

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Evolution des marchés mondiaux et portefeuilles multi-actifs

28 mai 2018

AUTEUR



Michael Albrecht, CFA
Stratégiste
Multi-Asset Solutions

SYNTHESE

- Nous anticipons avec satisfaction le maintien d'une croissance du PIB japonais supérieure à la tendance : malgré la récente publication de certaines statistiques décevantes, les facteurs économiques fondamentaux du pays restent robustes.
- Dans un contexte toujours insatisfaisant concernant l'inflation, il semble probable que la Banque du Japon poursuive à court terme sa stimulante politique de contrôle de la courbe des taux.
- Nous considérons que les perspectives politiques pour le premier ministre et le programme économique portant son nom s'améliorent depuis que le scandale politique qui plane sur sa personne perd de sa substance.
- Notre position sur les obligations d'Etat japonaises reste neutre et nous décelons la formation d'un espace pour des surprises positives sur les actions japonaises, qui apparaissent bon marché après une sous-performance du T1 due, au moins en partie, à la récente robustesse du yen.

AVEC UNE SOLIDE CROISSANCE SOUS-JACENTE, DES PERSPECTIVES OPTIMISTES POUR LES MARCHES JAPONAIS

En 2017, lorsque la croissance mondiale était faste, le Japon a réussi à enregistrer une impressionnante croissance de 1,7 % de son PIB. Nos prévisions pour la croissance japonaise à court terme sont peut-être moins optimistes que celles de la période d'expansion de l'an dernier mais la croissance sous-jacente reste, de manière satisfaisante, supérieure à la tendance.

Le tableau est nuancé. Il est vrai que l'estimation provisoire officielle du PIB réel du Japon pour le T1 a fortement déçu, en affichant un recul de 0,6 % (taux moyen en glissement trimestriel annualisé corrigé des variations saisonnières), lui-même intervenu peu après la publication des chiffres du T4 2017 révisés en baisse. Un examen détaillé du PIB suggère que l'investissement immobilier résidentiel a été réellement faible, en se contractant au cours d'un quatrième trimestre (les mises en chantier de nouveaux logements ont fait écho à cette tendance), et la consommation a été stable corroborant ainsi d'autres statistiques mensuelles peu brillantes de la consommation. Mais un frein provenant d'un mouvement de déstockage, qui ne devrait pas persister, a représenté la totalité du recul de 0,6 % en glissement trimestriel annualisé corrigé des variations saisonnières. De plus, le Japon a tendance à réviser de façon importante ses statistiques de PIB et une révision à la hausse semble particulièrement probable – étant donné que les enquêtes et d'autres indicateurs à plus haute fréquence de l'activité paraissent plus robustes. Par ailleurs, les facteurs fondamentaux sous-jacents du Japon demeurent sains : la confiance des entreprises et des ménages ainsi que les recrutements restent particulièrement solides. Les attentes du consensus pour 2018 continuent à miser sur une croissance globale de 1,2 %, nettement supérieure à notre estimation de 0,5 % de son potentiel de long terme.

Une tendance haussière très progressive de l’inflation

Une telle croissance supérieure à la tendance implique une nouvelle diminution de la main d’oeuvre sous-employée, dans ce qui semble être un marché de l’emploi particulièrement tendu. Le taux de chômage du Japon de 2,5 % est le plus faible enregistré depuis 1993 et son ratio emplois à pourvoir/demandeurs d’emploi atteint 1,59, un plus haut historique depuis 44 ans, alors que l’enquête trimestrielle Tankan menée par la Banque du Japon (BoJ) auprès des entreprises fait ressortir une proportion croissante de répondants indiquant un manque de main d’oeuvre dans de nombreux secteurs d’activité. Comme dans beaucoup de pays du monde développé, cette apparente tension ne s’est cependant traduite que par de modestes progressions de salaires – bien que les entreprises regorgeant de liquidités pourraient certainement se permettre d’octroyer des augmentations de salaires plus importantes (**graphique 1**). Les progressions salariales se sont concentrées sur les bonus plutôt que sur des hausses des salaires fixes et une part importante de ces dernières semble due à une évolution de la population sondée (à échantillonnage constant, l’indicateur “core scheduled earnings” n’augmente que de 0,8 % en glissement annuel). Dans le même temps, l’inflation ne progresse que très progressivement ; l’IPC core a marqué une pause en avril, à 0,4 % en variation annuelle. Nous anticipons une reprise de cette tendance haussière le mois prochain, du fait que les facteurs temporaires s’estompent et que la croissance se rétablit, bien que l’objectif d’inflation de 2 % de la BoJ reste éloigné.

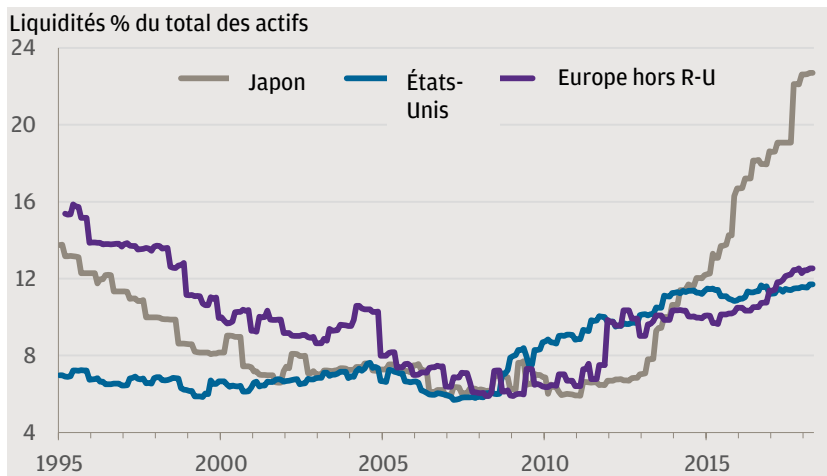
Faible probabilité à court terme d’un assouplissement du contrôle de la courbe des taux par la BoJ.

Dans ce contexte restant décevant sur le plan de l’inflation, le Summary of Opinions (synthèse des opinions) de la BoJ publié à la suite de sa réunion d’avril et les déclarations du gouverneur Haruhiko Kuroda ont contribué à rassurer les marchés sur la constance de sa stimulante politique de contrôle de la courbe des taux (YCC), qui ancre les rendements de l’obligation à 10 ans de l’Etat japonais (JGB) à 0 %. Plusieurs raisons sous-tendent ce sentiment de marché – principalement le fait que ses dirigeants, Kuroda en particulier, ont souligné l’absence de données probantes concernant une hausse soutenue de l’inflation, même lorsque l’IPC core progresse. Tout d’abord, les anticipations d’inflation des entreprises, des consommateurs et des économistes sont obstinément restées inchangées depuis deux ans du fait que les salaires sont à la traîne. En second lieu, les instruments de politique monétaire qui pourraient être des alternatives au YCC sont, soit difficilement applicables, soit largement inefficaces ; la Banque du Japon, par exemple, ne peut pas acheter des titres étrangers pour influencer sur le taux de change. Troisièmement, une majorité des membres du Comité de politique monétaire (MPC) considère les politiques actuelles comme durables, estimant que la faiblesse des taux a des effets négatifs limités sur l’intermédiation financière, et il semble peu probable que de nouveaux signes probants vont émerger, qui influeraient sur l’opinion de l’un de ses membres. Quatrièmement, avec Kuroda et les autres membres du Conseil récemment reconduits dans leurs fonctions, le risque de discontinuité de la politique monétaire sous un différent leadership est faible.

Par conséquent, si la BoJ pourrait à l’avenir assouplir l’ancrage du 10 ans à un taux proche de zéro, la probabilité d’une telle évolution à court terme est très faible.

GRAPHIQUE 1 : LES ENTREPRISES JAPONAISES REGORGENT DE LIQUIDITES

Au cours de ces dernières années, si les excédents de trésorerie des entreprises se sont accrues sur les marchés développés importants, le rythme de cette croissance a été sans égal au Japon, favorisé par un accroissement de rentabilité provenant d’une combinaison de la faiblesse du yen et de réformes de la gouvernance d’entreprise. Ces importants excédents de trésorerie signifient que les entreprises seraient capables d’augmenter les salaires alors que le marché du travail devient progressivement plus tendu, et d’augmenter les distributions aux actionnaires sous forme de dividendes et de rachats d’actions.



Sources : Thomson-Reuters DataStream, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions ; données au 10 mai 2018. A titre purement indicatif.

Enfin, fait rassurant, lorsque la BoJ finira par faire évoluer sa politique (YCC), il semble de plus en plus probable qu'elle annoncera bien à l'avance un tel changement de cap, contrairement aux années antérieures. Lorsqu'elle a intensifié ses mesures d'assouplissement, la BoJ s'est peu préoccupée de l'utilité du pilotage des anticipations, menant ses actions progressives comme une surprise destinée à provoquer un effet maximal de choc et de stupeur (approche qui a pu fonctionner comme prévu). Au cours de ces dernières semaines, la BoJ a insisté sur la nécessité de préparer davantage les marchés en amont de tout changement de sa politique pour éviter les surprises négatives et sa communication est devenue plus efficace et réaliste. Nous avons constaté ce changement de pied lorsque la BoJ a renoncé à la date limite qu'elle s'était fixée pour atteindre son objectif d'inflation de 2 % (arrêtée de façon irréaliste à l'année budgétaire 2019).

Le risque politique planant sur notre scénario de base

A moyen terme, un risque persistant pour notre scénario de base optimiste sur le plan économique et monétaire réside dans la possibilité de perte du premier ministre japonais Shinzō Abe – en le sortant des Abenomics. Alors que celui-ci ambitionne de solliciter un troisième mandat comme leader du Parti Libéral Démocrate (LDP) au pouvoir (un vote se tiendra en septembre), le taux d'approbation de son cabinet s'est effondré dans un contexte de scandales de soupçons de népotisme. Un autre leader du LDP pourrait être davantage enclin à augmenter les impôts et à inciter la BoJ à préparer un plan de sortie de son dispositif YCC. Mais les pressions sur Abe ont diminué d'intensité au cours de ces derniers mois, les témoignages compromettant n'ayant pas permis de produire de preuves accablantes. Si certains risques demeurent, Abe et les perspectives des Abenomics semblent désormais reprendre de la vigueur.

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

Quelle signification donner à tous ces éléments pour notre positionnement sur les actions et les obligations japonaises ? Nous restons neutres sur les JGB. De la fin 2016 jusqu'au début 2018, les JGB ont été une position vendeuse appréciée des investisseurs non japonais, à titre d'option à faible coût sur la possibilité que la BoJ assouplisse le YCC.

La persistance de la politique monétaire de la BoJ au cours de cette période a cependant empêché les JGB de participer au mouvement de vente massif généralisé des obligations. Maintenant que la probabilité d'un relâchement à court terme du contrôle de la courbe des taux s'est estompée, les JGB sont devenues une position longue attractive pour certains investisseurs étrangers en raison de leur faible volatilité et de leur *carry* (portage) positif. Nous continuons cependant de considérer ce petit avantage comme une rémunération insuffisante du risque asymétrique d'une certaine normalisation future du contrôle de la courbe des taux.

Nous restons surpondérés sur les actions japonaises. Le yen demeure ici un facteur clé de la performance relative. La récente force de cette devise explique la sous-performance du T1 mais nous maintenons notre perspective d'une dépréciation du yen favorisée par l'élargissement des différentiels de taux d'intérêt, les rendements mondiaux progressant alors que ceux du Japon demeurent figés. Un mouvement lent mais régulier de réformes de la gouvernance d'entreprise renforce notre scénario de rentabilité à plus long terme. Les réformes devraient favoriser la propension à faire progresser les distributions aux actionnaires (dividendes et rachat de titres), étant donné l'importance des trésoreries disponibles générées par la croissance des bénéfices de ces dernières années (graphique 1). Désormais, les anticipations de croissance des bénéfices du consensus sont faibles (2,5 %), laissant se former un espace pour les surprises positives. Les valorisations sont presque bon marché d'un écart-type comparativement à l'indice MSCI All-Country World, bien que ceci soit principalement dû aux valeurs financières (la politique du YCC pèse sur leurs marges d'intérêt nettes).

Dans nos portefeuilles multi-actifs, nous restons surpondérés sur les actions dans leur ensemble et favorables au risque tout en ayant réduit notre positionnement au cours de ces derniers mois. Nos prévisions anticipant de robustes fondamentaux soutiennent ce positionnement aux États-Unis, sur les marchés émergents et au Japon. En même temps, nous devenons plus positifs sur la duration après la récente hausse des rendements et l'Australie continue d'être notre marché obligataire de prédilection.

L'équipe Global Multi Asset Group de J.P. Morgan Asset Management :

John Bilton

*Responsable de la Stratégie
Londres*

Thushka Maharaj

*Stratégiste
Londres*

Katrina Lee

*Stratégiste
Londres*

Michael Hood

*Stratégiste
New York*

Jonathan Lowe

*Stratégiste
Hong Kong*

Michael Albrecht

*Stratégiste
New York*

Patrik Schowitz

*Stratégiste, Éditeur
Londres*

Mark Richards

*Stratégiste
Londres*

Timothy Lintern

*Stratégiste
Londres*

Benjamin Mandel

*Stratégiste
New York*

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 la marque de l'activité de gestion d'actifs de JPMorgan Chase & Co et de ses sociétés affiliées dans le monde entier. 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 2018 JPMorgan Chase & Co. All rights reserved PI-AA-WEEKLY-051418 | 0903c02a81f59f1d