

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Evolution des marchés mondiaux et positionnement du portefeuille en février

4 mars 2019

AUTEUR



Diego Gilsanz
Stratégiste
Multi-Asset Solutions

SYNTHESE

- Le redressement du marché des actions a persisté pour le second mois consécutif, les marchés d'actions mondiaux ayant désormais récupéré environ 75 % de leur recul de cet hiver.
- Les statistiques macro-économiques ont été à la fois rassurantes et décevantes. Si le risque de récession a, selon nous, reculé en février, le potentiel d'une réaccélération paraît limité du fait de la faiblesse persistante des statistiques commerciales et manufacturières.
- Les banques centrales mondiales ont continué sur la voie de leur approche accommodante dans un contexte de croissance faible. Les mouvements constatés sur les rendements souverains ont été modestes, le contexte positif pour le risque étant compensé par l'affaiblissement des statistiques et par des banques centrales à la rhétorique accommodante.
- Nous restons sous-pondérés sur les actions du fait des inquiétudes planant sur les bénéfices et préférons prendre du risque sur un ensemble diversifié de marchés du crédit. Nous sommes globalement neutres sur la duration.

EVOLUTION EN FEVRIER

Nous examinons les tendances à l'oeuvre sur les marchés et les économies en février 2019, étudions ce qu'elles induisent pour nos portefeuilles multi-actifs et présentons une mise à jour de notre positionnement.

Le redressement de la performance des marchés à risque depuis le début de l'année s'est poursuivi un second mois consécutif. L'indice MSCI All Country World, qui a progressé de 2,5 % en février, a désormais récupéré près des trois quarts de sa chute du T4. Plusieurs événements du mois ont été favorables au risque : la résolution du *shutdown* du gouvernement des États-Unis, une rhétorique conciliante sur les tarifs douaniers et la poursuite d'une approche accommodante généralisée des banques centrales. Les obligations mondiales ont été tiraillées entre des forces contradictoires : l'indice Bloomberg Barclays Global-Aggregate a performé de - 0,5 %, le handicap d'un contexte favorable au risque étant atténué par les signaux accommodants émis par les banques centrales.

Les statistiques macro-économiques publiées au cours du mois ont réussi à être simultanément rassurantes et décevantes. Les analystes ont été probablement soulagés de voir que certaines variables les plus étroitement associées au risque de récession aux États-Unis se sont améliorées : la confiance des consommateurs a rebondi, les inscriptions au chômage ont reculé et la progression réelle de l'emploi est restée forte. De plus, une réaccélération de la croissance du crédit en Chine favorise des prévisions 2019 stables pour l'économie du pays, récemment en ralentissement.

Les secteurs manufacturiers et commerciaux mondiaux ont cependant continué à reculer régulièrement depuis leurs récents pics de mi-2018.

Les perspectives à court terme pour l'investissement des entreprises américaines (U.S.) se sont également dégradées dans un contexte de statistiques peu brillantes et d'indicateurs de mesure du sentiment général des entreprises que l'on peut qualifier de passables. Un recul notable de la croissance des exportations et de la production industrielle japonaises nous a conduit à abaisser nos prévisions à court terme pour l'économie japonaise. Les indices PMI manufacturiers de Markit sont restés faibles dans leur ensemble en février, donnant peu de signes de l'imminence d'un redressement de la production industrielle et du commerce extérieur. Dans l'ensemble, les risques d'un ralentissement sérieux vers des niveaux récessionnistes semblent s'être dissipés au cours du mois. Pour autant, il semble n'exister désormais qu'un potentiel limité pour une réaccélération de la croissance, les secteurs hautement cycliques de l'économie mondiale restant peu porteurs.

Le recul de la croissance mondiale et le rythme médiocre de l'inflation avaient déjà incité les principales banques centrales à adopter un positionnement accommodant et cette tendance s'est poursuivie en février. Les minutes de la dernière réunion de la Réserve fédérale américaine (Fed) ont fait apparaître un biais légèrement restrictif au sein des membres du Comité, tout en étant en recul sensible. En effet, environ la moitié des membres du Comité de politique monétaire ne favoriseraient une nouvelle hausse de taux cette année que si l'inflation s'accélère au delà de leurs prévisions modales. Les minutes ont également révélé une évolution relativement accommodante en reconnaissant publiquement préférer mettre fin à la normalisation du bilan avant la fin de l'année, préférence la plus précocement formulée à ce jour.

Les minutes de la dernière réunion de la Banque Centrale Européenne ont indiqué que son Comité avait l'intention d'attendre une plus grande clarté sur les causes du récent ralentissement de la croissance. Dans le même temps les banques centrales des marchés émergents ont apparemment mis fin à leur cycle de resserrement monétaire ; il n'y a pas eu de hausses de taux et la Reserve Bank of India (banque centrale indienne) a abaissé son taux directeur.

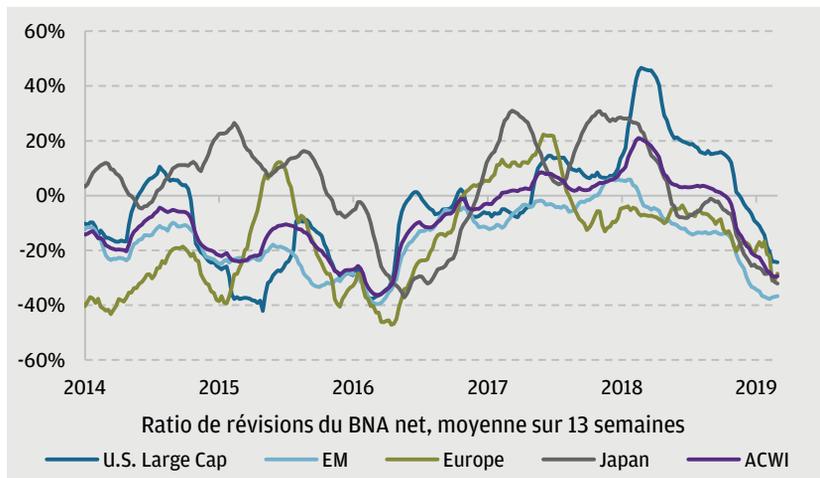
Ce second mois de reprise fournit des progressions plus modestes

Le redressement du marché des actions s'est poursuivi un second mois consécutif en février, avec des progressions bien plus modestes qu'en janvier. Les secteurs cycliques ont surperformé alors que les valeurs industrielles et technologiques ont bénéficié de l'amélioration de la rhétorique commerciale. L'indice S&P 500 a performé d'un peu plus de 3 %, dans une proximité de 5 % de ses plus hauts historiques. La saison des bénéfices du T4, désormais presque achevée, a été meilleure que beaucoup ne le craignaient, bien que l'ampleur des dépassements de prévisions de bénéfices de ce trimestre ait été bien inférieure aux moyennes récentes. Les anticipations de croissance des bénéfices de 2019 en année pleine ont continué de reculer. Une croissance économique en voie de modération tout en restant cependant positive, et la hausse des coûts du travail ont été mentionnés au cours de nombreuses conférences de presse des entreprises.

Les autres principaux marchés développés ont réussi à suivre le rythme du S&P 500 en février. L'indice Eurostoxx a terminé en hausse de 4,4% et le Topix en progression de 2,6%, tout en accusant un certain retard sur le S&P depuis le début de l'année.

GRAPHIQUE 1 : REVISIONS EN BAISSSE GENERALISEE POUR LES ACTIONS

Les statistiques industrielles et commerciales continuant à se dégrader, les analystes ont révisé en baisse leurs prévisions de bénéfices pour les marchés d'actions au niveau mondial, ces derniers étant surexposés à cette part hautement cyclique de l'économie mondiale. Le rythme des révisions en baisse s'est récemment ralenti mais ceci reflète les habituels dépassements de bénéfices. La tendance baissière, dans un contexte de performance positive du marché des actions, est à la base de notre opinion négative sur le risque actions.



Sources : Datastream, J.P. Morgan Asset Management ; données au 28 février 2019.

Comme aux États-Unis, la saison des bénéfices sur les marchés développés a été médiocre, entraînant de nouvelles révisions en baisse des prévisions de bénéfices pour 2019. Ces dernières restent un phénomène mondial (graphique 1). Les performances des marchés d'actions émergents (EM) ont accusé un certain retard sur les marchés développés, en terminant le mois à peu près stables. La composition de la performance des émergents a évolué notablement en février : les marchés chinois ont pris la tête (en hausse de près de 14 %) en raison de perspectives commerciales plus avenantes, après le leadership des marchés d'Amérique Latine constaté en janvier à la suite d'événements politiques.

L'évolution des cours sur le marché des obligations souveraines a été bien plus discrète. La dégradation des statistiques macro-économiques et l'évolution des banques centrales vers un assouplissement de leur politique monétaire a contrecarré la pression haussière exercée sur les taux par l'amélioration de l'environnement de risque. Les rendements des bons du Trésor américain (U.S.) ont à peine bougé depuis le début de l'année et n'ont progressé que marginalement au cours du mois - d'environ 8 points de base (pb). La courbe des taux s'est légèrement raidie, prenant peut-être en considération l'hypothèse que la Fed pourrait faire évoluer son cadre de politique monétaire pour tolérer une inflation plus élevée. Les Bunds ont surperformé modestement, leur rendement terminant à peu près inchangé dans un contexte de faiblesse persistante des statistiques de la région. Les obligations australiennes ont constitué une exception haussière, leur rendement baissant de 14 pb en raison d'une évolution de la rhétorique tenue par la Reserve Bank of Australia.

Dans un contexte favorable au risque et de hausses modestes des rendements, le crédit *high yield* U.S. a fourni des performances totales solides d'environ 1,5 %. Le contexte technique du crédit reste favorable, avec de faibles émissions et un afflux net de capitaux.

La dette *investment grade* U.S. a reculé ; le mois de février a vu les entreprises émettre de la dette à plus long terme dans le but d'allonger le profil de maturité de leur dette et de tirer parti de l'aplatissement de la courbe des taux. La dette souveraine émergente a progressé de 1,0 % grâce à la stabilité des rendements du bon du Trésor américain, à celle du dollar et à la poursuite de la hausse des prix du pétrole qui a aidé les pays exportateurs de cette matière première à surperformer.

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

Nous avons sous-pondéré le risque actions au fur et à mesure que nous devenions plus circonspects sur les perspectives bénéficiaires au niveau mondial. Le virage pris par la politique monétaire de la Fed et une certaine amélioration du risque commercial ont contribué à dynamiser la récente performance du marché des actions, mais nos inquiétudes accrues sur les bénéfices demeurent. La récente détérioration des statistiques macro-économiques rend moins probable une hausse surprise de la croissance des chiffres d'affaires. En attendant, les communiqués des entreprises annonçant qu'elles constatent une hausse des coûts du travail justifie notre analyse selon laquelle les marges aux États-Unis semblent vulnérables. Nous allons surveiller un risque en hausse : celui que présente toute nouvelle évolution de la fonction de réaction de la Fed en direction d'une tolérance accrue envers une inflation soutenue, supérieure à sa cible. Dans le même temps, nous restons globalement neutres sur la duration, avec une préférence de longue date pour les bons du Trésor U.S. Nous utilisons une surpondération (évaluant entre neutre et légère) dans le crédit à long terme comme méthode préférée d'exposition au risque. Nous maintenons une position diversifiée sur le crédit à travers les obligations *high yield* U.S., les prêts à effet de levier et la dette souveraine émergente.

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.

ACWI: All-Country World Index. **EPS:** earnings per share. **EM:** emerging markets.

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 constituent 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.