

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Marchés internationaux et portefeuilles multi-actifs

18 février 2019

AUTEUR



John Bilton, CFA
Directeur de la Stratégie
Multi-Asset Solutions

SYNTHÈSE

- Après son plus mauvais mois de décembre depuis 1931, le S&P 500 a connu son meilleur mois de janvier depuis 1987, et les investisseurs qui étaient probablement trop prudents en décembre risquent maintenant de se montrer un peu trop enthousiastes.
- Une croissance tendancielle n'est pas forcément une mauvaise chose pour l'économie américaine. Le ralentissement de la croissance en 2019 risque néanmoins d'affecter les bénéfices des entreprises et de limiter par conséquent le potentiel de hausse des actions
- Un assouplissement des conditions financières aux États-Unis pourrait soutenir les actifs chinois et autres actifs émergents, surtout si le dollar américain perdait de sa vigueur en 2019. Le niveau élevé des stocks et la baisse continue des dépenses d'investissement risquent néanmoins de peser sur les chiffres économiques et le prix des actifs. Bien que les chiffres économiques de l'Europe ne cessent de s'affaiblir, les prévisions de bénéfice des entreprises ont à peine changé pour 2019.
- Nous pensons que ce n'est pas la meilleure année pour prendre des positions importantes sur les actions. Au sein des actions, nous privilégions les États-Unis par rapport à l'Europe. En cette fin de cycle, et compte-tenu de la pause de la Réserve fédérale, nous pensons qu'une allocation significative sur la duration se justifie au sein d'un portefeuille équilibré.

« A WALK ON THE WILD SIDE »

Les marchés se sont offerts des émotions fortes, le S&P 500 passant de son plus mauvais mois de décembre depuis 1931 à son meilleur mois de janvier depuis 1987, aidé en cela par une volte-face soudaine de la Réserve fédérale (Fed). Au-delà des fluctuations boursières, ce changement d'humeur est instructif et constitue un bon point de départ pour évaluer les perspectives d'investissement de 2019.

L'actualité du mois de décembre s'est concentrée sur un fil narratif déprimant fait de révisions à la baisse des bénéfices, de durcissement inexorable de la politique monétaire et d'anxiété latente liée au commerce, qui préférerait ignorer les nouvelles positives en provenance du marché de l'emploi et de la consommation. À l'inverse, l'actualité du mois dernier a délaissé la morosité habituelle du mois de janvier pour applaudir avec enthousiasme à chaque résultat supérieur aux prévisions (même lorsque le niveau initial était peu élevé), tout en ignorant consciencieusement le cycle en cours des révisions de bénéfices à la baisse, l'affaiblissement continu des chiffres européens et la participation limitée à la forte remontée des marchés. Comme souvent, la réaction a été excessive dans chaque cas, et la vérité se trouve probablement quelque part entre les espoirs de relance et les craintes d'un effondrement. Une analyse à tête reposée des facteurs qui ont alimenté cette réaction excessive des marchés dans un sens et dans l'autre peut aider les investisseurs à déterminer la meilleure voie à suivre pour traverser une année qui s'annonce très volatile.

Les États-Unis (qui jouent le rôle de baromètre de l'économie mondiale) nous apparaissent en fin de cycle, mais sans grand risque de récession. Il est important toutefois de ne pas confondre la décision récente de la Fed de « relâcher les freins » avec un coup d'accélérateur. En 2016, alors que l'économie américaine se trouvait encore en milieu de cycle, que d'importantes mesures de relance donnaient un coup de fouet à l'économie chinoise et que les taux d'intérêt réels étaient largement négatifs dans de nombreux pays, la patience de la Fed avait représenté un sérieux coup de pouce. Mais aujourd'hui, même si la pause de la Fed apporte un répit bienvenu à des marchés nerveux, elle répond au moins en partie à un ralentissement de la croissance. Honnêtement, une croissance tendancielle n'est pas forcément une mauvaise chose pour les États-Unis, surtout quand le secteur des ménages est globalement en bonne santé. Cependant, le rythme plus lent de la croissance ne laisse pas vraiment présager une nouvelle accélération de la croissance des bénéfices à partir d'un niveau déjà élevé - surtout lorsque l'économie mondiale apparaît nettement moins solide en dehors des États-Unis.

Perspectives en matière de commerce

En Chine comme aux États-Unis, l'espoir d'une résolution du conflit commercial a donné une nouvelle impulsion au sentiment. Le fait d'éviter l'augmentation prévue des droits de douane américains de 10 à 25 % sur 200 milliards de dollars d'exportations chinoises serait bien évidemment un résultat positif, mais un accord a peu de chances d'éliminer la totalité des droits de douane déjà imposés.

Il est également peu probable qu'il apporte une réelle réponse aux impasses plus profondes concernant les droits de la propriété intellectuelle, la cybersécurité ou le suivi d'un éventuel accord.

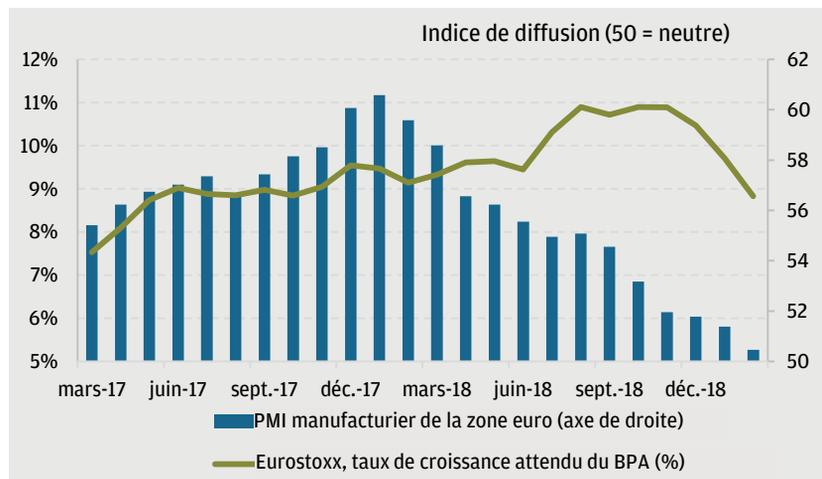
Pour compliquer les choses, les importateurs semblent avoir constitué des réserves de produits chinois essentiels pour protéger leurs chaînes d'approvisionnement. Malgré la menace des droits de douane et la faiblesse persistante des dépenses d'investissement au niveau mondial, les exportations chinoises ont bien résisté en 2018, ce qui laisse à penser que même si un accord était trouvé, ces stocks excédentaires auront besoin d'être écoulés. Cette situation pourrait peser sur les chiffres chinois au premier semestre 2019 et amener Pékin à prendre des mesures de relance supplémentaires. Cependant, avant de nous emballer, il convient de noter que les mesures prises jusqu'à présent n'ont pas encore complètement annulé le resserrement de ces dernières années. Sachant en outre que les dirigeants chinois tiennent avant tout à éviter les bulles spéculatives, les mesures de relance viseront probablement des secteurs d'activité spécifiques au lieu de chercher à stimuler l'ensemble de l'économie.

L'Europe toujours sous pression

Sans être une cible explicite, l'Europe se retrouve au beau milieu du conflit commercial sino-américain. La nature intégrée des chaînes d'approvisionnement mondiales, associée à la position de l'Europe en tant que fournisseur de biens d'équipement et de consommateur de produits intermédiaires de la Chine la place dans une situation délicate.

FIGURE 1 : PMI MANUFACTURIER DE LA ZONE EURO ET TAUX DE CROISSANCE DU BPA PRÉVISIONNEL DE L'EUROSTOXX

Alors que les statistiques macro-économiques de la zone euro se sont nettement détériorées, les prévisions de croissance des bénéfices pour 2019 ont baissé de manière plus mesurée. Il existe un risque de « rattrapage à la baisse » de ces prévisions par rapport aux chiffres économiques. Si elles continuaient de baisser en Europe, reflétant ainsi l'environnement économique peu porteur de la région et les prévisions de croissance ralenties au niveau mondial, elles finiront probablement par peser sur les actions européennes.



Source : Datastream, Haver, J.P. Morgan Asset Management. Données au 15 février 2019.

Les chiffres de l'activité industrielle, les carnets de commandes, les indicateurs de confiance des entreprises et la croissance estimée du PIB ont tous été durement touchés au second semestre 2018, la croissance européenne affichant un net ralentissement.

La combinaison d'une scène politique fébrile et d'un système bancaire et gouvernemental profondément enchevêtré reste le talon d'Achille de l'Europe. La région est indéniablement plus stable qu'elle ne l'était il y a sept ans, mais la taille considérable de son secteur bancaire, le poids des valeurs financières dans ses indices boursiers et le rôle dominant des prêts bancaires dans le financement des entreprises sont autant de facteurs qui limitent la résilience de la région. Alors que la croissance mondiale est en train de retrouver son niveau tendanciel, nous pensons que les bilans des banques européennes seront probablement capables de résister à ce ralentissement, mais on ne peut pas en dire autant de leurs bénéfices, sachant notamment que la politique de taux négatifs de la Banque centrale européenne risque maintenant de rester en place tout au long de 2019.

Au vu de l'ensemble de ces éléments, la situation reste plutôt incertaine. La croissance est positive, sans être extraordinaire, et son taux de variation reste orienté à la baisse, ce qui continuera probablement de peser sur les actifs pendant tout le premier semestre de 2019. Les investisseurs ont probablement été trop prudents en décembre : comme c'est encore le cas aujourd'hui, la probabilité d'une récession mondiale en 2019 était relativement faible. Ils risquent de la même manière de se montrer un peu trop enthousiastes aujourd'hui : l'année 2019 n'est pas une réédition de 2016 et la pause de la Fed n'est pas le reflet de la vigueur de l'économie. Cependant, pour voir le bon côté des choses, si le ralentissement de la croissance est synonyme de prévisions de bénéfices en baisse, les marchés américains l'ont probablement déjà intégré en grande partie. Une croissance économique tendancielle de 1,75 % aux États-Unis permettrait à notre avis d'espérer un taux de croissance des bénéfices à un chiffre, tandis que la pause observée dans la politique monétaire pourrait également apporter un certain soutien aux multiples cours/bénéfices.

Le problème aujourd'hui est que les marchés ont réagi rapidement pour refléter ce changement d'environnement : avec un S&P 500 aux alentours de 2750, le potentiel de hausse supplémentaire pourrait relever davantage de l'espoir que de la réalité, au moins à court terme.

Ailleurs dans le monde, les perspectives pourraient s'avérer encore plus incertaines. L'assouplissement des conditions financières pourrait soutenir les actifs chinois et autres actifs émergents, notamment si le dollar s'affaiblissait en 2019. À mesure toutefois que les entreprises écouleront les stocks qu'elles avaient constitués en prévision du conflit commercial, les chiffres macro-économiques et les prix des actifs risquent de rester sous pression pendant encore un moment. C'est cependant l'Europe qui nous inquiète le plus. Les chiffres y font preuve d'une faiblesse persistante et pourtant, les prévisions de bénéfice des entreprises ont à peine changé pour 2019, y compris après une saison de résultats qui n'avaient rien d'extraordinaire. Lorsque les prévisions de bénéfices de 2019 se réduiront pour refléter le ralentissement des perspectives de croissance mondiale et les tendances de bénéfices dans les autres régions, y compris aux États-Unis, les actions européennes seront confrontées à une situation difficile.

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

En conclusion, nous estimons que ce n'est pas la meilleure année pour s'engager à fond sur les actions. En revanche, dans un contexte de réajustement des tendances de bénéfices, les opérations de valeur relative pourraient offrir de bonnes sources de rendement sur l'ensemble des régions. À l'heure actuelle, nous préférons les États-Unis à la plupart des autres régions, et notamment à la zone euro, avec des perspectives relativement plus favorables pour certains actifs de portage suite à la pause de la Fed. Les investisseurs doivent néanmoins se rappeler qu'en fin de cycle, avec la Fed en pause, il est parfaitement justifié d'avoir une allocation significative sur la duration au sein d'un portefeuille équilibré.

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

Sylvia Sheng

Stratégiste
Hong Kong

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 constituent 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 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 2019 JPMorgan Chase & Co. All rights reserved.

PI-AA-WEEKLY-021819 | 0903c02a8219f62b