

# Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Evolution des marchés mondiaux et portefeuilles multi-actifs

1er octobre 2018

AUTEUR



**Patrick Schöwitz, CFA**  
Stratégiste  
Multi-Asset Solutions

## SYNTHESE

- L'économie de la zone euro a souffert en début d'année d'une baisse de rythme soudaine et inattendue provoquée par le secteur manufacturier, due à la combinaison de plusieurs facteurs.
- Il est peu probable que tous ces facteurs sous-jacents persistent. Nous prévoyons désormais une légère ré-accélération, bien que les risques internes et géopolitiques persistent.
- La politique de la Banque Centrale Européenne devrait progressivement devenir plus agressive en 2019, imposant ainsi une modification de la valorisation de sa politique monétaire actuellement très accommodante ; concomitamment avec un meilleur contexte de croissance, ceci devrait favoriser une hausse de l'euro et des rendements obligataires.
- Les perspectives restent difficiles pour les actions de la zone euro. Un renforcement de l'euro devrait handicaper des prévisions de bénéfices déjà en demi-teinte ; le secteur bancaire continue à être confronté à des difficultés et les valorisations sont loin d'être attractives.
- Dans nos portefeuilles multi-actifs, qui présentent un positionnement modestement favorable au risque, les actions de la zone euro sont notre région la moins privilégiée pour les actions ; nous restons surpondérés sur les actions américaines (U.S.) et japonaises. Au sein du segment obligataire, nous sommes sous-pondérés sur les Bunds allemands et surpondérés sur les obligations souveraines américaines (U.S.) et australiennes.

## QU'EST CE QUI PENALISE LA ZONE EURO ?

Lors de notre récent sommet stratégique, nous avons réaffirmé notre jugement négatif sur les actions de la zone euro, notre sous-pondération sur les Bunds allemands et notre opinion positive sur les perspectives de l'euro. Notre analyse perdure, à des degrés divers, depuis déjà un certain temps mais, au cours du sommet, nous l'avons réexaminée à la lumière du ralentissement de la croissance de la zone euro cette année et de ses perspectives.

La croissance du PIB de la zone euro a ralenti en passant d'un rythme proche de 3,0% en termes réels au second semestre 2017 à un rythme plus modeste de 1,5% au premier semestre 2018. Ce chiffre reste robuste à l'aune des normes locales (notre Long Term Capital Market Assumptions - LTCMA - prévoit un taux de croissance tendanciel de 1,5% pour la région) mais la baisse de momentum a été une surprise. Avec le recul, le ralentissement apparaît généralisé mais concentré sur un refroidissement du secteur manufacturier, constaté à la fois dans le recul du PMI manufacturier et le ralentissement de la production industrielle. Nous en avons cependant conclu que la faiblesse de l'activité au premier semestre apparaissait avoir été moins importante qu'en première analyse, reflétant les facteurs suivants.

Le ralentissement est survenu après une véritable flambée des exportations au second semestre 2017, au cours du sursaut de la croissance mondiale synchronisée de l'an dernier, pour lequel l'Europe a semblé particulièrement bien positionnée. Cette forte progression de la croissance mondiale a depuis décliné. La hausse des prix des matières premières a également constitué un handicap. Autre cause probable, la politique budgétaire restrictive début 2018 (probablement menée par des gouvernements en sursis, dans des pays incluant l'Allemagne, l'Italie et l'Espagne), menée à l'encontre des déclarations politiques antérieures. Nous prévoyons que ceci devrait désormais s'inverser. En prenant en compte tous ces facteurs et le fait que le marché de l'emploi de la zone soit resté relativement robuste, la faiblesse de l'activité au cours du premier semestre a probablement été quelque peu surévaluée. La croissance devrait désormais reprendre de la vigueur, bien qu'à un rythme moins soutenu que celui de l'an dernier.

**Persistance des risques politiques**

Le risque politique, intérieur comme international, reste très prégnant pour ces prévisions et il est en capacité de porter un coup à la confiance et à la croissance. Le plus imminent est l'éventualité d'un conflit entre le gouvernement italien et la Commission européenne sur la politique budgétaire, quoique celui-ci ne semble pas devoir déboucher sur une crise majeure. Plus importante à long terme est la possibilité d'un nouveau conflit commercial avec les États-Unis.

Si une certaine forme de trêve a pris forme, l'économie de la zone euro reste vulnérable du fait de sa concentration sur les exportations. Dans le même temps, en arrière plan, le spectre des partis populistes menace.

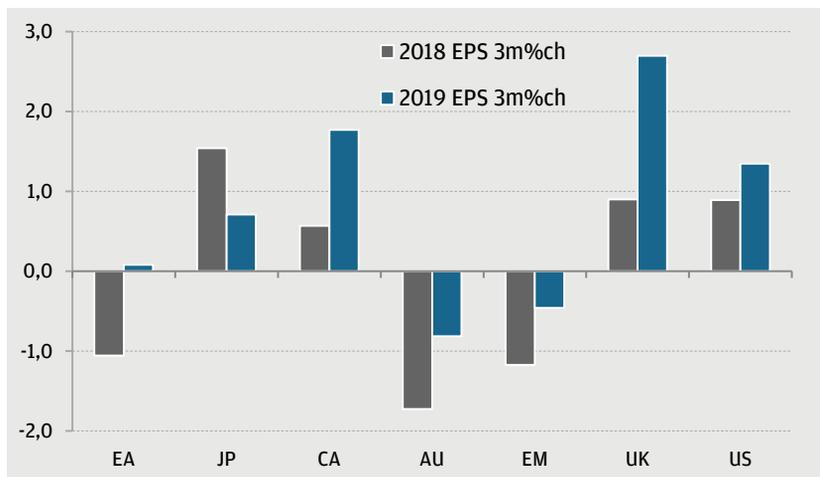
Enfin, avec l'approche du jour du Brexit (dans à peine plus de six mois), l'incertitude persiste et pourrait aussi peser sur la confiance et la croissance. Pourtant, aucun de ces facteurs ne paraît suffisamment important ou imminent pour faire dérailler des perspectives de croissance correctes au cours des prochains trimestres.

Pour ce qui concerne le marché des changes, l'euro a été à la fois une cause et un effet du ralentissement de l'activité. Il a progressé au cours de la forte croissance de la zone euro en 2017, en évoluant d'une quasi parité avec l'USD pour atteindre le milieu de la fourchette des 1,20, force qui a été probablement une autre cause de la perte de dynamisme de la région cette année. Désormais, étant retombé à son niveau du milieu des années 2010 contre l'USD (1,165 au moment de la rédaction de cet article), l'euro semble être la devise forte qui dispose du potentiel de hausse le plus évident contre le dollar. Nous anticipons une hausse vers le milieu de la fourchette des 1,20 au cours de l'an prochain, qui serait encore bien inférieure à notre estimation de juste valeur de 1,34 évoquée dans notre LTCMA.

Les facteurs clés d'un rebond de l'euro devraient être une amélioration des perspectives économiques et l'évolution vers une politique monétaire de la Banque centrale européenne (BCE) moins accommodante.

**GRAPHIQUE 1 : LE RYTHME D'ÉVOLUTION DES BÉNÉFICES DE LA ZONE EURO RESTE FAIBLE**

Au cours de ces trois derniers mois, les prévisions de bénéfices par action (EPS) de la zone euro ont continué à être révisées à la baisse malgré l'affaiblissement de l'euro. Un rebond de l'euro contribuerait vraisemblablement à détériorer cette tendance. A l'inverse, les bénéfices ont continué à faire l'objet de révisions à la hausse dans nos régions de prédilection pour les actions, à savoir les États-Unis et le Japon, même évolution constatée au Royaume-Uni et au Canada.



Sources : Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions ; donNées au 19 septembre 2018.

L'itinéraire immédiat de la politique monétaire de la BCE semble gravé dans le marbre : réduction progressive des achats d'actifs vers zéro d'ici la fin de l'année et pas de hausse du taux directeur jusqu'à l'été. Au delà cependant, nous estimons la valorisation par le marché de la politique de la BCE comme trop accommodante - avec une première hausse anticipée en septembre ou octobre et une trajectoire légèrement ascendante au delà. Désormais, la valorisation de cette politique par le marché ne peut réellement que devenir plus restrictive et le remplacement du président Mario Draghi est susceptible de constituer un facteur de plus de cette dynamique. Une fois tous ces éléments réunis avec l'excédent récurrent de la balance courante de la zone euro, vous obtenez les ingrédients nécessaires à un rebond de l'euro, même si le facteur politique pourrait interférer à très court terme. Les Bunds allemands sont l'une de nos sous-pondérations clés pour ce qui concerne les opinions sur la valeur relative depuis que, conformément avec cette perspective d'ensemble, les rendements semblent de nouveau prêts à progresser.

### **Actions de la zone euro : l'impossible trinité**

Les actions de la zone euro ont été l'un des facteurs de performance les plus faibles de 2018, l'indice de référence Eurostoxx 50 accusant un recul de près de 2 % depuis le début de l'année. A notre avis, pour qu'il surperforme, il faudrait que la région bénéficie de "l'impossible trinité" : une solide croissance, une hausse des rendements obligataires et une devise faible. Nous estimons que les deux premiers éléments sont raisonnablement atteignables mais ils sont incohérents avec le troisième. Par ailleurs, les actions de la zone euro restent hautement sensibles au taux de change de l'euro, du fait de leur focalisation sur les exportations. On le constate à travers la corrélation fortement négative de l'euro avec la performance de l'indice actions et les révisions des prévisions de bénéfices (**graphique 1**). En résumé, tout renforcement de l'euro détériore les perspectives bénéficiaires et pénalise la performance des actions. Pour le moment cependant, cette corrélation négative (à un horizon d'un an) est modérée par rapport à son historique. Cela tient au fait que l'accès de faiblesse de l'euro au cours de ces derniers mois (censée favoriser les actions) n'a pas joué son rôle.

La composition sectorielle de la région n'est pas d'un grand soutien : elle présente une relativement faible exposition à de nombreux secteurs de croissance et un secteur technologique particulièrement réduit. Sa forte pondération en valeurs industrielles et en entreprises de biens de consommation focalisées sur l'exportation la laisse vulnérable aux variations de change. Enfin, son important secteur bancaire, tout en étant relativement à l'abri des variations monétaires, reste un poids mort pour la performance aussi longtemps que les bénéfices des banques souffriront de la politique actuelle de la BCE. Une hausse des rendements obligataires devrait finir par alléger cette contrainte, si notre anticipation de l'action de la BCE est correcte, mais ne devrait pas intervenir avant que l'année 2019 ne soit bien entamée.

Il convient d'admettre que les valorisations des actions de la zone euro sont un facteur de soutien mais ne sont en aucun cas attractives compte tenu de ces inquiétudes. Par exemple, le PE anticipé actuel à 12 mois, à peine inférieur à 14x, est en ligne avec sa moyenne de long terme et pas exceptionnel : même remarque pour les actions des marchés développés dans leur ensemble. Le PE anticipé actuel pour l'indice MSCI World (15,5x) est légèrement inférieur à sa moyenne de long terme (16x). Enfin, si le sentiment général sur les actions de la région commence à se détériorer visiblement dans les flux et le positionnement, nous sommes encore très loin des niveaux d'une capitulation.

### **IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS**

Nous conservons une orientation modestement favorable au risque dans nos portefeuilles, incluant une surpondération récemment réduite sur les actions par rapport aux obligations. Parmi les actions, nous avons une préférence pour les États-Unis et le Japon, la zone euro restant notre région la moins privilégiée concernant cette classe d'actifs. Pour ce qui concerne les obligations, nos préférences vont avant tout aux obligations souveraines américaines (U.S.) et australiennes, les obligations allemandes et canadiennes étant reléguées en fin de classement. Notre opinion étant relativement neutre sur le dollar U.S., nous voyons l'euro comme la devise importante dotée du plus fort potentiel d'appréciation contre le billet vert.

## 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](http://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-100118 | 0903c02a8219f62b