

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Evolution des marchés mondiaux et portefeuille multi-actifs

3 septembre 2018

AUTEUR



Michael Hood
Stratégiste
Multi-Asset Solutions

SYNTHESE

- La poursuite de la surperformance des actions américaines pose la question de déterminer si la surpondération de notre position sur ce marché reste encore pertinente.
- Le contexte macro-économique des États-Unis reste favorable, les informations récentes suggérant une croissance supérieure à la tendance à court terme et un cycle d'expansion économique se poursuivant encore pendant un certain temps.
- Si les actions américaines ont surperformé, les bénéfices des entreprises américaines ont également progressé plus rapidement que ceux de leurs homologues des autres marchés, de telle sorte que leur valorisation ne s'est pas sensiblement détériorée.
- La nature défensive du marché américain devrait apporter un soutien persistant, les entreprises américaines faisant la course en tête en matière de rentabilité, phénomène qui s'étend bien au delà du secteur de la technologie ; cet aspect des actions américaines signifie qu'elles devraient justifier une prime par rapport aux autres marchés.
- Le marché des actions aux États-Unis ne fait plus l'objet d'un consensus de sous-pondération ; des signes de sentiment général élevé contribueraient à affaiblir notre conviction.

LA ROBUSTESSE DES ETATS-UNIS MERITE UN REEXAMEN

Au cours de ces derniers mois, notre position sur les marchés d'actions a évolué d'une large diversification géographique vers une concentration sur les États-Unis, justifiée par une croissance relativement forte de l'économie et des bénéfices des entreprises. La surperformance prolongée des actions américaines (U.S.) pose cependant la question de savoir si cette stratégie a encore une raison d'être. Notre lecture du contexte macro-économique, ainsi que la nature attractivement défensive des actions américaines suggère qu'il en est ainsi jusqu'à présent mais nous allons surveiller l'évolution du sentiment général des investisseurs et du dollar, facteurs potentiels de déclenchement d'un changement de conviction.

L'économie américaine a crû de 4,2 % (en variation trimestrielle corrigée des variations saisonnières) au second trimestre de cette année, chiffre atypique par son importance (généralisé en partie par une hausse des exportations probablement provoquée par une stimulation des expéditions en anticipation de la mise en place de nouveaux droits de douane). Si nous ne considérons pas ce chiffre comme une référence pour la croissance future, nous estimons que plusieurs aspects des chiffres récemment publiés sont instructifs sur les perspectives à court et moyen terme. A court terme, l'effet des mesures de stimulation budgétaire apparaît désormais au grand jour mais ne semble pas avoir atteint son point culminant. Les baisses d'impôt et la hausse progressive des dépenses de défense ont stimulé l'économie au second trimestre. L'augmentation prévue des dépenses hors défense ne s'est cependant pas encore matérialisée et devrait soutenir la croissance au cours des prochains trimestres.

Par ailleurs, les indices de dépenses d'investissement des entreprises (capital expenditure ou capex) ont progressé après une certaine modération au second trimestre. D'autre part, en tenant compte de la robustesse antérieure d'autres formes de demandes qui ont tendance à influencer sur le capex, les perspectives des dépenses d'investissement paraissent solides et devraient soutenir la croissance générale au delà de la tendance pendant encore quelques trimestres.

A plus long terme, nous estimons, au vu des récentes statistiques, qu'existe un soutien à la poursuite de l'expansion actuelle. Nettement révisé à la hausse, le taux d'épargne personnel semble désormais élevé par rapport à sa moyenne de long terme, ce qui renforce notre opinion selon laquelle les ménages ne déclencheront pas la prochaine récession en réduisant de façon autonome leurs dépenses. Dans le même temps, la croissance de la productivité s'est légèrement améliorée après une période prolongée de faiblesse. Si elle demeure léthargique par rapport à ses précédents historiques et aux anticipations intégrées dans notre publication *Long-Term Capital Market Assumptions*, elle s'est suffisamment améliorée pour contenir les pressions sur les coûts que subissent les entreprises. (graphique 1). Par conséquent, les marges tout comme l'inflation semblent dans leur ensemble stables, cohérentes avec des déséquilibres dans l'économie qui ne sont que modérés et un risque de récession à court terme assez faible.

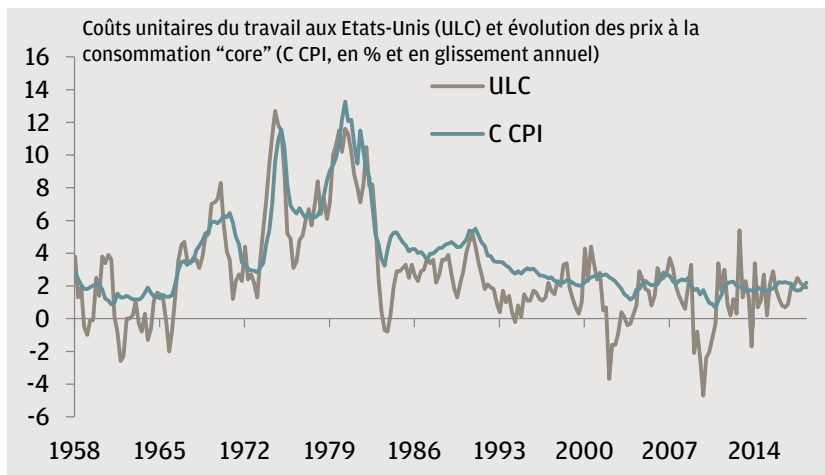
Ce contexte économique est-il un facteur de soutien au maintien de la surpondération de notre position en faveur des actions américaines (U.S.) ? Nous le pensons mais avec une confiance légèrement moindre qu'auparavant.

Après tout, les actions américaines (U.S.) ont déjà fortement surperformé cette année – l'indice S&P 500 est en hausse de plus de 8 % alors que les autres indices des marchés développés reculent (exprimés en dollar U.S.). Il est certain que ce momentum favorable influence positivement nos modèles quantitatifs mais ceci devrait normalement se faire au prix d'une détérioration du soutien de la valorisation.

La persistance de notre opinion repose principalement sur deux facteurs. En premier lieu, la forte progression des bénéfices signifie que les valorisations relatives américaines (U.S.) ont enregistré une progression inférieure à celle qu'aurait suggéré l'évolution du cours des actions prise isolément. La progression des anticipations de bénéfice par action aux États-Unis a nettement dépassé celle des autres marchés d'actions développés depuis le début de 2018, se prolongeant bien au delà de l'effet des baisses d'impôt sur les entreprises. Le ratio cours/bénéfices relatif de l'indice S&P 500 comparé à ses homologues des marchés développés a progressé mais sans dépasser la fourchette constatée au cours de ces deux dernières années. A l'exception des extrêmes, notre processus tactique d'allocation d'actifs met un peu moins l'accent sur les valorisations que sur d'autres considérations et les valorisations relatives américaines (U.S.) ne semblent pas actuellement extrêmes.

GRAPHIQUE 1 : PAS ENCORE DE MIRACLE SUR LA PRODUCTIVITE MAIS PRESSIONS SUR LES COÛTS TOUJOURS CONTENUES

Bien que la tendance de la croissance de la productivité américaine (U.S.) reste léthargique, elle s'est quelque peu améliorée au cours de ces dernières années. Avec une inflation salariale ne progressant que graduellement, les pressions sur les coûts subies par les entreprises américaines (U.S.) sont restées contenues. Les progressions du coût unitaire du travail se situent à un niveau stable de 2 % cohérent avec une inflation régulière et avec les marges bénéficiaires. Ce modèle suggère une faible probabilité à court terme d'un changement majeur dans le comportement des entreprises ou d'un resserrement de la politique de la Réserve fédérale.



Sources : Haver Analytics, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions ; Donn2es au 30 juin 2018. A titre purement indicatif.

En second lieu, les États-Unis restent de loin le marché d’actions le plus qualitatif dans lequel nous investissons. Sa rentabilité, mesurée par le rendement des fonds propres, est supérieure de près d’un tiers à celle de la moyenne mondiale et cet avantage s’est encore accru cette année (**graphique 2**). Fait important à relever, cet écart de rentabilité existe pratiquement dans tous les segments du marché et pas seulement dans le secteur très en vue des technologies de l’information. Les investisseurs actions ont quasiment constamment favorisé la qualité depuis 2014, au bénéfice des États-Unis. Du fait que cette qualité surperforme habituellement au cours des récessions, nous estimons que cet enthousiasme pourrait désormais se renforcer, les marchés anticipant la fin de l’expansion actuelle. Le caractère défensif du marché américain (U.S.) justifierait une prime, apaisant ainsi notre inquiétude sur les valorisations relatives.

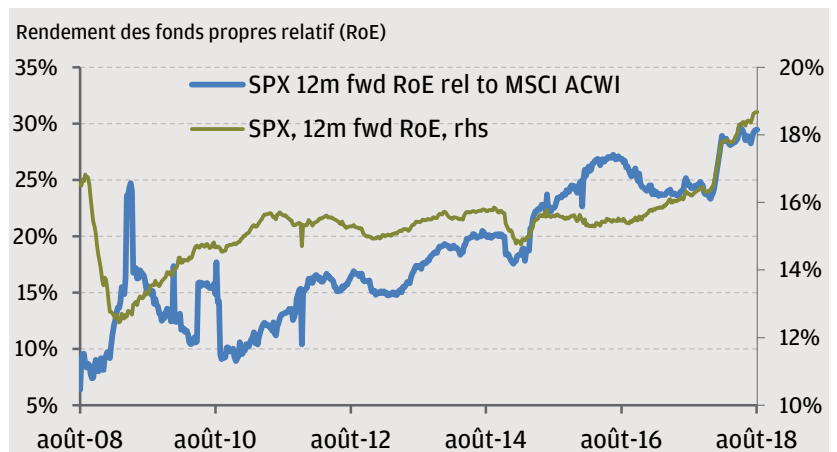
Plaidant contre position, le sentiment général sur le marché américain (U.S.) apparaît en nette amélioration au cours de ces derniers mois. Au début de cette année, les opinions du consensus appelaient de leur vœux une sous-performance des États-Unis, mettant l’indice S&P 500 en position de bénéficier de la surprenante vigueur des bénéfices et par conséquent d’une réallocation de fonds en faveur du marché américain (U.S.). Les analyses ne considéraient plus les États-Unis comme une zone à sous-pondérer. Cependant, les anticipations de bénéfices pour 2019 semblent conservatrices, laissant entrevoir la possibilité d’une nouvelle série de surprises haussières. Nous nous montrerons plus circonspects sur notre surpondération U.S. si nous observons des signes indiquant que les investisseurs sont à la fois surpondérés et s’appuient sur des anticipations excessives concernant la performance des entreprises.

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D’ACTIFS

La combinaison d’un contexte économique favorable et des caractéristiques défensives des actions américaines ainsi que de la puissance de feu des bénéfices a contribué au maintien de notre surpondération malgré la poursuite de la surperformance du marché. Nous allons scruter attentivement le sentiment général pour rechercher des signes d’excès, en particulier si nos propres anticipations de bénéfices tombent à un niveau inférieur aux prévisions du consensus. Le dollar U.S. va également jouer un rôle majeur dans le façonnage de nos opinions sur la valeur relative des actions. La robustesse persistante du dollar, si elle pénalise les bénéfices générés par les activités à l’étranger des sociétés américaines (U.S.), pourrait également suggérer la persistance d’inquiétudes planant sur la croissance mondiale. Notre positionnement actions largement diversifié en 2017 a été le reflet d’un environnement de croissance mondiale synchronisée associé à une tendance baissière sur le dollar. Un retour vers l’ampleur de la place occupée alors par les actions internationales et l’atténuation de l’accent mis sur les États-Unis nécessiteraient un renforcement de la confiance dans la croissance hors États-Unis et, plus probablement, un infléchissement de l’évolution du dollar vers une dépréciation progressive.

GRAPHIQUE 2 : LA RENTABILITE DES ENTREPRISES AMERICAINES (U.S.) RESTE ELEVEE EN TERMES RELATIFS

Le caractère défensif du marché des actions aux États-Unis s’est renforcé. Le rendement des fonds propres des entreprises américaines (U.S.) est supérieur de près d’un tiers à la moyenne mondiale et concerne quasiment tous les secteurs du marché, pas seulement celui des technologies de l’information. Le RoE a également gagné du terrain cette année, tendance se poursuivant au delà de l’effet exceptionnel des baisses d’impôt. La qualité a dominé les hausses du marché mondial des actions au cours de ces dernières années, évolution favorable aux États-Unis.



MSCI ACWI : Morgan Stanley Capital International All Country World Index. SPX : Standard & Poor’s 500 Index. Sources : Thomson DataStream, Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions ; données au mois d’août 2018.

L'équipe Stratégie Multi-Asset Solutions

John Bilton

Responsable de la Stratégie
Londres

Michael Hood

Stratégiste
New York

Benjamin Mandel

Stratégiste
New York

Michael Albrecht

Stratégiste
New York

Tim Lintern

Stratégiste
Londres

Patrik Schöwitz

Stratégiste, Éditeur
Londres

Thushka Maharaj

Stratégiste
Londres

Mark Richards

Stratégiste
Londres

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 une 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 communiquerez 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-AA-WEEKLY-090318 | 0903c02a81f59f1d