

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Evolution des marchés mondiaux et positionnement du portefeuille en janvier

4 février 2019

AUTEUR



Tim Lintern

Stratégiste

Multi-Asset Solutions

SYNTHESE

- La faiblesse des statistiques manufacturières européennes en janvier n'ont pas été d'un grand réconfort pour les investisseurs inquiets d'un ralentissement économique de cette région. Les chiffres suggèrent un ralentissement synchronisé de la croissance dans les régions les plus importantes, janvier a pourtant permis de constater un rebond de tous les marchés d'actions après un T4 marqué par un mouvement de vente massif. Les actions européennes ont sous-performé par rapport à leurs homologues mondiaux.
- Le shutdown partiel de l'administration américaine (U.S.) va pénaliser le PIB réel du T1 aux États-Unis, mais l'effet indirect le plus important pourrait concerner le sentiment général des investisseurs. La Réserve fédérale a marqué une pause dans son cycle de hausse. Les bons du Trésor américain à 10 ans ont terminé le mois de janvier stables alors que les spreads sur le segment du high yield U.S. et la catégorie investment grade se sont resserrés.
- En Chine, les chiffres du crédit et des infrastructures ont montré que les mesures de relance commencent à agir sur l'économie, mais pas suffisamment pour juguler un ralentissement généralisé de la croissance.
- La livre sterling a fait preuve de robustesse en janvier dans la mesure où un Brexit sans accord apparaît moins probable, le dollar US étant stable voire en recul. Les prix du pétrole ont rebondi par rapport à un T4 marqué par un mouvement de vente massif.
- Nous sommes légèrement sous-pondérés sur les actions par rapport aux obligations. Parmi les actions, notre préférence va aux valeurs U.S. et l'Europe reste le marché que nous prions le moins. Sur les marchés obligataires, nous préférons les bons du Trésor américains et notre allocation crédit est neutre.

EVOLUTION EN JANVIER

Nous examinons le récent ralentissement de l'économie européenne ainsi que les tendances à l'oeuvre sur les marchés et les économies en janvier 2019, étudions ce qu'elles induisent pour nos portefeuilles multi-actifs et présentons une mise à jour de notre positionnement.

L'économie européenne est dans une position difficile. Tout au long de l'année 2018, la faiblesse de la demande extérieure, les inquiétudes suscitées par les mesures douanières, des problèmes industriels spécifiques et des risques politiques internes majeurs ont pesé sur l'activité européenne. Les observateurs de l'économie européenne doivent évaluer dans quelle mesure ce ralentissement lui est spécifique, dans quelle proportion un rebond de l'activité peut être attendu relativement rapidement et dans quelle mesure les statistiques annoncent un ralentissement économique plus prolongé.

Les chiffres publiés en janvier n'ont pas été très réconfortants. L'indice PMI manufacturier de la zone euro, surveillé de près, a fait état d'un accès de faiblesse généralisé, en reculant à 50,7 (niveau inférieur à l'estimation du consensus qui se situait à 51,4). Les commandes nouvelles se sont repliées à 49,3 et l'emploi a également reculé. Les chiffres de la production automobile allemande ont quelque peu rebondi indiquant que les perturbations liées aux nouveaux tests sur les émissions automobiles appartiennent au passé, mais les statistiques globales de la production industrielle ont reculé de 1,9 % en variation mensuelle.

L'Italie est entrée en récession au sens technique du terme au cours du T4 l'an dernier, son PIB réel chutant de 0,2 % en variation trimestrielle (t/t) après un recul de 0,1 % (t/t) au T3, provoqué par un affaiblissement de la demande domestique.

La dégradation du contexte de la croissance a compliqué les prévisions de la Banque centrale européenne (BCE). Jusqu'à une période récente, la BCE prévoyait une accélération de la croissance des salaires en zone euro et semblait préparer le marché à un durcissement de sa politique monétaire. Au lieu de cela, dans un contexte de statistiques d'activité médiocres, le président de la BCE a déclaré que la banque centrale avait révisé à la baisse son évaluation des risques pesant sur la croissance. L'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels a révélé des révisions à la baisse de la croissance et des anticipations d'inflation pour les deux prochaines années. Il semble désormais ne plus exister qu'une faible anticipation d'une évolution rigoriste à court terme de la BCE.

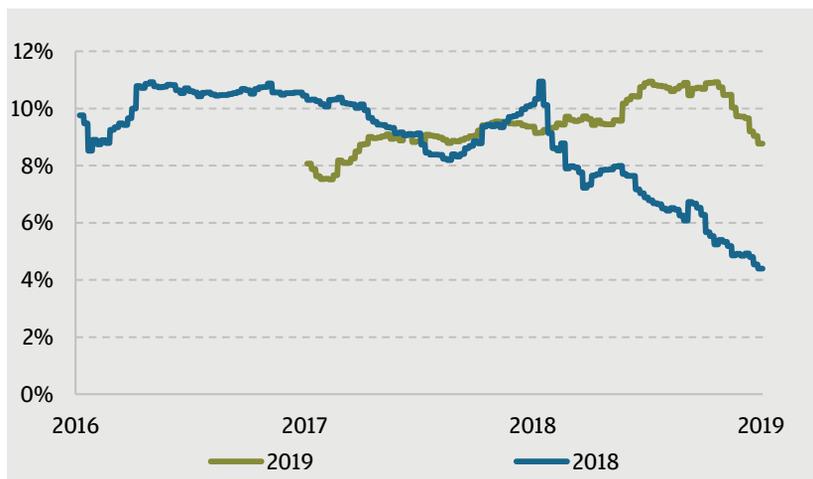
Au Japon, le secteur financier presse la Banque du Japon de prendre en compte les implications sur les banques de sa politique de taux négatifs (argument qui joue un rôle moins important dans le calcul de la BCE). La capacité des banques européennes à offrir du crédit ne semble pas bridée : les chiffres de janvier ont montré que les conditions de prêt des banques continuent à s'assouplir de façon marginale et que la croissance de l'activité de prêt est restée robuste pendant le ralentissement généralisé de l'an dernier. En janvier, les rendements du Bund allemand à 10 ans ont baissé de 9 points de base (pb) en réaction à la faiblesse des statistiques européennes et à la tonalité accommodante de la communication de la BCE.

Aux États-Unis, le *shutdown* partiel de l'administration, le plus long de l'histoire, a pris fin. Il est encore trop tôt pour connaître le coût économique d'une telle mesure, intervenue au moment où l'économie américaine (U.S.) était déjà en phase de net ralentissement, mais le *Congressional Budget Office* estime qu'il a retardé 18 milliards \$ de dépenses fédérales et abaissé le niveau prévisionnel du PIB réel du T1 2019 de 8 milliards \$, soit 0,2 %. Ses effets directs pourraient bien cependant s'avérer secondaires par rapport à son impact sur le sentiment général des investisseurs, particulièrement du fait que le Congrès a réussi à voter sur la réouverture de l'administration et à financer l'essentiel du gouvernement avant le début de l'année budgétaire. Fin janvier, le président de la Réserve fédérale (Fed) Jerome Powell a formalisé l'évolution de la banque centrale vers un assouplissement de sa politique, en annonçant une pause dans son cycle de hausse de taux. Ce sentiment général a été nettement souligné dans le commentaire des porte-parole de la Fed, qui a contribué à laisser le bon du Trésor américain à 10 ans quasiment insensible aux événements de janvier, son rendement reculant juste de 5 pb.

Les efforts de stimulation en Chine, qui comprennent une relance budgétaire, un assouplissement monétaire de la banque centrale et des mesures prises par la *Banking Regulatory Commission* (Commission de réglementation bancaire) concernant le crédit, commencent à produire leurs effets avec l'amélioration des chiffres du crédit et celui des investissements dans les infrastructures. Ces mesures n'ont cependant pas suffi à juguler un ralentissement généralisé de la croissance du PIB au T4, en ligne avec les prévisions à 6,4 % (en variation annuelle), soit un recul par rapport aux 6,5 % (en variation annuelle) du T3.

GRAPHIQUE 1 : PREVISIONS DE CROISSANCE DU BPA EUROPEEN POUR 2018 ET 2019

Alors que les prévisions de croissance du BPA ont évolué à la baisse tant pour 2018 que 2019, la croissance anticipée de 9% des bénéfices en Europe paraît inatteignable.



Sources : DataStream, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions ; données au 31 janvier 2019.

Les chiffres du crédit de décembre ont révélé une légère hausse des nouveaux prêts par rapport aux prévisions. Ces chiffres reflètent l'activité de *shadow banking*, telle que les *entrusted loans* (prêts inter-entreprises non régulés), la prolongation de l'accès de faiblesse de 2018, alors que les émissions d'obligations d'entreprises, favorisées par la politique monétaire, ont progressé. Les taux SHIBOR ont reculé de 63 pb en janvier et il n'y a pas eu de modifications importantes de la politique immobilière qui demeure restrictive.

Rebond des principaux marchés d'actions

Même si les statistiques économiques annoncent une modération de la croissance économique, janvier a été un mois uniformément positif pour les grands marchés d'actions, l'indice *MSCI All Country World* progressant de 7,9 %. L'essentiel de cette performance peut être interprétée comme un rebond après un quatrième trimestre particulièrement médiocre au cours duquel les actions mondiales ont enregistré une performance de - 12,8 %. Depuis le début de cette année, les investisseurs ont reçu un certain réconfort du fait que leurs craintes les plus extrêmes (scénarios d'arrêt brutal de l'économie mondiale) ne se sont pas concrétisées, et ensuite par la confirmation par la Fed de son évolution vers un certain assouplissement monétaire. Les meilleurs facteurs de performance ont été les marchés d'actions à bêta plus élevé comme les *small caps* américaines (U.S.), qui ont progressé de 11,2 %, et les actions émergentes en hausse de 8,7 %. Après une longue période de sous-performance, les cycliques ont surperformé par rapport aux défensives, en particulier les valeurs industrielles américaines (U.S.). Le marché d'actions européen, malgré son importante pondération cyclique en entreprises de biens d'équipement et du secteur automobile, a sous-performé par rapport au marché mondial en janvier, partiellement en raison de l'affaiblissement plus marqué des statistiques régionales de croissance.

Au moment où les marchés d'actions rebondissaient, les prévisions de croissance des bénéfices baissaient sur les marchés. Même après cette modération, la prévision de croissance de 9% du BPA estimé de l'Eurostoxx 50 pour 2019 semble encore excessive (**graphique 1**). Janvier a été également le mois du début effectif de la saison des bénéfices du T4 aux États-Unis. Au moment de la rédaction de ce bulletin, les entreprises constituant globalement 59 % de la capitalisation boursière de l'indice S&P 500 avaient publié leurs résultats, avec une croissance moyenne du BPA s'établissant à 13,5 %. Les premiers résultats des sociétés énergétiques ont été particulièrement robustes, battant les prévisions de revenus et de BPA pour le T4.

Sur les marchés des devises, la GBP a été un facteur particulier de surperformance, en affichant une hausse de 2,8 % contre le dollar U.S., les perspectives d'un Brexit sans accord commençant à sembler moins probable. Si l'amendement Cooper (qui aurait permis à la Chambre des Communes de voter pour bloquer un Brexit sans accord) n'a pas été approuvé, il est devenu clair qu'une majorité des membres du parlement souhaite éviter l'absence d'accord. La fermeté de la devise a handicapé la performance relative du marché des actions du Royaume-Uni qui n'a progressé que de 3,6 %. Le dollar U.S. a été stable voire en baisse au cours du mois de janvier, en terminant le mois en recul de 0,6%. L'euro a pour l'essentiel terminé stable par rapport au dollar U.S.

Les spreads sur le segment du *high yield* U.S. se sont contractés de 103 pb, et les spreads sur celui de l'*investment grade* se sont contractés de 25 pb. Cette évolution les ramène tous deux approximativement à leurs niveaux de fin novembre. Les spreads *high yield* ont été favorisés par la hausse des prix du pétrole (le Brent a progressé brutalement de 18,5 % en janvier). Le pétrole a débuté l'année en conditions de survente après un mouvement vendeur brutal au cours du T4, ce qui a rendu le rallye de janvier particulièrement puissant, les traders réagissant aux baisses de l'offre de l'OPEC et aux perspectives de nouvelles perturbations de la production vénézuélienne.

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

Les actifs européens se classent assez loin dans notre dispositif d'investissement, tant pour les actions que les obligations. Si les actifs risqués ont rebondi en janvier, cette évolution a été en partie technique, les fondamentaux des marchés d'actions continuant à se détériorer. Ceci justifie le niveau de risque réduit de nos portefeuilles multi-actifs, dans lesquels nous sommes modérément sous-pondérés en actions par rapport aux obligations. Le momentum de croissance de l'économie mondiale nous inquiète, bien que nous estimons peu vraisemblable à court terme l'éventualité d'une récession économique. Les États-Unis restent l'un de nos marchés d'actions de prédilection du fait de la place importante qu'y occupent les valeurs défensives et les actions de haute qualité. Sur les marchés obligataires, notre préférence va aux bons du Trésor U.S. en raison de leur rendement réel élevé et de leurs caractéristiques défensives pour le portefeuille. Nous détenons une allocation neutre sur le crédit, en préférant le segment du *high yield U.S.* au crédit de catégorie *investment grade*.

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-MONTHLY-020419 | 0903c02a81f59f1d