

POINT DE VUE DES STRATÉGISTES

Le sommet cyclique étant passé, il faut surveiller les indicateurs du marché

L'essentiel

À l'approche de 2019, tandis que le cycle progresse, il est essentiel d'évaluer les zones susceptibles de présenter des excès sur le marché et de détecter d'éventuels indicateurs qui pourraient indiquer l'approche d'un retournement du marché. À notre avis, les principaux indicateurs à surveiller, ceux qui, dans le passé, se sont révélés être de bons signaux précurseurs de la correction des marchés, sont la liquidité mondiale, les révisions et la dynamique des BPA ainsi que les valorisations ajustées du risque.

Nous avons entamé 2018 conscients que le régime de reflation des actifs serait passé à une phase de plus grande maturité au premier semestre, les banques centrales réajustant enfin leur politique monétaire et l'environnement mondial devenant progressivement plus difficile. Par conséquent, nous avons ajusté les allocations pour nous préparer à une diminution de la liquidité, à une volatilité accrue et, finalement, à une hausse progressive des taux d'intérêt. Notre logique d'investissement a été d'opérer une rotation afin de réduire progressivement les risques, toutefois, à la fin du premier trimestre, les tensions croissantes sur le commerce mondial et la suralimentation budgétaire inattendue des États-Unis ont détourné notre attention des taux et des prévisions d'inflation vers le ralentissement du commerce mondial et ses retombées sur la croissance mondiale et les marchés émergents en particulier. Dans le même temps, aux États-Unis, les mesures de politique budgétaire ont soutenu l'expansion des bénéficiaires, stimulant, au final, le marché financier. Les marchés émergents ont ainsi subi une pression due au renforcement du dollar américain et à l'augmentation du rendement des bons du Trésor et des cours du pétrole.

Nous constatons que les excès se sont accumulés au fil du temps dans un contexte d'abondance de liquidités, tandis que les déséquilibres financiers ont continué de se creuser. Nous voyons désormais une configuration potentiellement dangereuse des forces financières, résultant de la détérioration de fin de cycle du crédit, d'un dollar américain plus fort, d'un niveau d'endettement élevé (dans les secteurs public et privé, avec des répartitions différentes dans les marchés développés et émergents) et de valorisations moins favorables des actions et du crédit. Les droits de douane et l'augmentation des barrières commerciales, le resserrement des conditions du marché du travail et, par conséquent, l'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre ainsi que l'augmentation de l'indice des prix à la production (hausse des prix du pétrole) commencent à peser sur les marges bénéficiaires, plus que sur l'inflation globale.

Dans les pays émergents, les conditions financières se sont globalement resserrées. L'intensification des préoccupations politiques intérieures dans certains cas, l'appréciation du dollar américain et la hausse des taux américains ont entraîné des sorties de capitaux (pour l'instant, elles sont largement contenues en ce qui concerne les obligations et plus manifestes pour les actions). Cela pourrait s'avérer potentiellement risqué pour les pays ayant un niveau d'endettement élevé sans réserve de capital adéquate (Pologne, Chili, Afrique du Sud, Turquie).

Indicateurs clés à surveiller en 2019

En ce qui concerne l'avenir, il faut que les investisseurs sachent que plus la fin de cycle se prolonge et que les conditions financières se resserrent, compte tenu du niveau actuel des valorisations, plus le risque d'une correction significative engendrée par les turbulences des marchés financiers est élevé, même si les conditions économiques demeurent saines. Ainsi, la volatilité financière, essentiellement liée aux dérèglements de la politique mondiale, a ébranlé les investisseurs, mais n'a pas encore déstabilisé les fondamentaux économiques et macroéconomiques.

De même que lors des deux derniers cycles, **nous pensons que le risque financier est supérieur au risque économique**. Il est donc crucial de surveiller les conditions financières et de financement tout au long de l'évolution du cycle de profit. En fait, dans cette phase tardive du cycle, les prix des actifs évolueront en fonction des fondamentaux plutôt que des liquidités abondantes, comme cela a été le cas ces dernières années.

À notre avis, les principaux indicateurs à surveiller, ceux qui, dans le passé, se sont révélés être de bons signaux précurseurs de la correction des marchés, sont la liquidité mondiale, les révisions et la dynamique des BPA ainsi que les valorisations ajustées du risque.

1 - Liquidité mondiale

Nous pensons que les taux réels, les spreads de crédit et l'indice USD pondéré des échanges commerciaux sont, dans l'ensemble, de bons indicateurs des conditions de liquidité mondiale. Plus spécifiquement,

“**Nous pensons que le risque financier est supérieur au risque économique.**”

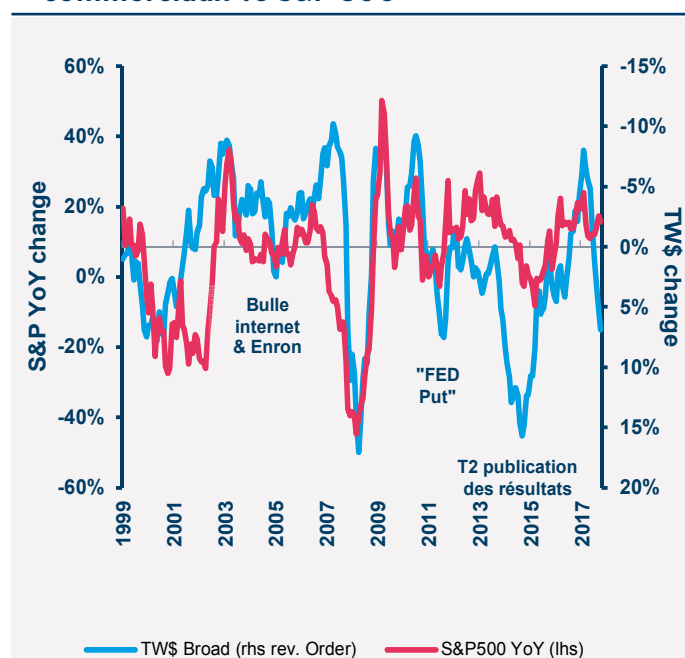
l'appréciation du dollar américain exerce une pression sur les conditions de crédit externes des marchés émergents, ce qui pourrait se propager d'abord aux marchés des changes, mais aussi créer des tensions, à l'échelle mondiale, sur les marchés financiers. Dans le même temps, il y a eu de nombreuses hausses des taux dans les marchés émergents, en raison du resserrement progressif de la politique de la Fed, qui, conjugué à des préoccupations commerciales et à quelques cas particuliers (notamment l'Argentine, la Turquie, le Brésil et l'Afrique du Sud) ont entraîné des conditions financières beaucoup plus restrictives dans les marchés émergents. En ce qui concerne les marchés développés, les mouvements des taux du Trésor américain en termes réels n'ont pas entraîné d'anticipations d'inflation plus élevées (conformément à nos anticipations) et les conditions financières restent globalement accommodantes. Nous prévoyons qu'à mesure que les banques centrales poursuivent leur processus de normalisation, les liquidités mondiales se resserreront. En même temps, la Fed étant probablement à la fin de son cycle de resserrement, nous pourrions nous attendre à moins de pression sur les marchés émergents.

2 - BPA : révisions et dynamique

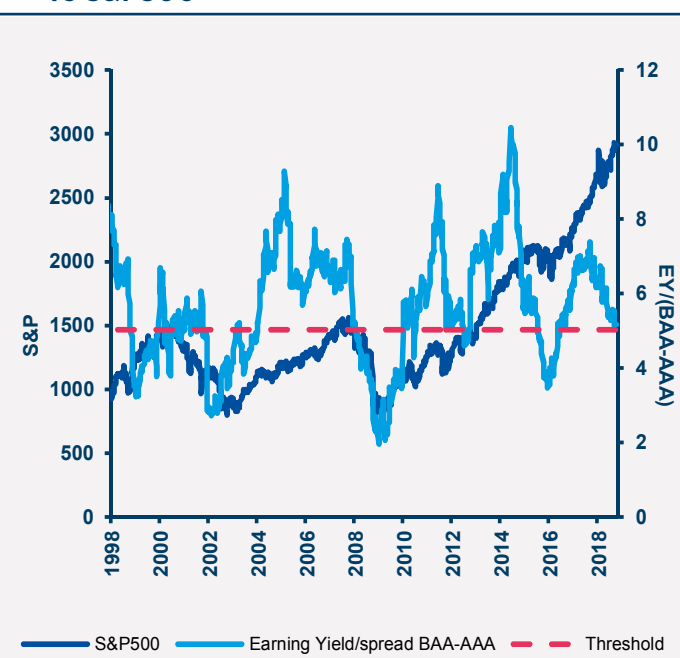
Le cycle des bénéfiques ouvre la voie à une remontée des actifs risqués. Comme nous ne nous attendons pas à ce que les multiples (c'est-à-dire le ratio cours/bénéfice) augmentent comme ce fut le cas durant le régime de reflation des actifs (du second semestre 2012 au premier semestre 2018), nous pensons que les marchés actions devront à terme évoluer sur la base de leurs fondamentaux. L'on peut également s'attendre à une plus grande volatilité liée aux tensions commerciales et à des facteurs techniques (c.-à-d. trading systématique, débouclage des positions de risque) qui pourraient accentuer les mouvements de prix des actifs. Nous nous attendons à des révisions à la baisse et à un ralentissement de la dynamique des BPA en parallèle d'un régime de fin de cycle financier. Au moment de la rédaction du présent rapport, les révisions de BPA étaient déjà négatives dans l'ensemble, sauf aux États-Unis, en raison des tensions commerciales et monétaires. Nous continuerons de surveiller les révisions de BPA et les prévisions de chiffre d'affaires afin de déterminer comment les entreprises intègrent les hausses des tarifs douaniers et des coûts unitaires de main-d'œuvre probablement plus élevés (autre variable à surveiller).

Cela sera particulièrement pertinent pour les États-Unis. Cela dit, même si nous constatons un ralentissement mondial de la croissance des BPA en lien avec la phase de fin de cycle, nous maintenons une prévision optimiste de près de 10 % du BPA mondial pour 2019. Nous sommes conscients que les anticipations sont à la baisse, car les conflits sur le plan du commerce et des devises augmentent les coûts matériels, ce qui risque de limiter les marges bénéficiaires. D'ici la fin de l'année, nous pourrions observer un rebond temporaire en Europe (où les problèmes restent essentiellement d'ordre politique) et peut-être dans les marchés émergents, si les tensions commerciales s'estompent. Toutefois, la convergence de croissance des résultats n'est pas susceptible de conduire à des recommandations géographiques marquées en 2019.

1/ Indice USD pondéré des échanges commerciaux vs S&P 500



2/ Rendement des bénéfiques / spread Moody's vs S&P500



Source : Recherche Amundi, Bloomberg. Données au 15 octobre 2018.

3 - Valorisations ajustées du risque

Indicateur rendement des bénéfices / *spread* Moody's BAA-AAA. Les *spreads* de taux sont fonction de l'effet de levier et de l'échéance ou de l'asymétrie de financement. Ainsi, l'élargissement des *spreads* de taux est symptomatique de l'accumulation de faiblesses financières. Dans ce cadre, nous pensons que le *spread* Moody's BAA - AAA est un bon annonciateur d'une baisse des actifs risqués. À cet égard, nous n'avons pas encore atteint de point de retournement, mais depuis mars, nous nous rapprochons progressivement du seuil d'alerte (=100). Dans le même temps, nous comparons le *spread* de Moody's (ou son substitut pour les régions autres que les États-Unis) à l'*earnings yield* (1/PER). Cet écart de valorisation est ajusté du risque, pour considérer la valeur du marché actions, en tenant compte implicitement de l'endettement des entreprises (élevé), des volatilités implicites (à la hausse) et des taux de défaut (historiquement bas).

Pour résumer, nos indicateurs n'ont pas encore atteint le point de bascule, mais nous n'en sommes pas loin. À notre avis, la meilleure stratégie consiste à maintenir une légère surpondération des actions, tout en débutant une rotation des portefeuilles vers une allocation plus fine, sur les secteurs défensifs et les actions de qualité, afin d'en accroître la solidité. Au second semestre de 2019, quand le cycle des bénéfices américains devrait ralentir, nous pourrions également prévoir d'autres ajustements, afin de réduire le risque global des portefeuilles.

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.msicibarra.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