

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Evolution des marchés mondiaux et portefeuilles multi-actifs

14 janvier 2019

AUTEUR

Sylvia Sheng

Stratégiste
Multi-Asset Solutions

SYNTHESE

- Après une année de piètre performance, les actions des marchés émergents ont bien démarré l'année 2019, le sentiment général des investisseurs étant devenu plus positif, soutenu en partie par les récentes mesures de stimulation décidées en Chine.
- Nous restons néanmoins prudents sur la capacité de cette relance chinoise à agir comme catalyseur favorisant une reprise soutenue des marchés d'actions émergents à court terme. Une nouvelle décélération de la croissance économique de la Chine au premier semestre 2019 devrait poser des problèmes aux marchés émergents et, si nous anticipons davantage de mesures de relance en Chine, celles-ci devraient être d'une moindre ampleur qu'au cours des cycles antérieurs, du fait des inquiétudes que suscite l'endettement pesant sur l'économie.
- Dans un contexte de ralentissement du rythme de croissance de l'économie mondiale et de durcissement des conditions financières aux États-Unis, nous maintenons une légère sous-pondération en actions/obligations dans nos portefeuilles multi-actifs, évolution que nous avons initiée lors de notre *Strategy Summit* de novembre dernier. Nous avons également évolué d'un positionnement neutre vers une sous-pondération pour ce qui concerne les actions émergentes.

LE PLAN DE RELANCE EN PREPARATION EN CHINE VA-T-IL FAIRE PROGRESSER LES MARCHES EMERGENTS ?

Après le violent recul du marché des actions fin 2018, le sentiment des investisseurs est devenu récemment plus positif, rasséréiné en partie par la mise en place par la Chine de nouvelles mesures de relance et par une rhétorique plus accommodante émanant de la Réserve fédérale (Fed). Depuis le début de 2019, la Chine a annoncé une baisse de 100 points de base (pb) du ratio des réserves obligataires (RRR) et abaissé le seuil des baisses du RRR cible pour stimuler le crédit aux plus petites entreprises. Si ces injections de liquidités ont soutenu une évolution récente positive des actions émergentes (EM), nous restons prudents avant de déterminer si la Chine va agir comme catalyseur d'un rebond plus soutenu des actions des marchés émergents à court terme.

Le flux des statistiques chinoises a continué de décevoir les marchés, confirmant l'affaiblissement de la tendance du momentum sous-jacent de la croissance. L'indice PMI manufacturier Caixin de décembre a chuté en territoire récessionniste avec une baisse des commandes nouvelles annonçant un contexte économique à venir plus difficile. Le ralentissement généralisé de l'économie chinoise depuis le début de 2018 a été principalement provoqué par le resserrement des conditions financières, conséquence des efforts des dirigeants politiques en faveur du désendettement. Si la Chine a évolué vers un positionnement d'assouplissement mi-2018, les mesures de relance doivent encore faire la preuve de l'importance de leur impact sur la croissance.

Pour l'avenir, la faiblesse des statistiques économiques chinoises devrait à notre avis perdurer compte tenu d'une nouvelle décélération de la croissance au premier semestre 2019, dans un contexte de difficultés croissantes provenant des chocs générés par les tarifs douaniers et par un retournement du marché immobilier. Malgré l'imposition de droits de douanes supplémentaires par l'Administration Trump sur environ la moitié des exportations chinoises à destination des États-Unis, la croissance de celles-ci a relativement bien résisté en 2018, les exportateurs ayant anticipé leurs expéditions vers les États-Unis pour devancer de nouvelles hausses de tarifs douaniers. Cependant, les activités directement exposées devraient commencer à ralentir début 2019, qu'un accord commercial soit conclu ou non entre la Chine et les États-Unis, compte tenu de la progression du niveau des stocks. Nous estimons que ceci va agir comme un frein sur la croissance des exportations chinoises dans leur ensemble pendant un certain temps. De plus, dans un contexte de politiques toujours restrictives sur le marché immobilier, nous prévoyons que l'affaiblissement du rythme des ventes immobilières, particulièrement dans les villes de rang inférieur, va constituer un frein à une poursuite de la croissance des investissements immobiliers.

Dans un contexte de ralentissement de la croissance en Chine au premier semestre 2019, il est difficile de prévoir une réaccélération du rythme de la croissance ailleurs dans les marchés émergents, ces économies étant étroitement liées au niveau de la croissance mondiale et au contexte commercial. Nous prévoyons en particulier un effet d'entraînement négatif de la Chine en direction de ses voisins asiatiques qui sont les plus dépendants des exportations et les plus intégrés dans la chaîne d'approvisionnement de la Chine.

L'affaiblissement plus fort qu'attendu des exportations coréennes en décembre pourrait être un indicateur avancé du retournement du cycle des exportations asiatiques. A notre avis, des perspectives de croissance plus déprimées pour les marchés émergents, jumelées à un resserrement des conditions financières aux États-Unis, vont probablement peser sur la performance des actions émergentes.

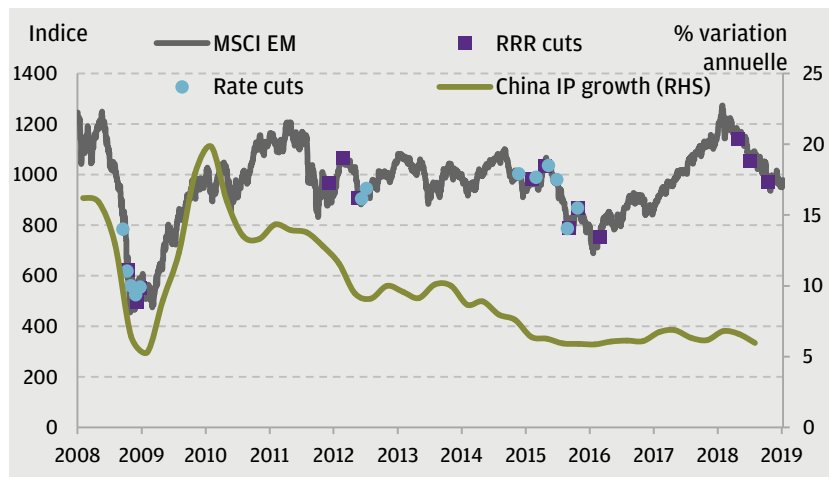
Confrontés à des statistiques plus décevantes, nous prévoyons que les dirigeants politiques chinois vont mettre en place davantage de mesures d'assouplissement de nature monétaire, budgétaire et immobilière, qui devraient contribuer à stabiliser la croissance au second semestre de cette année. Quel impact sur le marché en attendre ? Quand nous observons la performance des actions émergentes au cours des trois derniers cycles d'assouplissement qu'a connu la Chine depuis 2008, nous constatons qu'il n'existe pas de relation simple entre mesures de stimulation et performance du marché.

Performance des marchés émergents au cours des cycles d'assouplissement précédents en Chine :

- **2008-09 :** pour contrer l'impact de la crise financière mondiale, le gouvernement chinois a mis en place en 2008 un ensemble de mesures de relance de grande envergure en 2008. A partir de mi-septembre, les dirigeants politiques ont annoncé des baisses du taux directeur de 216 pb et des baisses de 200 pb du ratio RRR. L'assouplissement monétaire a été complété par un plan de relance budgétaire de 4 trillions RMB en novembre 2008 et un assouplissement des politiques du marché immobilier.

GRAPHIQUE 1 : PERFORMANCE DE L'INDICE MSCI EM AU COURS DES CYCLES D'ASSOULPISSEMENT ANTERIEURS EN CHINE

La mise en place de mesures de relance au cours des trois derniers cycles d'assouplissement en Chine n'a pas toujours abouti à un rebond des actions émergentes. Si le marché des actions a fortement rebondi après les mesures d'assouplissement au cours du cycle 2008-09, l'ampleur de l'impact a été bien plus discret en 2012. Pendant l'épisode 2014-16, un petit rallye a été suivi d'un effondrement avant que le marché ne se stabilise début 2016.



Sources : Bloomberg, CEIC, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions ; données au 9 janvier 2019.

La combinaison de ces mesures de relance a provoqué une importante accélération de la croissance des investissements dans les infrastructures et l'économie s'est stabilisée au cours du premier trimestre 2009. Cette stabilité a également déclenché un fort rebond de l'indice MSCI EM, qui a atteint un plancher en mars 2009 et a plus que doublé dès la fin de l'année.

- **2011-12** : la politique monétaire de la Chine a évolué vers un positionnement accommodant fin 2011 lorsque la crise de la dette souveraine européenne a généré des risques de baisse de la croissance mondiale. Les dirigeants politiques chinois ont mis en place des baisses de 56 pb du taux directeur et de 150 pb du ratio RRR ainsi que des mesures d'assouplissement sur les fronts budgétaire et immobilier. La croissance économique chinoise s'est stabilisée mi-2012, ce qui a coïncidé avec l'atteinte de son plancher par l'indice MSCI EM. Ce dernier s'est redressé d'environ 20 % ; le rallye a cependant pris fin au bout de six mois.
- **2014-16** : en 2014, les dirigeants politiques se sont lancés dans un cycle d'assouplissement qui a duré plus d'un an, l'économie faisant face à de multiples difficultés pour la croissance allant d'un ralentissement du marché immobilier aux sorties de capitaux. Les investissements dans les infrastructures se sont accélérés, les politiques concernant le marché immobilier se sont assouplies et le taux de référence des prêts a été abaissé de 150 pb, associé à 300 pb de baisse du ratio RRR. Bien que la première baisse de taux soit intervenue en novembre 2014, ce n'est pas avant début 2016 que l'économie réelle a montré des signes de stabilisation. Si les actions émergentes ont connu un petit rebond au début de ce cycle d'assouplissement, à partir de son pic d'avril 2015, l'indice a reculé de plus de 30 % et n'a atteint son plancher que début 2016.

Lorsqu'on le compare aux cycles d'assouplissement de 2008-09 et de 2014-16, le cycle actuel est d'une moindre ampleur, sans baisses de taux ni assouplissement des politiques immobilières. Selon nous, la probabilité d'une baisse de taux dans le cycle actuel est faible en raison des inquiétudes des dirigeants politiques concernant l'endettement de l'économie : une baisse de taux accélérerait vraisemblablement le rythme de progression de l'endettement à un moment où le ratio dette/PIB de la Chine a déjà doublé par rapport à son niveau de 2008 et l'endettement des ménages a augmenté significativement.

Les dirigeants politiques sont particulièrement inquiets d'une nouvelle inflation de la bulle immobilière, les taux hypothécaires étant indexés sur le taux directeur. Les inquiétudes suscitées par une surchauffe du marché immobilier ont également dissuadé les dirigeants politiques d'assouplir les politiques immobilières jusqu'à ce qu'ils puissent constater un ralentissement net de la croissance des investissements immobiliers.

Il est certain que des développements positifs sur le front des négociations commerciales entre la Chine et les États-Unis présenteraient des risques de hausse pour nos prévisions de croissance et de marché. Un accord commercial entre les deux pays serait positif à court terme pour le sentiment général du marché. Cependant, si les tensions commerciales s'apaisent, les dirigeants politiques seront probablement enclins à réduire les mesures de stimulation, ce qui compenserait une partie de la stimulation apportée à la croissance économique.

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

Lors de notre *Strategy Summit* de novembre nous avons évolué d'un positionnement neutre à une sous-pondération sur les actions émergentes. Du fait de notre analyse selon laquelle les statistiques économiques chinoises vont continuer à se dégrader avant de s'améliorer, il nous apparaît peu probable que la Chine agisse comme le catalyseur durable à court terme d'un rebond des actions émergentes, dans la mesure où une nouvelle décélération de l'économie chinoise au premier semestre 2018 devrait peser sur la croissance émergente et sur les perspectives de bénéfices. Si, comme prévu, l'économie chinoise se stabilise au cours du second semestre 2019 grâce aux mesures de stimulation adoptées, cette évolution devrait soutenir le sentiment des investisseurs en actions.

Plus largement, nous maintenons une légère sous-pondération en actions/obligations dans nos portefeuilles multi-actifs, du fait de la modération du rythme de la croissance économique, du resserrement des conditions financières aux États-Unis et du ralentissement de la croissance des bénéfices que nous attendons en 2019. Pour ce qui concerne les actions, les États-Unis restent notre marché de prédilection alors que l'Europe est celui que nous prions le moins.

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.

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.

Copyright 2019 JPMorgan Chase & Co. All rights reserved.

PI-AA-MONTHLY-010719 | 0903c02a81f59f1d