

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Marchés internationaux et portefeuilles multi-actifs

18 juin 2018

AUTEUR



Patrick Schowitz, CFA
Stratégiste
Multi-Asset Solutions

SYNTHÈSE

- Les actions de la zone euro ont été confrontées à un ralentissement soudain de la dynamique de croissance économique et à la réapparition du risque politique en Italie et en Espagne.
- La sensibilité permanente aux fluctuations de change est à double tranchant : si les tensions politiques s'apaisent en Italie et en Espagne, l'euro risque de se raffermir, ce qui pénalisera les actions de la zone euro. Mais si la monnaie européenne s'affaiblit en raison du risque politique, cela augmentera la prime de risque demandée par les investisseurs, et pourrait donc pénaliser là encore les actions de la zone euro.
- Un argument courant en faveur des actions de la zone euro est celui de leur potentiel de rattrapage par rapport aux États-Unis en termes de bénéfices. Ce potentiel est toutefois inégal : la croissance des bénéfices de l'Allemagne égale celle des États-Unis, tandis que l'Italie affiche le plus grand retard.
- Dans nos portefeuilles multi-actifs, qui restent modérément pro-risque, nous sous-pondérons les actions de la zone euro. Nous apprécions la combinaison de bénéfices en forte hausse et d'entreprises de meilleure qualité offerte par le marché américain, ainsi que la participation plus importante à la croissance mondiale offerte par les actions émergentes et japonaises.

ACTIONS DE LA ZONE EURO : UN DESTIN LIÉ À CELUI DE L'EURO

Les récents troubles politiques en Italie et en Espagne, ainsi que le ralentissement soudain de la dynamique de croissance économique, ont fait ressortir notre attitude prudente à l'égard des actions de la zone euro. Malgré un consensus haussier sur l'Europe, nous continuons de privilégier les autres régions, sans pour autant avoir un avis complètement négatif sur l'évolution à venir des actions de la zone euro.

Si l'on examine la performance relative de la région au cours de ces dernières années, il est clair que la vigueur (ou la faiblesse) de l'euro a une influence majeure sur la performance des actions. Les actions de la zone euro ont surperformé leurs homologues des autres marchés d'environ 10% du début du 3^{ème} trimestre 2016 à début mai 2017, période pendant laquelle l'euro a décroché d'une fourchette de 1,10-1,15 pour baisser jusqu'à 1,05 contre le dollar américain, et qui s'est terminée avec l'élection d'Emmanuel Macron à la présidence française. Depuis mai 2017, les actions de la région affichent une sous-performance d'environ 11% par rapport aux actions internationales, tandis que l'euro a connu dans le même temps une forte remontée qui l'a mené jusqu'à 1,25 contre l'USD en début d'année, avant de redescendre plus récemment. La vigueur de la monnaie unique a clairement pesé plus lourd que les solides taux de croissance économique et de progression des bénéfices enregistrés par la région sur la même période : le BPA à 12 mois de l'indice MSCI EMU (*European Economic and Monetary Union*) a augmenté d'environ 17%, dans les traces des 19% de croissance du BPA de l'indice MSCI ACWI (*All Country World Index*), mais les actions de la zone euro ont sous-performé.

Retour du risque politique et ralentissement de la dynamique de croissance

Où en sommes-nous aujourd'hui ? Comme les médias ne cessent de nous le rappeler, la situation politique acrimonieuse de l'Europe constitue une toile de fond négative pour la région depuis la crise de la dette souveraine de 2010-2012, même si elle n'a pas été source de problèmes graves pour les marchés. La reprise de croissance, alimentée dans une large mesure par des mesures de relance conséquentes de la part de la banque centrale, a permis de colmater les brèches sans pour autant corriger les déséquilibres économiques structurels de la zone euro. Ces déséquilibres sont l'un des facteurs majeurs à l'origine de la récente crise politique en Italie, même si la crise des réfugiés a manifestement joué aussi un rôle important. Après des débuts difficiles, le nouveau gouvernement italien a adopté un ton plus conciliant à l'égard du reste de l'Union européenne, mais les différends en matière de politique budgétaire et d'accueil des réfugiés sont loin d'être réglés. Bien qu'une nouvelle crise majeure de l'euro semble peu probable à l'heure actuelle, l'incertitude risque de perdurer pendant un moment, ce qui signifie que les investisseurs exigeront une prime de risque supplémentaire (à savoir, une décote) sur les actifs européens. En revanche, la situation politique espagnole semble moins inquiétante du point de vue de l'Europe : le nouveau gouvernement dirigé par les socialistes reste relativement pro-européen, et s'il devait tomber, l'éventualité la plus probable d'un gouvernement dirigé par les *Ciudadanos* (Citoyens - Parti de la Citoyenneté) le serait peut-être encore plus. Ce point de vue semble largement partagé par le marché obligataire.

L'écart de taux (spread) entre les obligations d'État de l'Italie et celles de l'Allemagne reste élevé, tandis que les spreads espagnols sont bien plus modestes (figure 1).

Sur le front macroéconomique, la croissance de la zone euro a récemment marqué le pas de manière soudaine. Les causes de cette perte de vitesse ne sont pas claires, bien que l'appréciation de l'euro en 2017 en est probablement un facteur majeur. À partir de maintenant, la persistance de l'incertitude politique risque d'éroder la confiance des entreprises et des consommateurs (qui s'est déjà nettement amoindrie selon un certain nombre d'indicateurs) et d'entamer quelque peu les perspectives de croissance. Un ralentissement de la croissance pourrait à son tour peser sur les bénéfices européens, bien que les nouvelles soient loin d'être mauvaises sur ce front. Après la forte baisse en début d'année des prévisions du consensus concernant la croissance des bénéfices de la zone euro (de presque 10% à à peine plus de 6% au plus bas en avril), les prévisions sont commencées à remonter, se situant actuellement à 7,5%. Cela est probablement dû au regain de faiblesse de l'euro, bien que nous estimions que celle-ci ne devrait pas persister.

Cette sensibilité constante aux fluctuations de change fait ressortir le dilemme des investisseurs face aux actions de la zone euro : si les tensions politiques s'apaisent, l'euro devrait se raffermir, ce qui a tendance à pénaliser les actions de la région. Mais si l'euro s'affaiblit en raison du risque politique, cela augmentera la prime de risque demandée par les investisseurs sur les actifs européens, ce qui pénalisera à encore les actions de la région. Dans le cas extrême de la crise de la dette souveraine en Europe, la corrélation entre l'euro et les actions de la région est devenue positive pendant plusieurs années (une corrélation négative étant l'état par défaut des marchés développés).

FIGURE 1 : SPREAD DES OBLIGATIONS SOUVERAINES DE L'ITALIE ET DE L'ESPAGNE PAR RAPPORT À L'ALLEMAGNE

Les écarts de taux (spreads) entre obligations souveraines sont un indicateur clé de tensions au sein de la zone euro. À la suite des récents troubles politiques, les spreads des obligations italiennes et espagnoles à 10 ans ont fortement augmenté par rapport aux taux allemands, bien qu'ils restent largement inférieurs aux niveaux extrêmes atteints pendant la crise de l'euro. Les spreads italiens ont plus augmenté que les spreads espagnols, ce qui reflète la différence d'appréciation des marchés quant à la gravité des problèmes politiques de chaque pays.



Source: Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions. Données au 13 mai 2018. Informations fournies à titre purement indicatif.

La politique monétaire peut, bien entendu, affaiblir la monnaie et soutenir ainsi les actions. Mario Draghi, président de la Banque centrale européenne (BCE), y est arrivé cette semaine en donnant un tour plus conciliant à la réduction du programme de rachats d'actifs de la BCE, qui passera de 30 Md€ à 15 Md€ par mois au 4^{ème} trimestre 2018, avec des projections « améliorées » concernant les taux directeurs. Il est toutefois difficile d'imaginer une autre innovation conciliante de cette nature pour l'avenir et nous pensons que l'euro retrouvera sa tendance haussière pour le reste de l'année en cours.

Enfin, si la valorisation des actions de la zone euro n'est pas excessive, elle n'est pas non plus spécialement attractive. Globalement égal à 14, le coefficient de capitalisation calculé sur la base des bénéfices prévisionnels à 12 mois (« *forward P/E* ») est à peu de chose près égal à sa moyenne à long terme de 13,5.

Il en est toutefois de même pour l'ensemble des actions des marchés développés. À 15,4, le *forward P/E* actuel de l'indice MSCI ACWI n'est que très légèrement inférieur à sa moyenne à long terme de 16. Les actions de la zone euro ne sont bon marché que pour ceux qui croient qu'elles ont encore un potentiel de rattrapage par rapport aux États-Unis en termes de croissance des bénéfices. Depuis la crise financière mondiale, les BPA de la zone euro accusent en effet un retard de presque 50% sur la croissance des bénéfices des entreprises américaines.

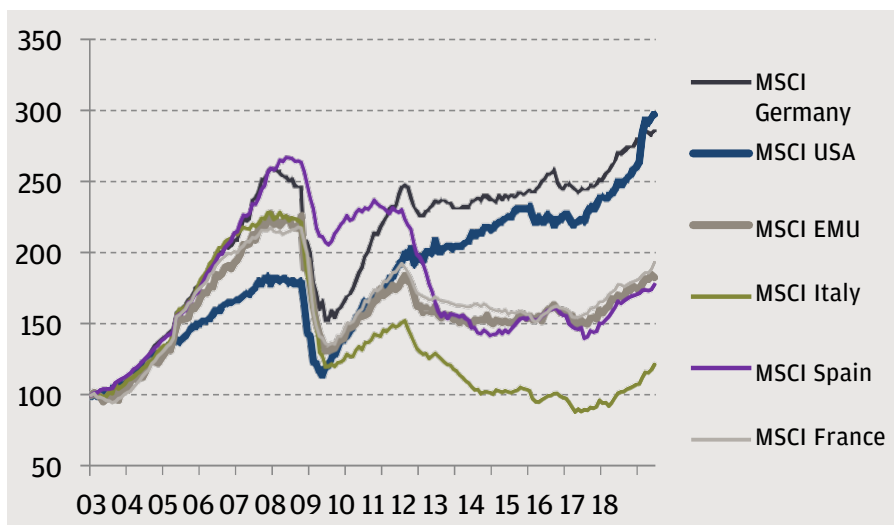
Mais comme l'illustre la figure 2, cet argument souvent cité est loin d'être convaincant. Le rythme de croissance des bénéfices de la zone euro est en effet très disparate : élevé en Allemagne, extrêmement faible en Italie, et quelque part entre les deux en France et en Espagne. Pour réellement croire au potentiel de rattrapage des actions de la zone euro, il nous faudrait avoir beaucoup plus confiance dans les prévisions de croissance des bénéfices du sud de l'Europe, qui sont fortement influencées par le secteur financier. À l'heure actuelle, ce n'est pas le cas.

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

Nous conservons un positionnement modérément pro-risque au sein de nos portefeuilles, avec notamment une surpondération des actions par rapport aux obligations. Lors de notre sommet stratégique du mois de mai, nous avons réaffirmé notre préférence pour les actions des États-Unis, du Japon et des marchés émergents et revu une nouvelle fois à la baisse notre avis sur les actions de la zone euro, qui sont désormais le marché que nous recherchons le moins. Les perspectives des actions de la zone euro restent tout simplement mitigées dans le meilleur des cas. Nous préférons la combinaison de bénéfices en forte hausse et d'entreprises de meilleure qualité offerte par le marché américain, ainsi que la participation plus importante à la croissance mondiale offerte par les actions émergentes et japonaises. Nous continuons également de privilégier le secteur des technologies, qui représente une part importante du marché des actions américaines et émergents, mais pèse beaucoup moins lourd en Europe.

FIGURE 2 : LE POTENTIEL DE RATTRAPAGE DES BPA EUROPÉEN EST INÉGAL

Un argument souvent mentionné faveur des actions de la zone euro est leur potentiel de rattrapage des BPA par rapport aux États-Unis. Ce potentiel reste toutefois très inégal : la croissance des BPA de l'Allemagne égale celle des États-Unis, tandis que l'Italie est la plus en retard et les pays comme la France ou l'Espagne se situent entre les deux.



Source : DataStream, J.P. Morgan Asset Management Multi Asset Solutions. Données au 13 mai 2018. Informations fournies à titre purement indicatif.

L'équipe Global Multi Asset Group de J.P. Morgan Asset Management :

John Bilton
Responsable de la Stratégie
Londres

Thushka Maharaj
Stratégiste
Londres

Katrina Lee
Stratégiste
Londres

Michael Hood
Stratégiste
New York

Jonathan Lowe
Stratégiste
Hong Kong

Michael Albrecht
Stratégiste
New York

Patrik Schowitz
Stratégiste, Éditeur
Londres

Mark Richards
Stratégiste
Londres

Timothy Lintern
Stratégiste
Londres

Benjamin Mandel
Stratégiste
New York

Diego Gilsanz
Stratégiste
New York

Pour de plus amples informations,
veuillez prendre contact avec votre
conseiller J.P. Morgan Asset
Management.

Dans le cadre de la réglementation MiFID II, les programmes JPM Market Insights et JPM Portfolio Insights sont des outils de communication marketing et ne relèvent pas des obligations de la MiFID II et du MiFIR spécifiquement liées à la recherche en investissement. Par ailleurs, les programmes JPM Market Insights et JPM Portfolio Insights ne constituant pas une recherche indépendante, ils n'ont pas été préparés conformément aux obligations légales destinées à promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement et ne sont soumis à aucune interdiction de négociation en amont de la diffusion de la recherche en investissement.

Il s'agit d'un document de communication fourni à titre purement informatif. Il est à caractère éducatif et n'a pas vocation à être considéré comme un conseil ni comme une recommandation à l'égard d'un produit d'investissement, d'une stratégie, d'une caractéristique de placement ou à toute autre fin dans une quelconque juridiction, ni comme l'engagement de J.P. Morgan Asset Management ou de l'une de ses filiales à participer à l'une des transactions mentionnées. Les exemples cités sont d'ordre générique et hypothétique, et sont fournis à titre d'illustration uniquement. Ce document ne comporte pas d'informations suffisantes pour étayer une décision d'investissement et nous vous conseillons de ne pas le considérer comme base d'évaluation d'un investissement dans des titres ou produits financiers. En outre, il est conseillé aux utilisateurs de procéder à une évaluation indépendante des conséquences juridiques, réglementaires, fiscales, de crédit et comptables et de déterminer, avec l'aide de leur propre conseiller, si les investissements mentionnés dans le présent document sont adaptés à leurs objectifs personnels. Les investisseurs doivent s'assurer de disposer de toutes les informations existantes avant de prendre leur décision. Toute prévision, donnée chiffrée ou technique et stratégie d'investissement évoquée est présentée à titre d'information exclusivement, sur la base de certaines hypothèses et des conditions de marché actuelles. Elles sont soumises à modification sans préavis. Toutes les informations présentées sont considérées comme exactes à la date de rédaction, mais aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude et aucune responsabilité n'est assumée en cas d'erreur ou d'omission. Nous attirons votre attention sur le fait que la valeur des placements et le revenu que ces derniers génèrent sont susceptibles de fluctuer en fonction des conditions de marché et des conventions fiscales et il se peut que les investisseurs ne récupèrent pas la totalité des sommes investies. Les performances et les rendements passés ne préjugent pas des résultats actuels et futurs.

J.P. Morgan Asset Management est le nom commercial de la division de gestion d'actifs de JPMorgan Chase & Co et son réseau mondial d'affiliés. Veuillez noter que si vous contactez J.P. Morgan Asset Management par téléphone, vos conversations sont susceptibles d'être enregistrées et contrôlées à des fins juridiques, de sécurité et de formation. Les informations et les données que vous nous communiquez ponctuellement seront collectées, stockées et traitées par J.P. Morgan Asset Management dans le respect de la Politique de confidentialité www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy.

Ce document est publié par JPMorgan Asset Management (Europe) S.à.r.l. European Bank & Business Centre, 6 route de Trèves, L-2633 Senningerberg, Grand Duché de Luxembourg, R.C.S. Luxembourg B27900, capital social EUR 10.000.000. Émis en France par JPMorgan Asset Management (Europe) S.à.r.l. - Succursale de Paris -14 place Vendôme, 75001 Paris -Capital social : 10 000 000 euros - Inscrite au RCS de Paris, n°492 956 693.

Copyright 2018 JPMorgan Chase & Co. All rights reserved

PI-GAAV_3Q18 | 0903c02a81cef736