

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Evolution des marchés mondiaux et positionnement du portefeuille en avril

6 mai 2019

AUTEUR



Michael Albrecht, CFA
Stratégiste
Multi-Asset Solutions

SYNTHESE

- Les actifs risqués au niveau mondial ont continué à briller avec un nouveau record de hausse pour l'indice S&P 500 et un rétrécissement des spreads de crédit, les taux d'intérêt mondiaux restant bas.
- Le moteur de cette évolution favorable au risque a été l'amélioration de la croissance mondiale, les États-Unis continuant à faire la course en tête, ainsi que le recul des risques géopolitiques du fait d'une amélioration des perspectives d'un accord commercial entre les États-Unis et la Chine et une prorogation de la date limite du Brexit.
- Les taux d'inflation ont ralenti aux États-Unis, en zone euro et en Australie, favorisant une évolution accommodante des banques centrales.
- Si nous maintenons une approche prudente sur les actions dans nos portefeuilles multi-actifs, nous augmentons progressivement notre exposition aux actions. Parmi les marchés d'actions, nous sommes haussiers sur les scénarios de croissance mondiale à bêta plus élevé avec en particulier une exposition au potentiel de hausse en Asie.

EVOLUTION EN AVRIL

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

Les actifs risqués ont prolongé en avril leur solide performance de 2019, l'indice MSCI All-Country World terminant le mois sur une hausse de 3,2 %, très proche de son pic de septembre. Les marchés d'actions des États-Unis et de la zone euro ont enregistré des progressions particulièrement fortes, les indices S&P 500 et Euro STOXX 50 enregistrant un rebond effaçant totalement le recul du T4 et atteignant de nouveaux records sans précédent. Les spreads de crédit se sont dans leur ensemble rétrécis et les prix des matières premières essentielles comme le pétrole et le minerai de fer ont également progressé. Ont contribué à cette progression des actifs risqués les indicateurs de la croissance mondiale qui ont largement évolué comme prévu, éloignant les inquiétudes du tout début de l'année selon lesquelles la croissance pourrait continuer à ralentir et se diriger vers la récession, ainsi que la baisse des risques géopolitiques. Soutenus par l'évolution positive de l'économie, les bénéfices du premier trimestre battent les anticipations baissières et les analystes ont commencé à réviser à la hausse leurs estimations pour le reste de 2019. Les actifs risqués ont été également soutenus par de nouvelles évolutions accommodantes des principales banques centrales dans un contexte de deux déceptions concernant l'inflation. Des conditions aussi idéales ont signifié que, pendant que les actions progressaient, les taux d'intérêt mondiaux sont restés bas, n'inversant qu'une partie des reculs antérieurs du mois : l'indice de référence 10-year U.S. Treasury yield a commencé avril à 2,41%, est monté en intraday à plus de 2,60%, et a terminé le mois à 2,50%.

La croissance aux États-Unis continue de faire la course en tête

Notre positionnement prudent sur les actifs risqués était en partie lié aux inquiétudes sur les risques de baisse de la croissance, malgré une anticipation de base tablant sur un retour à une expansion régulière conforme à la tendance. Les évolutions positives de la croissance, incluant des signes d'amélioration du cycle industriel et commercial mondial ont contribué à dissiper ces craintes en avril (**graphique 1**). Les États-Unis ont ouvert la voie avec des estimations avancées du PIB du T1 battant les attentes, alors que les données principales de mars sur les commandes de biens durables, le logement, les ventes de détail et les progressions d'emplois avancées estimées ont tous annoncé des tendances saines et stables pour l'investissement et la consommation.

Au delà des États-Unis, la stabilisation de la croissance à court terme semble plus hésitante mais est également porteuse d'un potentiel de hausse plus élevé. Les perspectives de la zone euro se sont quelque peu améliorées, notamment avec une production manufacturière étonnamment robuste. L'enquête PMI s'est également stabilisée, sa composante manufacturière enregistrant sa première progression mensuelle depuis juillet, mais l'enquête allemande Ifo a fait état d'anticipations en baisse.

Les statistiques de l'activité réelle de la Chine pour mars ont surpris positivement dans leur ensemble dans un contexte de croissance du crédit, ce qui suggère que la stimulation de la politique monétaire et budgétaire prend de l'ampleur.

Nous y décelons cependant deux avertissements : ces chiffres sont vraisemblablement biaisés positivement par le calendrier chinois (Nouvel an lunaire) et, à notre avis, le secteur immobilier reste une difficulté notable. Les autres principales économies asiatiques, du fait de leur forte exposition à un contexte de l'investissement mondial paraissant encore atone, sont restées un point faible relatif, avec une production manufacturière et des exportations à qui il reste à rebondir de façon convaincante après plusieurs mois médiocres. Les indices PMI manufacturiers des économies clés ont rebondi, mais l'enquête Tankan de la Banque du Japon a nettement montré une érosion du sentiment général dans le secteur manufacturier.

Recul des risques de baisse de nature géopolitique

Au cours de l'an dernier, les perspectives d'escalade des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine ont assombri nos prévisions pour les actifs risqués. Nous prévoyons que l'issue la plus vraisemblable devrait être un accord commercial restreint se concentrant principalement sur la réduction du déficit commercial bilatéral à travers des engagements d'achats par la Chine et un calendrier de levée des droits de douanes existants par les États-Unis, associé à une réduction de l'incertitude qui pourrait stimuler le sentiment général des entreprises. En avril, les actifs risqués ont également réagi positivement aux signes de progrès des négociations vers une telle résolution. Les deux parties ont trouvé un terrain d'entente sur des sujets clés : le Président Trump a promis un accord "épique" et, en signe de bonne volonté, la Chine a annoncé des concessions incluant une prolongation de sa suspension sans limite de durée de ses droits de douane de rétorsion sur l'automobile et de nouvelles mesures de contrôle de toutes les substances liées au fentanyl.

GRAPHIQUE 1 : HAUSSE DES COÛTS DU TRANSPORT MARITIME EN AVRIL AVEC L'AMÉLIORATION DES PERSPECTIVES COMMERCIALES

En avril, la hausse des coûts du transport maritime, peut-être en raison de la hausse de la demande de transport maritime a été une pièce d'une mosaïque de statistiques rassurantes qui ont montré une amélioration des perspectives économiques mondiales - notamment du fait que les inquiétudes sur les tensions commerciales États-Unis/Chine ont diminué. Les coûts du transport maritime sont affectés par de nombreux facteurs, comprenant la baisse occasionnelle de l'offre aussi bien que la hausse de la demande mais ils sont disponibles bien avant les statistiques plus fiables sur les volumes réels du transport maritime.

Baltic Exchange Dry Index

Source : Baltic Exchange ; données au 2 mai 2019.

Au Royaume-Uni, la date limite du Brexit a été repoussée du 12 avril au 31 octobre, fournissant un ample délai pour de nouvelles circonvolutions. Nous pourrions assister à l'émergence de nouveaux dirigeants politiques au cas où le Premier ministre Theresa May démissionnerait ou serait mise en minorité, à de nouvelles élections si aucun nouveau gouvernement ne peut être formé après le vote d'une motion de censure, ou même à un nouveau référendum. Si une incertitude considérable subsiste sur l'issue finale du Brexit, avec un éventail de solutions possibles pouvant désormais aller d'un Brexit sans accord à l'absence totale de Brexit, les acteurs de marché réalisent qu'il existe désormais un potentiel fortement réduit pour un choc de croissance à court terme émanant du Royaume-Uni, ce qui a contribué à faire monter les actifs risqués mondiaux.

L'inflation ralentit, les perspectives de politique monétaire se détendent

L'inflation aux États-Unis a ralenti en mars, avec le recul inattendu de l'indice PCE *core* à 1,6% en glissement annuel (y/y), bien en dessous de l'objectif de 2% de la Réserve fédérale américaine (Fed). Les minutes de la réunion du Comité de politique monétaire (FOMC) du 20 mars avaient précédemment suggéré que l'accent serait mis sur les problèmes d'inflation dans la conduite de la politique monétaire : "la plupart" des participants voient la pression accrue comme atténuée et considèrent que les risques sont orientés à la baisse, facteurs que les minutes ont cité comme principale raison des révisions en baisse des prévisions de taux d'intérêt des participants, communément désignées sous le nom de "points". Les minutes ont également relayé les remarques antérieures du Vice-président de la Fed Clarida selon lesquelles la manque de pression inflationniste pourrait suggérer un marché du travail moins tendu que ce que les instruments de mesure habituels suggèrent. Dans des remarques séparées, les principaux participants du FOMC ont pris en considération la possibilité d'une baisse de taux prudente si, par exemple, l'inflation devait décélérer de façon significative.

L'inflation *core* en zone euro a également déçu en atteignant précisément 0,8% en variation annuelle. Lors de sa réunion d'avril, la Banque centrale européenne (BCE) a aussi fait entendre une tonalité prudente sur sa faiblesse persistante en zone euro, en annonçant des plans pour étudier si les taux d'intérêt négatifs appellent à une "modération", terme qui se référerait vraisemblablement à une hiérarchisation des réserves des banques de telle sorte qu'une portion seulement de celles-ci soient soumises à des taux négatifs.

Certains ont interprété cette déclaration comme le signal que les taux persisteraient en territoire négatif plus longtemps que ce qu'implique l'actuel pilotage des anticipations.

En Australie une insuffisance significative d'inflation a ouvert la voie à une stratégie plus accommodante de la banque centrale. L'indice CPI moyen ajusté d'inflation est tombé à 1,6% an variation annuelle au T1, bien en dessous de l'objectif de la Reserve Bank of Australia (RBA) compris entre 2 et 3% et de sa prévision de 1,8% en variation annuelle au T2. La probabilité d'une baisse par la RBA en mai s'est par conséquent fortement accrue bien que les minutes de la réunion d'avril aient conditionné une baisse de taux à une hausse du chômage aussi bien qu'à la faiblesse de l'inflation, et les indicateurs du marché de l'emploi restent robustes.

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

Nous maintenons une approche prudente sur les actions dans nos portefeuilles multi-actifs : nous ne voyons qu'un potentiel de hausse limité après une progression déjà importante des valorisations, ainsi que des risques de fin de cycle incluant la pression des hausses de salaires sur les marges bénéficiaires. Mais nous augmentons désormais progressivement notre exposition aux actions. Nous opérons cette évolution alors que les risques économiques et géopolitiques reculent et que nous constatons une poursuite de la stabilisation générant une croissance des bénéfices se situant dans le milieu de la fourchette à un chiffre, qui invaliderait les estimations actuelles des analystes, en train d'être à leur tour révisées en hausse. Sur les marchés d'actions, nous sommes haussiers sur les scénarios de croissance mondiale à bêta plus élevé, avec une exposition particulière au potentiel de hausse de l'Asie : les marchés émergents sont désormais en tête de notre liste et nous avons relevé la notation du Japon. Nous restons sous-pondérés sur les actions de la zone euro, préoccupés par le fait que l'impact sur les bénéfices de tout rebond de l'activité économique sera atténué par une hausse de l'euro.

Avec un scénario de base de croissance économique médiocre associé à un faible risque de récession au cours de l'an prochain, nous préférons prendre un risque sur les actifs de portage comme le crédit, particulièrement sur le segment du *high yield* U.S., sur lequel les taux de défaut devraient rester bas. Sur la duration, nous avons neutralisé notre ancienne surpondération après le recul des rendements mondiaux, les États-Unis étant l'un de nos marchés obligataires souverains de prédilection, juste derrière l'Australie où nous continuons à considérer que la RBA dispose d'une marge de manœuvre capable de réserver une surprise accommodante.

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-MONTHLY-050619 | 0903c02a8219f62b