralisé des économies pouvant casser le cycle et celle de l'évaluation des actions en comparaison avec les obligations.

Venant sur des Bourses aux ratios sensiblement supérieurs aux moyennes, la volatilité de la phase de consolidation n'a pas vraiment baissé depuis deux mois. Il est vrai que la géopolitique « Trump » exerce une pression qui a aussi une dimension commerciale et financière. La guerre commerciale qui annonce un prolongement de la guerre des monnaies. La stabilité des règles du commerce et celle des changes qui favorisent l'expansion mondiale ne seront pas au rendez-vous.

### La surcote historique des multiples d'évaluation s'est effacée en Europe et réduite aux États-Unis

Après ce focus sur les risques, les scénarios économiques ont été ajustés. La croissance mondiale est toujours attendue à 3,9 % cette année, avec un effet fiscal qui va porter les États-Unis à près de 2,7% (pour 2,2 % l'année dernière) et maintenir l'Europe pas loin de 2,5 %. Les conjoncturistes situent leurs projections dans les zones inchangées et, depuis maintenant plus d'un mois ne les relèvent pas. La

dynamique générale ne s'essouffle pas, mais elle se situe sur un palier et, peut-être même sur un point haut de retournement. Elle s'annonce le cas échéant plutôt modérée par rapport au niveau élevé actuel.

Les marchés peuvent aujourd'hui s'appuyer sur la réalité des entreprises plutôt que de spéculer sur des risques.

Les publications des résultats 2017 n'ont pas donné un climat boursier particulièrement porteur : beaucoup avait été anticipé. Les déceptions ont été sévèrement sanctionnées, les confirmations quelquefois aussi, et les bonnes performances n'ont pas toujours été saluées par une hausse des cours.

La situation est un peu différente aujourd'hui.

En premier lieu en raison de la réduction des multiples d'évaluation du fait de la baisse. Les multiples des bénéfices attendus à 12 mois par les consensus sont revenus à un peu plus de 18 fois à Wall Street et autour de 14 en Europe. Dans le premier cas, on reste en surcote de l'ordre de 20 % par rapport aux moyennes sur 30 ans, dans le deuxième, il n'y en a pratiquement plus (environ 5 %). La différence tient au prix des technologiques qui pèsent 30 % des indices américains pour 8 % en zone euro, mais aussi, à l'effet fiscal 2018. La rentabilité a un prix.

## Le pessimisme vis à vis des actions européennes à l'épreuve des publications

Les cours anticipent moins fortement aujourd'hui qu'au moment des publications des comptes annuels. Ce n'est pas la seule raison pour que les trimestriels soient mieux accueillis. De fait, les estimations moyennes des analystes financiers restent prudentes. De beaux chiffres d'affaires – comme celui en progression organique de 15 % de LVMH publié mardi – n'auront pas de mal à entraîner des relèvements des projections de bénéfices par action.

La problématique actuelle des marchés financiers doit se lire à travers ce prisme. Pour résumer, il faut savoir si la tendance va être dictée par les taux d'intérêt (plutôt à la hausse et donc à la baisse des actions comme des obligations à taux fixe) ou par la croissance des profits (favorable aux actions).

Du côté des actions européennes il y a de la marge dans cette bataille taux/bénéfices. Le rendement des actions dépasse de près de 3 % celui des obligations. On n'est loin d'être dans le même cas aux États-Unis où les obligations affichent une rémunération supérieure de 1 % à celle des dividendes. Même corrigé des rachats d'actions, cette différence est en soi un facteur de risque. Les cours anticipent des chocs de change et un écart d'inflation défavorables aux sociétés européennes. Ils ne parient pas sur un rattrapage des marges ou même une réduction de l'écart au-delà de l'effet fiscal.

Ils pêchent peut-être par excès de pessimisme. Ces trimestriels vont avoir une importance particulière pour juger – pour l'Europe en particulier – de l'issue de cette bataille taux contre bénéfices.