

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Evolution des marchés mondiaux et portefeuilles multi-actifs

11 mars 2019

AUTEUR



Sylvia Sheng
Stratégiste
Multi-Asset Solutions

SYNTHESE

- Les dirigeants politiques chinois ont annoncé mettre davantage l'accent sur la stabilité de la croissance et ont intensifié leur politique d'assouplissement en réaction au ralentissement de la croissance. Couplées à une évolution positive des négociations commerciales États-Unis/Chine, ces dispositions ont stimulé le sentiment général du marché sur la Chine au cours de ces dernières semaines.
- Nous prévoyons un nouveau ralentissement du rythme de croissance de l'économie chinoise à court terme, suivi plus tard dans l'année d'une reprise de faible ampleur provoquée par l'investissement, les mesures de relance produisant lentement et progressivement leurs effets.
- Comme au cours des précédents cycles d'assouplissement, les dirigeants politiques chinois devraient s'appuyer principalement sur l'investissement pour dynamiser la croissance, mais nous ne prévoyons cette fois-ci qu'un potentiel limité pour un fort rebond, en l'absence de relance d'envergure du marché immobilier ou d'amélioration significative de l'environnement extérieur.
- Dans ce contexte, et compte tenu des risques de baisse de la croissance mondiale générés par le contexte géopolitique, nous restons prudents sur les actifs risqués. Nos portefeuilles multi-actifs maintiennent une légère sous-pondération des actions par rapport aux obligations.

CHINE : ACTIONNEMENT DU LEVIER DE L'INVESTISSEMENT

Les dirigeants politiques chinois ont indiqué mettre davantage l'accent sur la stabilité de la croissance et ont intensifié leur politique d'assouplissement en réaction au ralentissement de la croissance. Accompagnée de développements positifs dans les négociations commerciales États-Unis/Chine, cette évolution a stimulé, au cours de ces dernières semaines, le sentiment général du marché sur la Chine. Si un nouveau ralentissement du rythme de la croissance chinoise est vraisemblable à court terme, nous prévoyons plus tard dans l'année une légère reprise provoquée par l'investissement, les mesures de relance produisant lentement et progressivement leurs effets. Cependant, en l'absence d'un plan de relance de grande envergure, particulièrement dans le domaine immobilier, ou d'une amélioration significative de l'environnement extérieur, nous estimons qu'il y a peu de place pour un fort rebond de l'économie chinoise.

Les espoirs concernant un accord commercial États-Unis/Chine se sont renforcés lorsque le Président Donald Trump a confirmé la prorogation de la date limite du 1er mars fixée pour parvenir à un accord et a indiqué qu'un sommet avec le Président Xi Jinping pourrait se tenir plus tard en mars en vue de conclure un accord. A notre avis, un accord restreint est possible, qui éviterait une nouvelle escalade des droits de douane. Cependant, les perspectives pour les exportations chinoises restent difficiles à court terme.

Tout d’abord, les livraisons vers les États-Unis se sont accélérées pour éviter les augmentations de droits de douane programmées (“anticipées”), qui se traduiront par un ralentissement potentiel si les futures commandes sont réduites. Dans le même temps, la demande extérieure ralentit. De plus, même si elle existe bien, des droits de douane supplémentaires sur les marchandises chinoises ont été supprimés dans le cadre d’une nette désescalade des tensions commerciales États-Unis/Chine, la stimulation potentielle de la croissance chinoise pourrait donc être limitée du fait que les mesures de stimulation intérieure seraient probablement réduites à leur tour. Au même moment, le caractère très mitigé des dépenses au cours de la période de vacances du Nouvel An chinois début février témoigne d’une consommation des ménages sans relief. La croissance des ventes de détail et des revenus du tourisme intérieur a ralenti au cours de cette période de vacances pour s’établir à ses plus bas niveaux depuis une décennie. Fait plus important, la faiblesse de l’économie semble s’être étendue au marché du travail. Alors que le taux de chômage officiel de janvier n’a pas encore été publié, on a constaté sur Internet une forte hausse des recherches sur des mots-clés relatifs au chômage, ce qui suggère une inquiétude croissante parmi les participants au marché de l’emploi en Chine.

Du fait des difficultés freinant la croissance des exportations et du refroidissement de la consommation, les dirigeants politiques chinois devraient une fois de plus compter sur l’investissement pour soutenir la croissance économique et consolider l’économie. L’investissement a été un levier politique efficace au cours des précédents cycles d’assouplissement mais nous prévoyons un rebond plus modeste cette fois-ci.

Grand absent du cycle actuel d’assouplissement, tout assouplissement significatif des politiques régissant le marché immobilier. Ceci suggère que la croissance des investissements dans les infrastructures et dans l’immobilier pourraient évoluer dans des directions opposées à court terme, à la différence des améliorations plus synchronisées qui ont marqué les cycles d’assouplissement antérieurs (**graphique 1**).

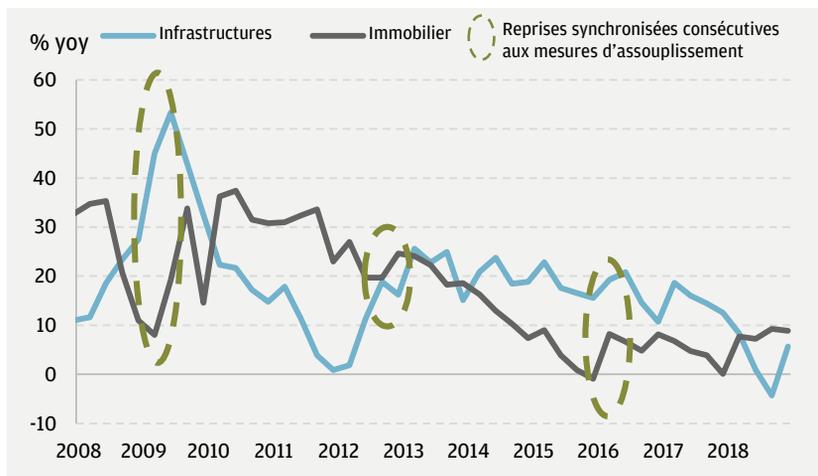
Les investissements dans les infrastructures font la course en tête

A notre avis, les investissements dans les infrastructures seront prédominants parmi les vecteurs de la croissance à court terme. Après un brutal ralentissement au cours des trois premiers trimestres de 2018, leur croissance a rebondi au T4 2018, soutenue par l’assouplissement budgétaire et monétaire. Nous prévoyons une nouvelle accélération des investissements dans les infrastructures en 2019 les dirigeants politiques facilitant leur financement.

La source principale de financement des investissements dans les infrastructures est l’émission d’obligations spéciales des gouvernements locaux liées à des projets spécifiques, comme les routes. Celle-ci a fortement augmenté, pour atteindre 1 100 milliards RMB en août/septembre 2018 contre 165 milliards RMB en juin/juillet 2018, contribuant à la progression des investissements dans les infrastructures au T4 2018. En raison de la focalisation des dirigeants politiques sur l’endiguement de l’endettement implicite du gouvernement, nous estimons que les obligations spéciales des gouvernements locaux continueront à jouer ce rôle important en 2019.

GRAPHIQUE 1 : CROISSANCE DES INVESTISSEMENTS DANS LES INFRASTRUCTURES ET L’IMMOBILIER

L’investissement a été un levier politique efficace pour les dirigeants politiques chinois. Au cours des trois derniers cycles d’assouplissement (2008-2009, 2011-2012 et 2015-2016), l’amélioration de la croissance des investissements dans les infrastructures a été accompagnée d’un rebond des investissements immobiliers, les mesures d’assouplissement monétaire faisant sentir leurs effets sur l’économie.



Sources : CEIC, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions ; Données au 31 décembre 2018.

Un signe corroborant cette évolution est apparu en janvier lorsque les autorités locales ont été autorisées à émettre des obligations pour leur permettre d'éviter les déficits de refinancement - habituellement les émissions obligataires débutent en mars. De plus, le quota annuel affecté à ces émissions obligataires a été relevé significativement, à 2 000 milliards RMB en 2019 contre 1 350 milliards RMB en 2018, progression égale à 0,7 % du PIB.

Un nouvel assouplissement de la politique monétaire favorise également d'autres canaux de financement des infrastructures, particulièrement les *Local Government Financing Vehicles* (LGFV).¹ La publication d'un montant record de 4 600 milliards RMB de nouveaux *Total Social Financing*² en janvier s'explique en partie par une reprise de l'expansion de l'activité de prêt du secteur du *shadow banking*. Cette évolution suggère un certain assouplissement après de sévères restrictions sur ce secteur financier dans le contexte de désendettement financier de l'an dernier. Les LGFV en sont probablement les principaux bénéficiaires, dans la mesure où ils reposent largement sur le financement provenant des canaux du *shadow banking*, tels que les *trust loans* (prêts consentis par des sociétés fiduciaires). De plus, les conditions de financement des LGFV sur le marché obligataire devraient s'améliorer cette année compte tenu d'un nouvel assouplissement général des conditions financières.

Des perspectives moins favorables pour les investissements dans les secteurs immobilier et manufacturier

La croissance des investissements dans l'immobilier devrait se modérer, les politiques menées sur ce marché demeurant restrictives. Le cycle immobilier haussier qui a débuté approximativement en 2016 a été soutenu par le caractère porteur des marchés immobiliers des villes de moindre importance. Un facteur clé de la forte croissance des ventes dans les villes de moindre importance en 2016/17 a été une subvention en numéraire aux ménages dans le cadre du *shantytown redevelopment scheme*.³ Cependant, cet élément favorable tend à s'estomper dans la mesure où le gouvernement a l'intention de réduire cette subvention.

¹ Les LGFV sont des sociétés financières détenues par les gouvernements locaux.

² Le *Total Social Financing* (TSF), également appelé *Aggregate Financing to the Real Economy*, est un instrument de mesure du crédit et de la liquidité.

³ Les *Shantytown Redevelopment Projects* (SRP) apportent aux résidents dont les logements ont été démolis une indemnité en numéraire.

Les ventes de logements ont déjà montré des signes de faiblesse : le volume des ventes au niveau national s'est contracté au T4 2018, pénalisé par le ralentissement des ventes dans les villes de rang inférieur. L'affaiblissement du rythme des ventes devrait peser à son tour sur la croissance des investissements immobiliers, bien que nous ne prévoyons qu'un ralentissement modeste, la pression des stocks étant actuellement limitée.

Comme pour l'investissement dans d'autres secteurs clés, nous sommes plus pessimistes sur les perspectives pour le secteur manufacturier. Le sentiment général des entreprises devrait rester prudent dans un contexte de ralentissement du rythme de la croissance économique et de détérioration des conditions de rentabilité. La croissance des bénéfices dans le secteur manufacturier est orientée à la baisse depuis mi-2018 et a plongé en territoire négatif au T4 2018. De plus, la persistance de l'incertitude concernant l'avenir des relations commerciales États-Unis/Chine devrait refroidir la demande d'investissement dans les secteurs manufacturiers liés à l'exportation. Une baisse possible des impôts sur les entreprises pourrait aider mais son impact stimulateur global pourrait être limité compte tenu de la faible propension des entreprises à dépenser.

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

Du fait des lourdes contraintes pesant sur un plan de relance de grande ampleur et des freins ci-dessus évoqués pesant sur les secteurs clés de l'économie chinoise, il est difficile d'imaginer la Chine en capacité d'agir comme un facteur robuste de réaccélération de la croissance mondiale à court terme. Les risques géopolitiques pesant sur les droits de douane automobiles aux États-Unis, le Brexit et les pourparlers nucléaires nord-coréens génèrent un risque de baisse de la croissance mondiale. Dans l'ensemble, nous restons prudents sur les actifs risqués et maintenons une légère sous-pondération sur les actions par rapport aux obligations dans nos portefeuilles multi-actifs. Parmi les actions, les États-Unis restent notre marché de prédilection. Ailleurs, les actifs de portage semblent de plus en plus attractifs après une évolution accommodante de la Réserve fédérale. Dans le crédit, nous continuons à préférer le segment du *high yield* U.S. au détriment de l'*investment grade*.

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*

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-03112019 | 0903c02a8219f62b