

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Marchés internationaux et portefeuilles multi-asset

14 octobre 2019

AUTEUR



Patrick Schowitz
Stratégiste
Multi-Asset Solutions

SYNTHÈSE

- Le cycle actuel de ralentissement de la croissance des bénéfices aux États-Unis est en grande partie le reflet de la détérioration récente de la dynamique macro-économique.
- La réalisation des attentes actuelles de croissance des bénéfices impliquerait un niveau de performance économique que nous considérons davantage comme un risque à la hausse que comme un scénario de base raisonnable. Les taux de croissance des BPA de 2020 sont également élevés malgré la révision régulière du niveau des bénéfices à la baisse.
- Nos perspectives inférieures au consensus anticipent une croissance des bénéfices de seulement quelques pourcents pour 2020, ce qui est loin d'être catastrophique, mais ne suffira pas à alimenter une progression importante des marchés actions sans une nouvelle augmentation substantielle des valorisations.
- Nous maintenons notre légère sous-pondération des actions. Au niveau régional, nous continuons de privilégier les marchés plus défensifs comme les États-Unis ou le Canada, et restons sous-pondérés sur les marchés à tendance plus cyclique comme l'Europe et les marchés émergents.

LES MARCHÉS ACTIONS ET LE RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE DES BÉNÉFICES

Cela fait maintenant un moment que nos prévisions relativement pessimistes en matière de bénéfices des entreprises expliquent en grande partie notre prudence à l'égard des actifs risqués et des actions. Ces prévisions sont le reflet de nos perspectives macro-économiques qui anticipent une croissance mondiale inférieure à la tendance et des risques de récession nettement plus élevés, même s'il est toujours probable qu'en l'absence de nouveaux chocs négatifs, tels qu'une escalade de la guerre commerciale, une récession pourra être évitée dans les douze prochains mois. Dans ce bulletin, nous nous penchons sur les perspectives de bénéfices des entreprises pour cette année et la suivante et évaluons leur impact potentiel sur les marchés actions.

Comme le montre le graphique 1, le cycle actuel de ralentissement de la croissance des bénéfices aux États-Unis reflète en grande partie la dégradation de la dynamique macroéconomique (représentée ici par l'enquête ISM U.S.). À première vue, la simple corrélation entre la dynamique macro et la croissance des bénéfices des entreprises supposerait que le marché actions américain chute de manière significative sur les trimestres à venir. Nous pensons malgré tout que ce scénario est exagérément pessimiste. Tout d'abord, les liens entre les indicateurs économiques et les bénéfices des entreprises sont généralement plus flous que précis. De plus, il est très rare que la croissance des bénéfices des entreprises américaines passe dans le rouge en l'absence de récession, bien que des ralentissements de croissance aux alentours de zéro ne soient pas exceptionnels.

Ces observations décrivent relativement bien l'évolution actuelle de la croissance des BPA sur 12 mois glissants présentée dans le graphique 1. Malgré tout, pour que la croissance des BPA devienne négative en l'absence de récession, il a généralement fallu une très forte baisse des prix des matières premières, suivie d'une forte baisse des bénéfices des entreprises du secteur, qui a enfin fait baisser l'indice actions dans son ensemble. Il est vrai que le recul actuel des cours des matières premières est notable, mais sachant que le poids du secteur américain de l'énergie et des matériaux s'est réduit, cela devrait se traduire par une réduction d'environ deux points de pourcentage (PP) des bénéfices de 2019. Si l'économie américaine était effectivement en train d'entrer en récession, la baisse « normale » des bénéfices serait de l'ordre de 30 %, mais nous insistons que cela ne constitue pas notre scénario de base. Globalement, une croissance nulle ou légèrement positive semble à l'heure actuelle un scénario réaliste pour 2019.

Le consensus des analystes prévoit que les résultats du troisième trimestre marqueront le creux de l'évolution de la croissance, s'attendant ensuite à une réaccélération en « V » dans la plupart des régions. Il est vrai que T3 pourrait s'avérer le premier trimestre de croissance négative des BPA depuis début 2016 aux États-Unis. Les prévisions actuelles se situent à -3 % contre +3 % pour T2 et +1,6 % pour T1. En supposant que les entreprises affichent des résultats supérieurs de 3 à 5 % aux attentes des analystes (ce qui est la fourchette habituelle), on pourrait s'attendre à une croissance légèrement positive dans l'ensemble pour T3. Le risque pour cette période est toutefois que l'impact négatif des conditions macro restreigne, voire inverse, la dynamique habituelle, ce qui nous amènerait à un taux de croissance négatif.

Des forces similaires sont à l'œuvre en Europe, où on s'attend à une croissance des BPA de l'ordre de -3 %, bien que des résultats supérieurs aux attentes y soient moins fréquents.

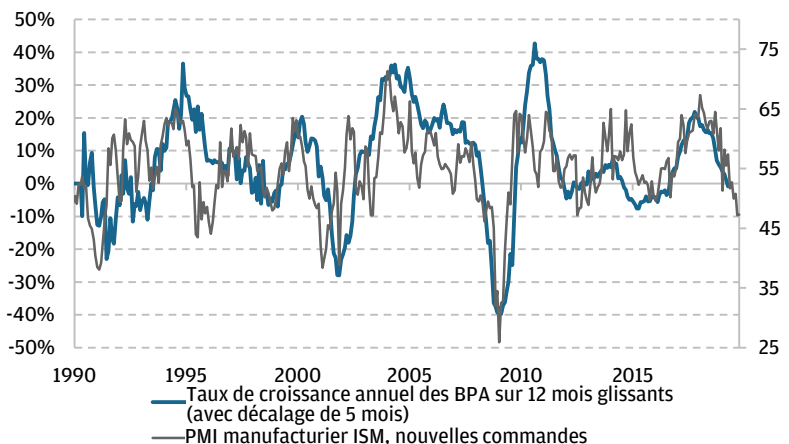
Quoi qu'il en soit, un trimestre de croissance légèrement négative des BPA pourrait agiter les médias et détériorer le sentiment des marchés, mais il ne devrait pas, en tant que tel, avoir une incidence importante sur les valorisations.

Ce qui importe davantage, c'est l'impact des résultats publiés pour T3 sur les attentes concernant T4 et 2020. Aux États-Unis comme en Europe, le consensus anticipe un net retour à la croissance pour T4, suivi d'une accélération supplémentaire début 2020. Cela porte les prévisions de croissance à 2 % aux États-Unis et 1 % en Europe pour 2019, et à environ +10 % dans les deux régions pour 2020. Au Japon et dans les économies émergentes (EM), le profil de croissance trimestrielle apparaît un peu différent, mais là-aussi le consensus s'attend à un redémarrage de la croissance en 2020, à 6 % au Japon et à presque 14 % sur les marchés émergents, contre respectivement -1 % et +2 % en 2019.

Ce redémarrage reflété par les prévisions actuelles ne nous semble pas réaliste et génère une asymétrie des perspectives des marchés actions par rapport à ce que nous considérons comme le scénario économique probable.

GRAPHIQUE 1 : LES DONNÉES DES ENQUÊTES MACRO FONT CRAINDRE UNE DÉCEPTION POUR LES BPA AMÉRICAINS

La croissance des bénéfices s'est détériorée aux États-Unis en même temps que la dynamique macro économique se dégradait (représentée ici par l'indice des nouvelles commandes de l'enquête ISM). Même si à première vue, cette corrélation semble annoncer une chute des bénéfices des entreprises américaines, nous estimons que cela constitue plutôt un risque à la baisse et anticipons une croissance légèrement positive des BPA pour cette année, suivie d'un rythme de progression de quelques points de pourcentage en 2020.



Source : Refinitiv, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions. Données au 10 octobre 2019. Informations fournies à titre purement indicatif.

En bref, la réalisation des attentes actuelles de croissance des bénéfices impliquerait un niveau de performance économique qui nous apparaît plus comme un risque à la hausse (par exemple, une accélération de la croissance du PIB à un niveau supérieur à la tendance, alimentée peut-être par des progrès dans les négociations sino-américaines) que comme un scénario de base raisonnable. Par conséquent, nous pensons qu'il y a peu de chances que les prévisions de bénéfices soient révisées à la hausse, même si les chiffres macro-économiques s'avéraient meilleurs que prévu. En revanche, des révisions à la baisse nous semblent plus vraisemblables.

De plus, les taux de croissance attendus des BPA pour 2020 apparaissent élevés malgré des niveaux de bénéfices régulièrement révisés à la baisse (graphique 2), une tendance qui a toutes les chances de se poursuivre. Dans l'ensemble des régions, largement plus de la moitié du rebond de 2020 est censé provenir d'une nouvelle augmentation substantielle des marges avec seulement une croissance modeste des chiffres d'affaires. Ces anticipations vont à contre-courant des tendances historiques et des tendances récentes, les marges ayant subi des pressions dans toutes les régions cette année. Les augmentations substantielles des marges proviennent généralement d'une nette amélioration du chiffre d'affaires et du levier opérationnel, et non de la réduction des coûts et de baisses d'impôt. L'indicateur largement suivi des marges dans les comptes nationaux américains (NIPA)¹ montre qu'elles subissent des pressions depuis déjà un moment, bien que cela ne se soit pas réellement reflété dans les indicateurs des marchés actions.

Nous ne nous attendons pas non plus à un effondrement imminent des marges tant que l'économie n'entre pas en récession. L'ampleur et la nature du redémarrage des bénéfices anticipé par les prévisions du consensus semblent mener tout droit à la déception, même si l'économie évitait une récession et affichait une performance intermédiaire. Au lieu d'une croissance à deux chiffres des bénéfices en 2020, nous nous attendons plutôt à un taux de quelques points de pourcentage. Cela n'aurait rien de catastrophique et les marchés sont habitués à un certain degré de déception concernant les prévisions de bénéfices, mais un tel résultat ne suffirait certainement pas à alimenter une forte progression des marchés actions en l'absence d'une augmentation substantielle des valorisations. Une hausse reste possible dans un contexte de politique monétaire active, mais il est difficile de compter dessus au vu des politiques volontaristes déjà en place.

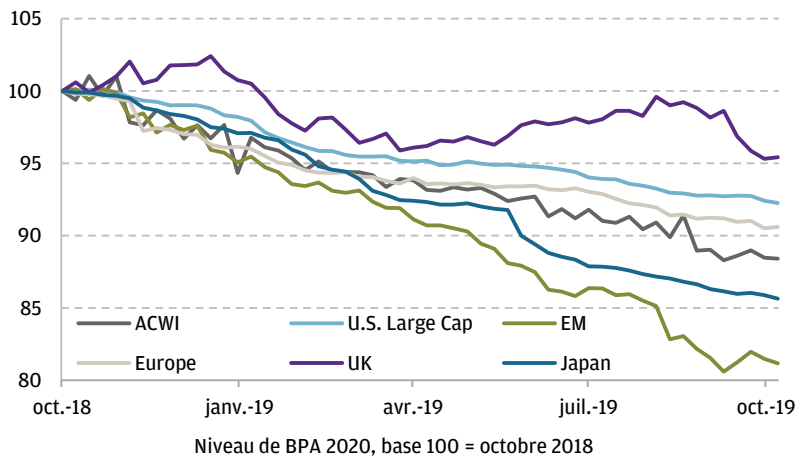
IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

Nous conservons une modeste sous-pondération des actions dans nos portefeuilles multi-actifs, qui reflète notre prudence en matière de perspectives macro-économiques, mais aussi des prévisions de bénéfices inférieures à celles du consensus. Au niveau régional, nous continuons de privilégier les marchés plus défensifs comme les États-Unis ou le Canada, et restons sous-pondérés sur les marchés à tendance plus cyclique comme l'Europe et les marchés émergents.

¹ Comptes de revenu national et produit national (NIPA: *national income and product accounts*) du bureau d'analyses économiques du département américain du commerce.

GRAPHIQUE 2 : LES PRÉVISIONS DE BPA DU CONSENSUS SONT EN BAISSÉ POUR 2020

Les prévisions de BPA pour 2020 sont en baisse pour l'ensemble des régions, les marchés les plus touchés étant les marchés les plus cycliques (Japon, marchés émergents). Malgré cela, les prévisions de croissance restent élevées pour 2020.



Source : Refinitiv, J.P. Morgan Asset Management Multi Asset Solutions. Données au 10 octobre 2019. Informations fournies à titre purement indicatif.

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*

Michael Akinyele

*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-101419 | 0903c02a827074e6