

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Marchés internationaux et portefeuilles multi-actifs

21 janvier 2019

AUTEUR



Patrick Schöwitz, CFA

Stratégiste

Multi-Asset Solutions

SYNTHÈSE

- La récente volatilité des marchés actions reflète en partie l'inquiétude des investisseurs quant à l'impact des droits de douane et du ralentissement de la croissance sur les résultats des entreprises et à la possibilité d'une récession des bénéfices. La saison actuelle de publication des résultats aux États-Unis sera analysée de près pour y déceler des indications sur ces sujets, bien que les chiffres devraient en tout état de cause confirmer que la croissance des bénéfices a atteint son sommet au 3^{ème} trimestre 2018.
- Les prévisions de croissance des bénéfices pour 2019 ont commencé à baisser dans l'ensemble des régions, s'élevant désormais à environ 6,5 % pour les actions américaines au lieu de 10,5 % en octobre. Ce déclin généralisé s'explique, de manière inhabituelle, par une diminution des marges alors que les taux de croissance des chiffres d'affaires sont en augmentation.
- Il serait prématuré d'en conclure que ces révisions des bénéfices à la baisse marquent le début d'une contraction significative des résultats des entreprises, mais elles nous incitent à la prudence quant aux perspectives des marchés actions.
- Nous avons récemment réduit nos niveaux de risque dans nos portefeuilles multi-actifs, sous-pondérant légèrement les actions par rapport aux obligations depuis notre sommet stratégique de novembre. Nous privilégions les régions défensives, les États-Unis restant notre marché favori, au détriment de l'Europe et des marchés émergents.

LE CYCLE MONDIAL DES BÉNÉFICES EST-IL SUR LE POINT DE S'INVERSER?

Les inquiétudes quant aux perspectives de résultat des entreprises, sur fond de ralentissement de la croissance mondiale et de conflit commercial entre la Chine et les États-Unis, ont été l'un des principaux facteurs de la récente volatilité des actifs risqués internationaux. Avec le début de période de publication des résultats du 4^{ème} trimestre, les investisseurs seront à l'affût de la moindre indication quant à la manière dont la croissance et les questions liées au commerce pourraient influencer sur les bénéfices. Rétrospectivement, le tableau d'ensemble devrait encore avoir bonne allure. Les prévisions cumulées du consensus concernant les valeurs du S&P 500 font ressortir une croissance du bénéfice par action (BPA) d'environ 14 % d'une année sur l'autre au 4^{ème} trimestre (12 % hors énergie), au lieu des 20 % espérés par les analystes au début de T4. L'ampleur de cette révision à la baisse est à peine supérieure à la norme de ces dernières années et nous fournit par conséquent peu d'indications quant au potentiel de surprise positive. Un taux de croissance de 17 à 18 % pour T4, déduit de l'ampleur habituelle des surprises positives, représenterait un net ralentissement par rapport aux taux de 25 % et plus observés pendant les trois premiers trimestres de 2018 et confirmerait que la croissance des bénéfices a atteint son sommet au 3^{ème} trimestre. Il s'agirait malgré tout d'un chiffre solide et, comme toujours, les investisseurs se soucieront bien davantage des prévisions des entreprises pour les trimestres à venir.

La récente baisse des actifs risqués et le ralentissement soudain de la croissance mondiale suscitent déjà la crainte qu'une « récession des bénéfices » (chute des résultats des entreprises en dehors d'une récession économique) se profile à l'horizon. Mais pour remettre les choses en perspectives, ces récessions sont relativement rares sur le marché des actions américaines, car les baisses de bénéfices y sont généralement associées à un ralentissement économique ou une récession. Lorsqu'elles se produisent, elles sont souvent provoquées par une forte baisse des prix des matières premières, qui pèse suffisamment sur les résultats des secteurs de l'énergie et des matériaux pour pousser la croissance globale du marché en terrain négatif. Les exemples les plus récents en sont la période 2015-16, durant laquelle les bénéfices du S&P 500 ont reculé d'environ 15 % tandis que ceux de l'énergie chutaient de 70 %, l'année 1998, durant laquelle les bénéfices de l'indice ont à peine baissé globalement, mais ceux de l'énergie ont chuté de près de 30 %, et 1985-86, lorsque les bénéfices de l'indice ont baissé d'environ 10 % tandis que ceux de l'énergie perdaient 33 % et ceux des matériaux près de 66 %. Ces baisses historiques des prix des matières premières sont bien entendu souvent liées à d'autres problèmes économiques dans le monde, comme par exemple le ralentissement chinois de 2015-16.

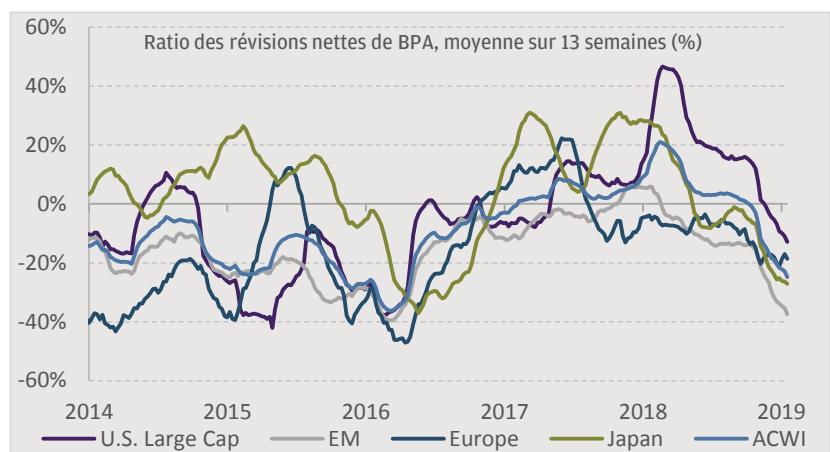
La situation actuelle présente des points communs avec ces situations de non-récession, mais également des différences inquiétantes. À ce jour, les prévisions de croissance concernant les actions américaines sont passées de 10,5 % en octobre à environ 6,5 % à l'heure actuelle pour 2019.

Comme cela avait été le cas lors des précédentes récessions de bénéfices, la baisse est plus marquée dans le secteur de l'énergie. La chute des prix du pétrole a affecté les prévisions de croissance du secteur, qui sont désormais stables au lieu des 26 % attendus pas plus tard qu'en octobre. Depuis 2014, la part du secteur de l'énergie dans les résultats de l'indice S&P 500 s'est approximativement réduite de moitié pour atteindre 6 % à l'heure actuelle. Son impact sur l'ensemble du marché est donc plus réduit que par le passé. Mais cette baisse des prévisions de bénéfices ne se limite pas au secteur de l'énergie. Dans tous les autres secteurs à l'exception des services aux collectivités, les prévisions de croissance des BPA sont également en baisse, faisant passer le taux de croissance hors énergie de 9,5 % à environ 7 %. Cette baisse s'explique en grande partie par la baisse des marges prévisionnelles, qui atteint désormais 30 point de base (bps) au total et concerne la plupart des secteurs du S&P 500, alors que les prévisions de croissance des chiffres d'affaires restent orientées à la hausse. Cette confluence offre un contraste inquiétant avec les autres périodes de non-récession.

Jusqu'à quel point les perspectives de résultats pourraient-elles encore s'aggraver ? En ce qui concerne d'abord le secteur de l'énergie, si le prix du pétrole brut se maintient à son niveau actuel, les prévisions de bénéfices pour 2019 pourrait chuter encore d'un tiers. Cela ramènerait par conséquent la croissance des résultats du S&P 500 dans une fourchette de 4 à 5 %.

FIGURE 1: LES RÉVISIONS DE BÉNÉFICES AU NIVEAU INTERNATIONAL SONT ORIENTÉES À LA BAISSÉ

Depuis le sommet atteint par les marchés actions en octobre, les ratios de révision des bénéfices (définis comme le nombre de révisions à la hausse rapporté au nombre de révisions à la baisse par les analystes) se sont mis à chuter fortement sur l'ensemble des grands marchés actions. Ce phénomène laisse à penser que le ralentissement du cycle des résultats est de nature mondiale et qu'il n'a pas encore atteint son maximum.



Source : Refinitiv, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions. Données au 17 janvier 2019. U.S. large cap (grandes capitalisations américaines) : S&P 500; EM (marchés émergents) : MSCI EM; Europe: EURO STOXX 50; Japon: TOPIX; ACWI (actions internationales) : MSCI All Country World. Informations présentées à titre purement indicatif.

Cela n'aurait rien de catastrophique, et n'est pas non plus inévitable au vu de l'incertitude qui règne sur les prix du pétrole. Dans le cas peu probable où la croissance des bénéfices du secteur de l'énergie tomberait à zéro, elle tirerait le taux de croissance des BPA du marché vers zéro. Mais même en 2015-16, les bénéfices du secteur de l'énergie ne s'étaient pas dégradés d'autant.

Marges en baisse et prévisions de CA en hausse

Cependant, le fait que les marges prévisionnelles diminuent alors que les prévisions de CA restent orientées à la hausse nous donne à réfléchir. En premier lieu, ces deux chiffres sont le plus souvent fortement corrélés ; compte tenu de l'influence importante du levier opérationnel sur les bénéfices, les variations de chiffre d'affaires ont tendance à prévaloir sur les variations de coûts. Il est rare d'observer une situation dans laquelle la hausse des coûts l'emporte sur la hausse des revenus pour provoquer une baisse des marges. Lorsque c'est le cas, cette situation précède souvent un ralentissement économique important ou une récession. Deuxièmement, le fait que les prévisions de CA continuent d'augmenter alors qu'il existe de nombreux signes d'un ralentissement de la croissance économique laisse présager un risque élevé de révision à la baisse des bénéfices, qui pourrait à son tour entraîner de nouvelles révisions à la baisse des marges. Si vous combinez le tout, il est facile d'imaginer que les prévisions de croissance de 2019 chutent encore plus bas, voire passent en terrain négatif.

Il est possible que cette détérioration des marges soit davantage le résultat des droits de douane que des conditions macro-économiques. Dans ce cas, elle ne devrait pas se poursuivre au-delà de l'impact initial des mesures tarifaires. Mais le sentiment d'inquiétude des investisseurs provient également du fait que les révisions à la baisse des bénéfices aux États-Unis s'inscrivent dans une tendance plus générale à l'échelle mondiale. Les révisions des bénéfices à la baisse se sont fortement accentuées sur l'ensemble des marchés (figure 1) et les perspectives de croissance des bénéfices sont partout en baisse, même si parmi les principaux indices, ce sont les États-Unis et les marchés émergents qui affichent les baisses les plus importantes.

Cette constatation pourrait justifier l'idée que les droits de douane sont le principal facteur de la tendance baissière du cycle des bénéfices. Mais même si c'était le cas, elle montre que l'impact des droits de douane se fait ressentir dans les entreprises du monde entier et pas seulement en Chine ou aux États-Unis.

Les investisseurs qui analysent les tendances des bénéfices sont donc confrontés au même problème d'extraction des signaux qui se manifeste sur l'ensemble des marchés : un ralentissement de la croissance est manifestement en cours, mais il est difficile de dire à l'heure actuelle s'il s'agit ou non du début d'une contraction ou d'une récession. Nombreuses sont les années pendant lesquelles les marchés actions ont produit de solides rendements positifs malgré des révisions constantes des bénéfices à la baisse. Il existe toutefois quelques exemples de rendements positifs des marchés actions pendant lesquels les révisions à la baisse des bénéfices se sont avérées le signe annonciateur d'un ralentissement économique important. Compte tenu du stade avancé du cycle économique actuel, une telle inquiétude semble légitime.

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

Au cours des derniers mois, nous avons réduit le niveau de risque de nos portefeuilles multi-actifs en sous-pondérant légèrement les actions par rapport aux obligations. Ce positionnement reflète notre inquiétude quant au stade avancé du cycle et à l'affaiblissement de la dynamique de croissance à l'échelle mondiale, mais également notre conviction qu'une récession économique n'est pas imminente (nous envisagerions dans ce cas une sous-pondération plus marquée des actions). Nos inquiétudes croissantes quant aux perspectives de bénéfices renforcent notre prudence à moyen terme concernant les actions et les actifs risqués en général. Parmi les différentes régions, nous continuons de privilégier un biais défensif, les États-Unis conservant notre préférence en raison de leur part importante de valeurs défensives et de grande qualité. Les marchés que nous privilégions le moins sont les valeurs cycliques européennes et les actions émergentes.

L'équipe Stratégie Multi-Asset Solutions

John Bilton

*Responsable de la Stratégie
Londres*

Patrik Schöwitz

*Stratégiste, Éditeur
Londres*

Michael Hood

*Stratégiste
New York*

Thushka Maharaj

*Stratégiste
Londres*

Benjamin Mandel

*Stratégiste
New York*

Sylvia Sheng

*Stratégiste
Hong Kong*

Michael Albrecht

*Stratégiste
New York*

Diego Gilsanz

*Stratégiste
New York*

Tim Lintern

*Stratégiste
Londres*

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 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-012119 | 0903c02a81f59f1d