

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Evolution des marchés mondiaux et portefeuilles multi-actifs

29 avril 2019

AUTEUR



Patrick Schöwitz, CFA
Stratégiste
Multi-Asset Solutions

SYNTHESE

- Le cycle synchronisé de révision en baisse des bénéfices au niveau mondial qui a débuté au T4 semble arriver à son terme. Les ratios de révision des bénéfices s'améliorent dans toutes les régions et les prévisions de croissance des bénéfices pour 2019 se stabilisent à un niveau réaliste, dans le milieu d'une fourchette à un chiffre.
- La reprise des marchés d'actions depuis le mouvement de vente massif au cours du T4 a été provoqué entièrement par des ratios cours/bénéfices en progression alors que les prévisions de bénéfices ont reculé.
- Nous estimons qu'une nouvelle progression des valorisations est injustifiée dans l'environnement macro-économique actuel incertain qui limite le potentiel de performance du marché des actions. Les prévisions de bénéfices pour 2020 semblent en particulier bien trop élevées.
- Dans nos portefeuilles multi-actifs, nous maintenons une légère sous-pondération des actions, en préférant prendre du risque sur les actifs du crédit - le segment du *high yield* U.S. en particulier - qui devrait offrir un potentiel de performance similaire avec une volatilité plus faible.

LE CYCLE DE REVISION EN BAISSSE DES BENEFICES EST-IL ARRIVE A SON TERME ?

Depuis l'an dernier, nous avons adopté une position prudente sur les actions. Celle-ci était dans une large mesure le reflet de notre opinion selon laquelle le potentiel de croissance des bénéfices des entreprises à moyen terme est modeste, et des anticipations de marché trop optimistes se traduiraient en définitive par un ajustement à la baisse. Avec des indices d'actions internationales revenant désormais à de nouveaux niveaux record au moment même où la saison des publications de résultats du premier trimestre s'accélère, le temps semble venu de faire le point. L'un des facteurs du mouvement de vente massif intervenu au T4 a été la prise de conscience par les investisseurs qu'un sévère ralentissement de la croissance mondiale était en cours, certains d'entre eux s'inquiétant de l'imminence d'une récession. Les craintes de récession se sont estompées relativement rapidement, principalement grâce à l'attitude accommodante de la Réserve fédérale, qui a permis aux actions de rebondir assez rapidement lorsque les scénarios économiques les plus pessimistes ont été de nouveau exclus.

Au même moment, le cycle de révision en baisse des bénéfices, nécessaire pour ajuster les anticipations de bénéfices à un nouvel environnement de plus faible croissance, a continué à prendre du temps. Du T4 au T1, nous avons assisté à un effondrement synchronisé généralisé des ratios de révision des bénéfices (le nombre des prévisions haussières des analystes par rapport à celles orientées à la baisse). Désormais, il existe cependant des signes clairs que le cycle de révision en baisse touche à sa fin.

Au cours de ces dernières semaines, après l'effondrement synchronisé, nous avons constaté un rebond également synchronisé (graphique 1). Les ratios de révision restent jusqu'à présent en territoire négatif, mais ne sont plus à des niveaux qui impliqueraient l'occurrence de nouvelles baisses importantes des prévisions de bénéfices. Les prévisions de croissance des bénéfices pour 2019 montrent également des signes selon lesquels un niveau plancher est atteint. Par rapport à un point haut d'une croissance des bénéfices d'environ 10% (MSCI ACWI) attendue en octobre dernier, les prévisions semblent s'établir aux alentours de la moitié de ce niveau, dans le milieu d'une fourchette à un chiffre. Ceci semble tout à fait réaliste dans le contexte de médiocrité de l'environnement macro-économique actuel, soutenant l'idée que le cycle de révision en baisse est vraisemblablement parvenu en fin de course pour le moment. Fait intéressant à relever, les révisions en baisse ont été d'une ampleur similaire dans la plupart des régions. Dans certains cas, les prévisions de bénéfices semblent désormais un peu trop pessimistes, notamment aux États-Unis et peut-être même au Japon, leur croissance attendue étant inférieure à 4% pour ces deux pays (graphique 2). Ceci pourrait permettre quelques surprises positives limitées sur ces deux marchés dans le courant de l'année.

Optimisme excessif pour 2020 ?

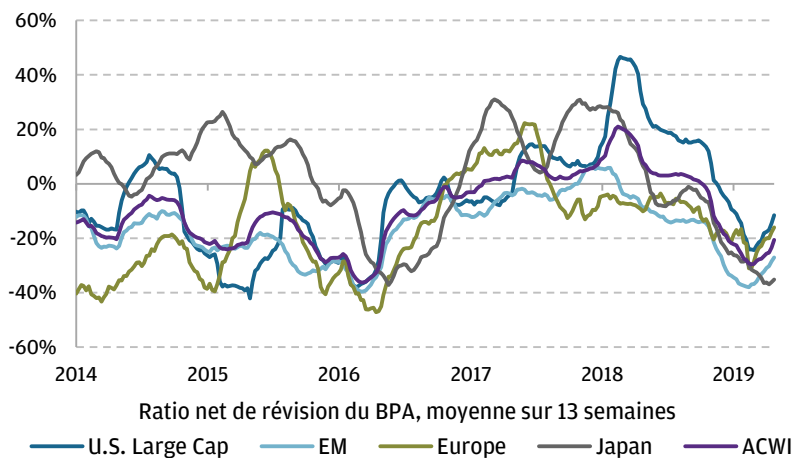
En conséquence, les fortes performances du marché des actions cette année ont été entièrement le fait de l'expansion des PER. Par exemple, le PER anticipé à 12 mois de l'indice de référence des États-Unis S&P 500 a progressé pour atteindre près de 17x après un point bas de 14,5x à la fin de l'an dernier, à comparer à une moyenne sur 30 ans d'environ 15,5x.

Les valorisations semblent moins excessives au niveau mondial - le ratio P/E anticipé à 12 mois sur l'indice MSCI ACWI est désormais de 15,1x, en réalité très légèrement inférieur à sa moyenne de long terme. En vérité, même aux États-Unis, ce niveau de PER est, de façon plus appropriée, qualifié d'excessif plutôt que de "délirant," mais nous nous montrerions circonspects avant de miser sur une nouvelle progression des valorisations qui porterait les marchés d'actions nettement plus haut, du fait de l'incertitude continuant à entourer les perspectives économiques et celles des bénéfices. Un problème vient immédiatement à l'esprit : l'optimisme exagéré des analystes sur les bénéfices 2020, attitude qui stimule artificiellement les PER anticipés à 12 mois. Le consensus prévoit actuellement un taux de croissance des bénéfices mondiaux en 2020 plus que doublé, évaluant entre 10 et 15%. Bien qu'il soit difficile d'être précis à ce stade, nous estimons que la moitié de ce taux de croissance serait une anticipation plus réaliste. Ce serait tout sauf un désastre, mais exigerait une nouvelle série de révisions en baisse des bénéfices. Du fait que ceci soit peu probable au moins jusqu'au T3 2019, ce pourrait ne pas être un problème immédiat pour les marchés. Mais plus tard dans l'année, une baisse de la croissance des bénéfices pourrait peser sur le sentiment des investisseurs et vraisemblablement freiner une nouvelle progression des valorisations.

La saison des publications de résultats du premier trimestre devrait apporter une vision plus précise de la perception par les entreprises de leurs perspectives bénéficiaires.

GRAPHIQUE 1 : LES REVISIONS DE BENEFICES AU NIVEAU MONDIAL ATTEIGNENT UN PLANCHER

Les ratios de révision des bénéfices (nombre des révisions en hausse des analystes par rapport aux révisions en baisse) ont commencé à reprendre des couleurs dans un mouvement synchronisé entre les régions, qui intervient après un mouvement descendant également synchronisé qui avait débuté en septembre. Conjointement à des prévisions de croissance qui semblent désormais raisonnables, cette évolution suggère que le cycle de révision en baisse au niveau mondial est pour le moment terminé.



Sources : Refinitiv, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions ; données au 23 avril 2019.

Après des publications de prévisions en baisse plus forte qu'habituellement, les résultats devraient surprendre très positivement, les analystes ayant probablement eu la main un peu trop lourde dans l'abaissement de leurs prévisions. Aux États-Unis, la baisse de 2,5% en glissement annuel constatée au début de la saison des publications devrait évoluer vers une croissance marginalement positive à l'achèvement de la saison et après enregistrement de toutes les surprises positives. Si ceci devrait être un élément positif à court terme pour les marchés, ce sont les prévisions des entreprises dans l'environnement macro-économique incertain actuel qui auront une plus grande importance à plus long terme sur deux fronts : d'une part, la demande des consommateurs et l'impact des tensions sur le commerce mondial, d'autre part, l'impact sur les marges des hausses de salaires. Sur le marché des États-Unis en particulier, les inquiétudes sont fortes concernant les salaires. Mais, à notre avis, il reste douteux que les hausses de salaires soient suffisamment fortes pour provoquer une importante compression des marges, étant donné l'impact positif de l'effet de levier opérationnel. Les marges bénéficiaires du premier trimestre aux États-Unis sont clairement orientées à la baisse par rapport à l'an dernier ; cette évolution semble largement due à d'importants éléments exceptionnels chez un grand nombre de poids lourds de l'indice, à la force du dollar et à l'inversion de l'impact de certaines baisses d'impôts par rapport à l'année dernière. Globalement, nous avons le sentiment que les hausses de salaires devraient davantage empêcher de nouvelles hausses de marges importantes que provoquer un effondrement imminent des marges.

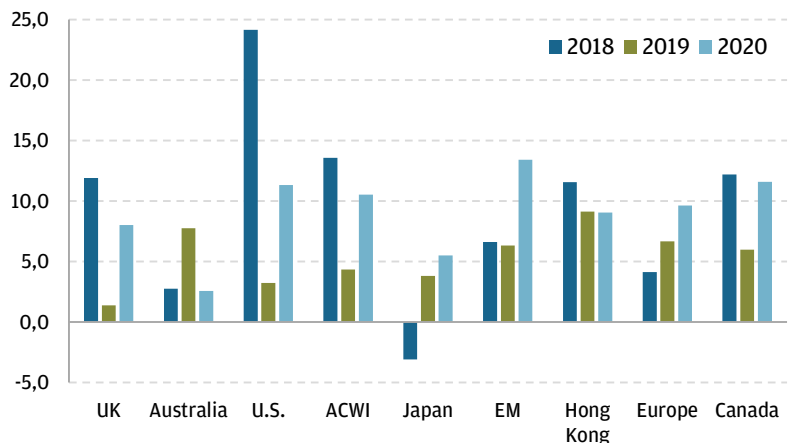
Pourtant, excepté un choc inattendu sur la demande, ceci demeure désormais le risque principal pour les bénéfices (les investisseurs actions devraient mal réagir à toute nouvelle négative sur le front des salaires).

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

Nous maintenons notre approche prudente sur les actions dans nos portefeuilles multi-actifs, en constatant un potentiel désormais limité pour de nouvelles performances. Dans le contexte actuel de médiocrité de la croissance, la progression des bénéfices devrait être limitée aux alentours de 5%, de même que les performances en l'absence de nouvelle progression des valorisations. Dans le cadre de notre scénario de base prenant en compte une récession peu probable au cours de l'an prochain et des taux de défaut restant bas, nous privilégions les actifs de portage et préférons prendre du risque sur les actifs du crédit, le segment du *high yield* U.S. en particulier. Nous avons neutralisé notre surpondération sur la duration étant donné la baisse des rendements obligataires, les États-Unis demeurant notre marché obligataire souverain de prédilection.

GRAPHIQUE 2 : LES PREVISIONS DE BENEFICES SEMBLENT RAISONNABLES POUR 2019, MAIS TROP OPTIMISTES POUR 2020

Les prévisions de croissance des bénéfices pour 2019 sont tombées à des niveaux qui semblent raisonnables dans la plupart des régions, regroupées dans le milieu d'une fourchette à un chiffre. Elles semblent même désormais un peu faible aux États-Unis et au Japon. Toutefois, les prévisions de croissance pour 2020 semblent partout trop optimistes, et devront finir par être révisées en baisse.



Sources : Refinitiv, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions ; données au 23 avril 2019.

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 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-042919 | 0903c02a8219f62b