

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Marchés internationaux et positionnement des portefeuilles en mai

3 juin 2019

AUTEUR



Diego Gilsanz

Stratégiste

Multi-Asset Solutions

SYNTHÈSE

- L'annonce par le président américain de droits de douane sur les importations chinoises et mexicaines a provoqué la plus mauvaise performance mensuelle des actifs risqués depuis le début de l'année.
- Les chiffres économiques américains et chinois ont déçu, abandonnant une partie de la vigueur récemment observée dans les deux économies. Le marché de l'emploi est resté solide dans les économies développées, ce qui a apaisé les craintes de récession.
- Les performances des marchés actions ont souffert en mai, plusieurs grands marchés affichant un recul de 5 à 10 %. Les obligations souveraines ont fortement augmenté dans l'ensemble du monde développé à l'exception de l'Italie, où le résultat des élections européennes laisse présager une escalade des tensions avec la Commission européenne.
- L'évolution du conflit commercial rend peu probable un rebond du commerce international et des dépenses d'investissement d'ici la fin de l'année. Bien que nous soyons plus circonspects qu'il y a un mois, nous continuons de penser que la croissance devrait plutôt bien résister aux États-Unis et préférons prendre du risque sur le marché américain des actions et du crédit. Nous conservons une position neutre sur la duration, préférant attendre que le momentum se stabilise avant d'envisager une surpondération.

LE POINT SUR LE MOIS

Nous revenons sur les tendances des marchés et des économies en mai 2019 pour analyser leurs répercussions sur nos portefeuilles multi-actifs et présenter un positionnement actualisé.

La forte progression des actifs risqués observée cette année s'est brutalement interrompue au mois de mai, entravée en premier lieu par l'effondrement des négociations commerciales sino-américaines. Alors qu'un accord semblait encore possible pendant la première semaine du mois, le président américain a annoncé sur Twitter qu'il augmenterait les droits de douane pour les porter de 10% à 25 % sur 200 milliards d'importations chinoises, tout en menaçant d'imposer des droits de douane supplémentaires sur le reste des importations non taxées. Le gouvernement chinois a rapidement riposté avec ses propres augmentations de droits de douane et les médias officiels ont adopté un ton plus agressif à l'égard des États-Unis, le président Xi Jinping appelant à la préparation d'une « longue marche moderne ». Pendant le reste du mois, les États-Unis et la Chine ont donné l'impression de s'enfermer dans un conflit commercial prolongé, tandis que dans une déclaration séparée, le président américain indiquait que de nouveaux droits de douane seraient appliqués aux importations mexicaines en réponse à ce qu'il appelle la « coopération passive » du Mexique face à la récente vague d'immigration illégale. Il a ainsi annoncé des droits de douane de 5 % sur l'ensemble des importations en provenance de ce pays, qui devraient être majorés de 5 % supplémentaires chaque mois jusqu'à atteindre 25 % au total.

Venant s'ajouter à des chiffres économiques globalement décevants, cette augmentation du risque géopolitique a provoqué un effondrement du sentiment des investisseurs. L'indice *MSCI All Country World* a reculé de plus de 5 % sur le mois de mai, tandis que les spreads du crédit se sont nettement élargis et que les obligations souveraines des marchés développés s'inscrivaient en forte hausse.

Des perspectives compromises pour l'industrie mondiale et les dépenses d'investissement

L'actualité économique mondiale a globalement été négative pendant le mois, malgré des signes rassurants en provenance du marché de l'emploi et de la demande intérieure des économies développées, qui restent solides. L'économie américaine a semblé abandonner une partie de sa vigueur du premier trimestre avec la publication de chiffres globalement décevants pour le mois d'avril (commerce de détail, production industrielle, biens d'équipement). Les enquêtes de confiance des entreprises se sont légèrement stabilisées en mai, mais le niveau toujours peu élevé des indicateurs prévisionnels compromet l'espoir d'un redémarrage du cycle d'investissement des entreprises. Au niveau international, les enquêtes manufacturières restent moroses (fig. 1), ce qui nous incite à ne pas accorder trop d'importance aux bons chiffres de production industrielle affichés en mai par l'Europe et l'Asie de l'Est. Les statistiques d'activité de la Chine ont toutes déçu pour avril, ce qui laisse à penser que l'économie n'a enregistré qu'une légère accélération après son récent passage à vide.

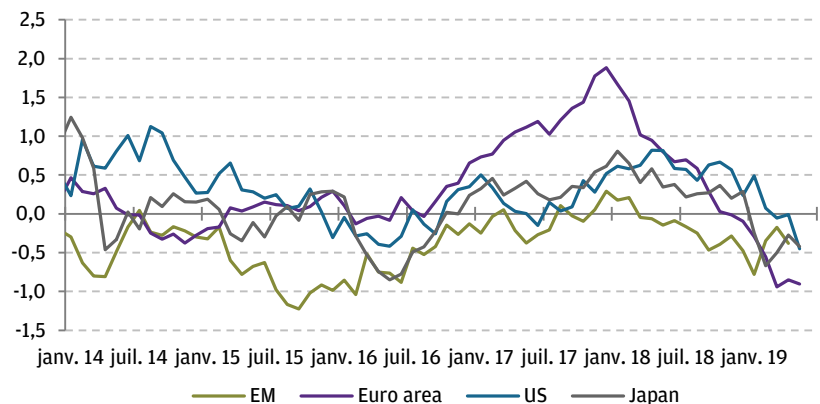
Cependant, le marché de l'emploi, qui est plus lent à réagir, ainsi que la demande des consommateurs sont toujours solides, notamment dans les économies développées. Les chiffres publiés en mai font ressortir de solides gains en matière d'emploi aux États-Unis, dans l'Union européenne (UE) et au Canada. Les indicateurs de confiance des consommateurs ont également augmenté aux États-Unis et dans l'UE, ce qui atteste pour le moment d'une certaine résilience face aux négociations commerciales. Il est probable qu'une baisse prolongée des marchés boursiers finirait par entraîner une érosion de la confiance des consommateurs. Toute détérioration de la confiance des consommateurs ou des créations nettes d'emploi signalerait à nos yeux un risque accru de récession.

La détérioration des conditions géopolitiques et les chiffres de production moins encourageants ont provoqué une forte hausse des obligations souveraines dans l'ensemble des marchés développés. Les rendements des bons du Trésor américain (UST) à 10 ans ont perdu près de 30 points de base (pb). L'extrémité à très court terme de la courbe des taux reflète désormais l'anticipation d'un assouplissement supplémentaire de la Réserve fédérale (Fed) comportant à peine plus de trois baisses de taux d'ici fin 2020. Bien que l'idée d'une « baisse de sécurité » pour stimuler une inflation récemment atone ait été récemment mentionnée par certains de ses membres, le compte-rendu de la dernière réunion du FOMC du mois de mai ne mentionne pas de réelles délibérations sur la perspective d'une mesure de relance de cette nature et attribue plutôt la récente décélération de l'inflation à des facteurs « transitoires »

FIGURE 1 : LES INDICATEURS DE CONFIANCE DU SECTEUR INDUSTRIEL SONT TOUJOURS EN PLEIN MARASME

En début de mois, l'amélioration du niveau des stocks et la perspective d'un accord commercial entre la Chine et les États-Unis laissaient espérer une remontée des PMI du secteur manufacturier. À la place, les PMI « flash » du mois de mai (États-Unis, zone euro et Japon) ont tous déçu et l'échec des négociations commerciales risque fort de peser sur les chiffres dans un avenir proche.

Z-score des PMI manufacturiers, historique complet



Source : Markit, J.P. Morgan Securities LLC, J.P. Morgan Asset Management. Données au 30 mai 2019

Les *bunds* allemands se sont bien comportés en parallèle des bons du Trésor américain, les rendements baissant d'environ 20 pb en terrain nettement négatif. Les *gilts* britanniques et les obligations de l'État australien affichent une surperformance relative : leurs rendements ont baissé d'environ 30 pb alors qu'ils avaient commencé le mois à un niveau plus bas que les UST. Au Royaume-Uni, la démission de Theresa May et le risque accru de «Brexit» brutal, en plus des chiffres d'inflation décevants, ont réduit la perspective d'une hausse des taux de la Banque d'Angleterre. La faiblesse des chiffres du marché de l'emploi australien n'a fait que renforcer l'espoir d'une baisse prochaine du taux directeur de la Banque de Réserve de l'Australie, ce qui a soutenu les obligations du pays. Les obligations italiennes affichent la plus mauvaise performance du mois: l'arrivée en tête de la Ligue (extrême droite) dans les élections au parlement européen laisse présager une escalade des tensions à court terme entre les ambitions de relance budgétaire du parti et la Commission européenne.

De façon peu surprenante, les actions internationales ont souffert pendant le mois, les principaux marchés affichant quasiment tous des rendements négatifs. Les actions des marchés émergents (EM) ont été mises à rude épreuve, perdant près de 7 % en raison principalement de la baisse des marchés de l'Asie de l'Est (Chine, Taïwan, Corée) qui sont particulièrement exposés à l'impasse actuelle dans les discussions commerciales. Les marchés actions des principales économies développées ont terminé le mois en baisse de 6 à 8 %, les valeurs technologiques étant les plus affectées. Là encore, le marché britannique et le marché australien ont surperformé. La composition sectorielle de ces marchés traditionnellement défensifs leur a été favorable en mai, les performances sectorielles faisant ressortir un net avantage des valeurs défensives par rapport aux valeurs cyclique au niveau international. En Australie, la victoire surprise de la coalition de centre-droit du premier ministre Scott Morrison, plus favorable aux entreprises, a éliminé la perspective d'une augmentation de la fiscalité des entreprises et d'un renforcement de la réglementation bancaire, ce qui a contribué à soutenir les rendements boursiers.

Les marchés américains du crédit n'ont pas échappé au changement de sentiment. Le marché *investment grade* (IG) et le marché du haut rendement (HY) ont tous les deux sous-performé leur corrélation historique avec le S&P 500, les spreads augmentant respectivement d'environ 15 pb et 55 pb sur chacun de ces marchés. Le volume des émissions est resté limité, affichant un taux de variation annuelle négatif à un chiffre. Le principal risque pesant sur les perspectives d'émissions IG, à savoir l'activité de fusions-acquisitions, n'a pas augmenté autant que certains ne le craignaient. La demande a toutefois légèrement baissé en raison de la réapparition de sorties de capitaux. Les spreads de la dette des marchés émergents ont augmenté d'environ 30 pb. L'Argentine a surperformé, en raison notamment d'un répit sur le front de l'inflation. L'escalade des tensions entre les États-Unis et l'Iran et la baisse des prix du pétrole ont pesé sur la performance des obligations des pays membres du Conseil de coopération du Golfe.

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

Nous sommes devenus plus circonspects en mai, l'impasse des négociations commerciales réduisant fortement les chances d'un rebond du commerce international et des dépenses d'investissement d'ici la fin de l'année. Dans les actions, nous continuons d'avoir une préférence pour les États-Unis, jugeant les autres grands marchés (EM, Europe et Japon) plus dépendants d'une reprise du commerce international. La détérioration des conditions macro-économiques nous fait hésiter à nous positionner en sens inverse de la hausse actuelle des obligations. Bien que les valorisations soient élevées, nous préférons attendre un ralentissement du momentum actuel. Le crédit reste notre marché favori pour prendre du risque. Nous sommes encouragés par le contexte d'une offre toujours limitée sur les marchés du crédit et estimons que la croissance américaine robuste, à défaut d'être exceptionnelle, devrait permettre au crédit d'offrir des rendements satisfaisants avec une volatilité plus restreinte que celle des actions.

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 une 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-060319 | 0903c02a8219f62b