

ACTIONS - MARCHÉS DÉVELOPPÉS

Une année plutôt tactique avec des interrogations sur la soutenabilité des profits

L'essentiel

La croissance économique a atteint son paroxysme alors que l'abondance des liquidités va se réduire. Ce contexte conduira à un ralentissement des croissances bénéficiaires, qui resteront quand même positives, et à une pression sur les PER, au-delà de probables rebonds. Ce contexte appelle à une certaine prudence. Cela conforte notre rotation graduelle vers des secteurs plus défensifs. Au niveau régional, la convergence des profits ne conduit toujours pas à prendre des paris marqués; le marché américain reste à privilégier, mais il faut s'attendre à des rebonds temporaires des autres marchés. La sélection de valeurs aux profits soutenables et capables de délivrer sera clé, car quand le cycle est mûr, les déceptions sur les résultats sont plus fortement sanctionnées que ne sont récompensées les bonnes surprises.

Le cycle a atteint son paroxysme. Combien de temps va durer cette phase de transition ?

En 2017, la croissance mondiale a été forte et synchronisée (positif pour les actions). En 2018, elle a été forte et désynchronisée (hausse de la volatilité). En 2019, elle restera élevée, mais va ralentir (la prudence est de mise). Attendu à plus de 3 %, son niveau restera par exemple suffisant pour justifier une croissance positive des profits en Europe (voir graphique). Mais le ralentissement économique combiné au resserrement des conditions monétaires au niveau mondial ne vont pas dans la bonne direction pour les actions, soutenues depuis 10 ans par des liquidités abondantes; d'autant qu'après 8 hausses de taux, le « taux neutre » de la Fed n'est maintenant plus très loin. Cette situation rend les marchés sensibles aux risques. Beaucoup de ces risques se sont déjà manifestés en 2018 (protectionnisme, risque émergent, budget italien, Brexit, Iran) et sont donc partiellement intégrés. S'il convient d'être prudent, il faut aussi garder en mémoire qu'un soulagement passager de ces risques pourrait entraîner de forts rebonds sur les marchés d'actions. La volatilité, fonction retardée de la politique des banques centrales, sera encore de la partie en 2019. Cela suggère une bonne diversification et une bonne réactivité tactique au niveau régional, sectoriel et factoriel pour bien en tirer parti.

Faibles rendements en perspective pour les actions

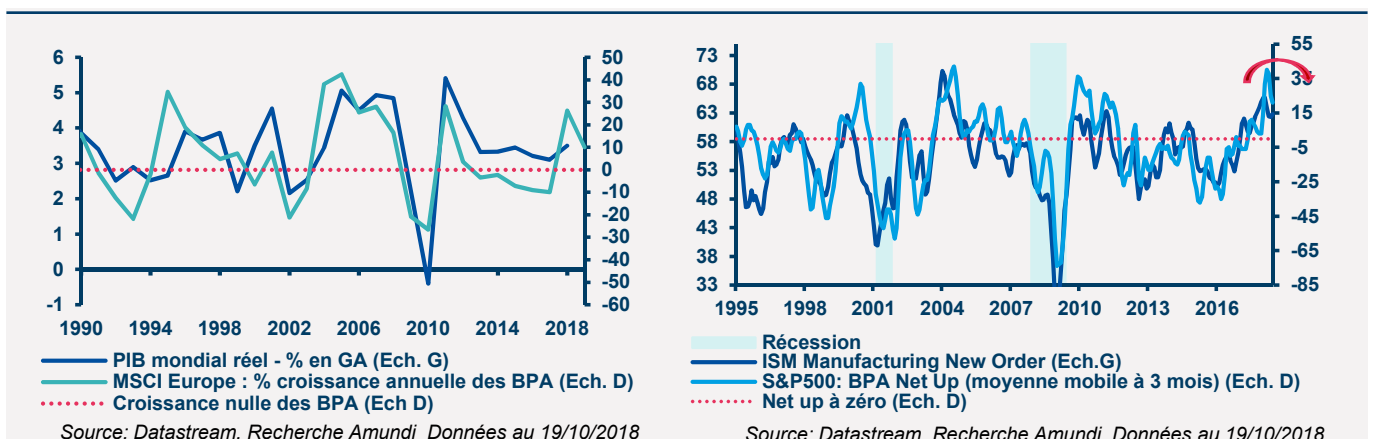
Il faut tabler sur des rendements limités sur les 12 prochains mois. Hors dividendes, la rentabilité d'un placement en actions dépend en effet de 2 paramètres: la croissance des profits et la variation du PER. Or ces 2 facteurs nous semblent fragiles à l'horizon 2019. La croissance des profits devrait se normaliser après 2 années de forte hausse (+17 % et +16 % pour le MSCI ACWI selon le consensus Ibes sur 2017 et 2018). Les marges ont déjà bien rebondi, dans toutes les régions du monde. Elles sont maintenant proches de leur point haut cyclique (hausse des coûts salariaux et des prix du pétrole, risque de rupture de la chaîne d'approvisionnement eu égard à la montée du protectionnisme). Avec une croissance économique qui a dépassé son point d'orgue, il est probable que les révisions de bénéfices se réorientent à la baisse (cf. graphique 1) et que

Croissance des Bénéfices par Action 2019 (Consensus Ibes)

Monde	+9,8 %
États-Unis	+10,6 %
Zone euro	+9,9 %
Royaume-Uni	+7,7 %
Japon	+4,4 %
Pacifique hors Japon	+5,4 %

Données au 15 octobre 2018 de MSCI indices.

1/ PIB mondial et profits européens (% annuels) 2/ ISM et révisions de bénéfices aux États-Unis



les prévisions du consensus IBES pour 2019 (voir tableau) constituent un haut de fourchette, tout en restant néanmoins positives. Elles devraient selon nous rester un peu plus élevées aux États-Unis qu'ailleurs. Quant aux PER, ils ont sans doute atteint leur point haut cyclique en 2018 aux États-Unis. Historiquement les PER baissent vers la fin du cycle de resserrement monétaire. Un rebond est possible en cas de levée des risques, mais ne nous semble pas devoir durer dans un contexte de poursuite du durcissement de politique monétaire. Si les multiples devaient néanmoins aller plus haut aux États-Unis, comme cela arrive parfois en cas de bulles, il conviendrait d'être encore plus sélectif. Des rebonds temporaires de PER pourraient être plus marqués en dehors des États-Unis en fonction de l'évolution de la perception des risques.

Rotation graduellement plus défensive

Les signaux sont encore brouillés, mais la direction à prendre est d'augmenter progressivement la part des actifs défensifs par rapport aux actifs pro-cycliques. On profitera des rebonds de contre-tendance pour accentuer progressivement le mouvement.

En 2018, le retour de la volatilité, 2 ans après la première hausse des taux de la Fed, le plafonnement des marges aux États-Unis et le coût d'arrêt au resserrement des *spreads* de crédit (qui ont même commencé à s'élargir) ont sonné le signal d'alarme.

Deux autres facteurs clé signalent traditionnellement une rotation plus défensive :

- Le facteur « taux ». Influencé au premier chef par les États-Unis, il est encore neutre, voire un peu pro-cyclique. Une hausse de taux joue en général plutôt en faveur des cycliques alors que les défensives, qui présentent des rendements et endettements plus élevés, sont négativement impactés. Compte tenu de l'élan fiscal américain, la Fed ne devrait pas stopper ses hausses de taux avant la fin du premier semestre 2019.
- Le facteur « matières premières industrielles ». Fortement influencé par la Chine depuis les années 2000, il est passé en mode prudence à l'été 2018. Il traduit notamment l'impact négatif sur le commerce mondial de la montée du protectionnisme. On peut admettre que si le soutien de la Chine à son économie, notamment au niveau des infrastructures, devient visible, ce risque s'estompera temporairement, renforçant l'argument d'une rotation seulement graduelle envers les actifs plus défensifs.

3 remarques au niveau régional : 1) la convergence des croissances de profits entre régions n'incite pas à prendre des paris géographiques marqués 2) la lecture cyclique invite à la prudence et favorise les marchés américain (mais à court terme on se méfie de la consolidation des valeurs de croissance) et britannique (mais le Brexit approche), 3) les mouvements de contre-tendance devraient surtout profiter aux autres marchés (zone euro, Japon et émergents) et ces mouvements pourraient aussi être violents. Au final, rechercher la qualité et ne surtout pas la surpayer sera primordial pour bien appréhender cet environnement volatil.

RÉGIONS : TENDANCES VS. CONTRE-TENDANCES

États-Unis	Zone euro	Royaume-Uni	Japon	Pacifique ex Japon
Le marché américain est le grand gagnant du cycle qui a démarré en 2009. La divergence de performance avec les autres marchés a quand même fini par provoquer une consolidation des valeurs leaders de ce cycle (valeurs de croissance), sans remettre en cause leur tendance à ce stade. La croissance bénéficiaire va aussi se normaliser, le marché américain conservera néanmoins un avantage sur ce point, du fait du poids des valeurs disruptives. Notre biais reste donc plutôt positif en termes relatifs, avec une prudence de court terme, y compris si les risques globaux devaient s'estomper.	La zone euro est candidate pour profiter d'une correction du thème Growth/Value. De même, les profits sont sensibles à l'évolution des devises émergentes, et une baisse de ce risque lui serait bénéfique (un tiers du chiffre d'affaires provient des émergents). Surtout si cela n'empêchait pas la courbe des taux de se tendre un peu, soulageant d'autant le secteur bancaire. La zone euro pourrait donc temporairement profiter d'un rallye de soulagement (Relief Rallye). Plusieurs défis politiques (à commencer par les élections européennes) pourraient cependant freiner l'enthousiasme des investisseurs alors que la croissance mondiale doit lentement ralentir.	Le marché britannique est un proxy du secteur énergie par rapport au secteur industriel. À ce titre, il a pu tirer son épingle du jeu en 2018 alors que l'échéance du Brexit maintenait le Sterling sous une certaine pression. L'autre caractéristique de ce marché est qu'il présente l'un des meilleurs rendements au monde (4.7% vs. 2.5% pour le MSCI World), ce qui fait qu'une fois que les taux longs auront plafonné, il devrait à nouveau attirer les investisseurs. Entre-temps, l'approche du Brexit n'incite pas à prendre de risque sur ce marché qui ne surperformera pas si s'enclenchait, et qui pourrait souffrir en cas de soft Brexit (qui est notre scénario préféré), du fait d'une réaction à la hausse possible du Sterling.	La situation politique du Japon est beaucoup plus dégagée qu'en Europe. La gouvernance d'entreprise s'est aussi beaucoup améliorée. Mais le cycle de profits est l'un des plus avancés. En 2019, hors impact du Yen, la croissance bénéficiaire devrait désormais être l'une des plus faibles. Le comportement du marché japonais restera tributaire des fluctuations du Yen. Il s'agit donc avant tout d'un pari « Risk on/Risk off ».	L'Australie représente 57% de cette région et Hong Kong 29%. Elle est donc très impactée par la politique de la Chine et ses répercussions sur le prix des matières premières industrielles et le négoce. Une relance chinoise en faveur des infrastructures permettrait à ce marché régional de rebondir, mais le timing et la soutenabilité de ce mouvement sont incertains.

Avertissement

Directeur de la publication : Pascal Blanqué

Rédacteur en chef : Philippe Ithurbide

Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. Les informations de MSCI ne constituent en rien et ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre (ou s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les informations de MSCI sont indiquées en l'état et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. MSCI, ses filiales et toute autre personne impliquée dans, ou liée à, la compilation ou l'élaboration de toute information de MSCI (collectivement, les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris sans limite toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, l'adéquation ou la valeur commerciale à toute fin donnée) relative à ces informations. Sans limite de ce qui précède, aucune Partie MSCI n'assume en aucun cas de responsabilité à l'égard de tous dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif pour perte de bénéfices) et autres. (www.msclub.com).

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: info@amundi.com.

Société par actions Simplifiée — SAS au capital de 1 086 262 605 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com

Crédit photo : iStock by Getty Images - metamorworks; blackdovfx

Amundi Research Center

Top-down

Asset Allocation

Bottom-up

Corporate Bonds

Fixed Income



Foreign Exchange

Money Markets Equities

**Retrouvez l'ensemble
de notre expertise
sur le site :**

research-center.amundi.com

Monetary Policies

Forecasts

Investment Strategies

Quant

Emerging Markets

Sovereign Bonds

Private Equity

Real Estate **High Yield**

Contributeurs

AINOUZ Valentine, Stratégiste Taux et change

ARIAS Pedro Antonio, Directeur du Pôle Actifs Réels et Alternatifs

BERARDI Alessia, Responsable adjoint de la Recherche Macroéconomique

BERTINO Claudia, Responsable Amundi Investment Insights Unit

BERTONCINI Sergio, Responsable de la Recherche Taux et change

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

BOROWSKI Didier, Responsable de la Recherche Macroéconomique

BRARD Eric, Directeur du métier Fixed Income

CESARINI Federico, Stratégiste Multi-Asset

DEFEND Monica, Responsable de la Stratégie, Adjointe au Directeur de la Recherche

DELBÒ Debora, Stratégiste Actions

DRABOWICZ Alexandre, Responsable adjoint Actions

FIOROT Laura, Responsable adjointe Amundi Investment Insights Unit

FORTES Roberta, Stratégiste Change

GERMANO Matteo, Directeur du Métier Gestions diversifiées

ITHURBIDE Philippe, Directeur de la Recherche

MIJOT Eric, Responsable de la Stratégie Actions, Responsable adjoint de la Stratégie

MORTIER Vincent, CIO Adjoint Groupe

PIRONDINI Marco, Directeur Actions, États-Unis

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Stratégie Multi-Asset

SYZDYKOV Yerlan, Responsable des Marchés Émergents

TAUBES Kenneth J. Directeur des Investissements US

TROTTIER Laurent, Responsable de la Gestion ETF, Indicielle & Smart Beta

WANE Ibra, Stratégiste Actions

Rédacteur en chef

ITHURBIDE Philippe, Directeur de la Recherche

Rédacteurs en chef adjoints

BOROWSKI Didier, Responsable de la Recherche Macroéconomique

DEFEND Monica, Responsable de la Stratégie, Adjointe au Directeur de la Recherche

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoit, équipe de Recherche