

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Évolution des marchés mondiaux et portefeuilles multi-actifs

8 avril 2019

AUTEUR



Tim Lintern

Stratégiste
Multi-Asset Solutions

SYNTHÈSE

- Alors que l'économie mondiale progresse à un rythme à peine inférieure à la tendance, l'appétence au risque a rebondi et les actions internationales ont signé de solides performances généralisées au 1^{er} trimestre.
- La vigueur de l'indice S&P 500 depuis le début de l'année a été presque entièrement attribuable à une hausse des valorisations plutôt qu'à une augmentation des bénéfices.
- Le ton accommodant de la Fed a également été adopté par d'autres banques centrales au point de soutenir les emprunts d'États, toutes régions confondues.
- Nous avons allégé notre sous-pondération des actions et continuons de surpondérer la duration. Dans l'ensemble, notre allocation de portefeuille traduit un environnement favorisant un peu plus le portage que l'appréciation du capital.

RETOUR SUR LE 1^{ER} TRIMESTRE

Nous allons passer en revue les tendances au sein des marchés et des pays pour le 1^{er} trimestre 2019 afin de connaître leurs conséquences sur nos portefeuilles multi-actifs, puis nous ferons le point sur leur positionnement.

Au terme de l'année 2018, les actifs risqués se sont effondrés en bourse en raison d'une liste peu rassurante de craintes partagées par les investisseurs : ralentissement de la croissance, durcissement des conditions de liquidité à l'échelle mondiale, guerres commerciales, fermeture de l'administration fédérale américaine (« shutdown »), endettement élevé du secteur privé, etc. Mais au début de la nouvelle année, nous avons observé une flambée de l'appétence au risque au point que les actions internationales ont affiché leur meilleure performance trimestrielle depuis 2010. À quoi peut-on attribuer cet impressionnant volte-face ?

Premièrement, les actions internationales ont été tirées à la hausse par le ton devenu accommodant des banques centrales. En janvier, la Réserve fédérale américaine (Fed) a fait état de sa volonté de marquer une pause dans son cycle de durcissement et de sa prédisposition à ajuster sa politique de bilan en fonction des besoins. Son communiqué a représenté un changement profond puisqu'il omettait toute référence à « de nouveaux relèvements » des taux d'intérêt. Et lors de sa réunion de mars, la Fed a revu à la baisse ses projections monétaires au motif de prévisions stables sur le front de la croissance et de l'inflation et elle a abandonné l'idée de procéder au seul relèvement prévu en 2019. Les responsables politiques ont également dévoilé leur projet de mettre un terme à la normalisation de leur bilan, la Fed annonçant qu'elle ralentirait le rythme de sortie de son bilan des titres du Trésor à compter du mois de mai.

Le ton accommodant de la Fed a également été adopté par d'autres banques centrales, dont la Banque du Canada, la Banque centrale australienne (RBA) et, plus important encore, la Banque centrale européenne (BCE). Cette dernière a pris deux décisions majeures : maintien de ses prévisions de taux d'intérêt de sorte que son taux directeur demeurera à son niveau actuel pendant l'année tout au moins et lancement d'une nouvelle salve d'opérations de refinancement à long terme (LTRO) à l'attention des banques. De la même manière, les dirigeants politiques chinois ont continué d'actionner le levier monétaire pour soutenir l'économie en abaissant le ratio des réserves obligatoires.

Deuxièmement, l'économie mondiale a évité la récession prolongée que certains participants de marché craignaient de voir se matérialiser à la fin 2018. Dans l'ensemble, l'économie mondiale progresse à un rythme à peine inférieur à la tendance, l'accès de faiblesse du cycle industriel étant quelque peu compensé par la résistance des services. Les données sur les indices PMI traduisent d'ailleurs cet écart : le PMI manufacturier mondial a encore baissé au 1^{er} trimestre, son dernier chiffre s'établissant à un niveau faible de 50,6, alors que le PMI des services s'est redressé à 53,7. En Chine, le communiqué sur l'activité de crédit de février a sous-performé à la suite d'un chiffre exceptionnel en janvier. Or par la suite, les agréables surprises réservées par les enquêtes officielles et Caixin ont fait état d'une relative stabilisation de l'activité industrielle. Aux États-Unis, certains indicateurs clés à haute fréquence ont été solides, la moyenne à 4 semaines des premières demandes d'allocations chômage diminuant à 214 000. En revanche, les statistiques européennes semblent particulièrement fragiles.

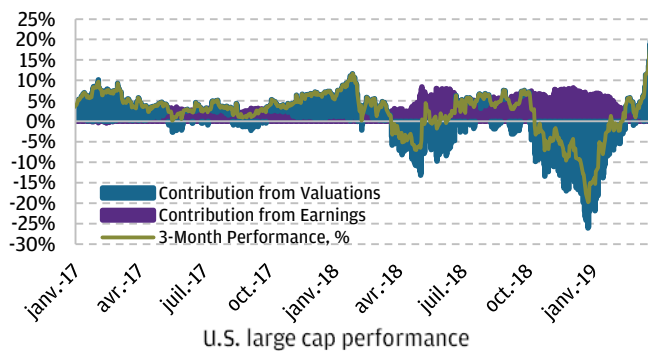
Les données allemandes ont pâti plus particulièrement du ralentissement de l'économie chinoise et des troubles en Turquie. Les industriels allemands ont publié le plus faible niveau de nouvelles commandes (39,5) depuis la crise de la dette souveraine. Toutefois, nous observons certains signes de stabilisation des statistiques de l'industrie européenne et l'emploi reste robuste.

Performance généralisée des actions

Hormis en cas de grave crise économique, la baisse des rendements des emprunts d'État contribue souvent à soutenir la hausse des valorisations des marchés d'actions. Le 1^{er} trimestre n'a pas fait exception, le Price Earning Ratio (PER) de l'indice S&P 500 étant passé d'environ 14 à 16,5. En réalité, près de 100 % de la hausse des cours des entreprises de l'indice a été imputable à une progression des valorisations plutôt qu'à la croissance bénéficiaire (**Graphique 1**). La robuste performance des marchés d'actions (+12,2 % pour l'indice MSCI ACWI) a été généralisée (**Annexe 2**). Même si cette évolution peut être en partie considérée comme une « revanche » par rapport à la surperformance relative des actions des marchés émergents à la fin 2018, les actions des marchés développés les ont devancé, notamment sous l'effet d'une appréciation de 1,2 % du billet vert (mesurée par l'indice DXY). Le marché britannique a été relativement anémique. En effet, la hausse de 8,2 % de l'indice FTSE 100 a été freinée par une appréciation de 2,2 % de la livre sterling par rapport au dollar sur la période. Dans la même veine, l'indice TOPIX a engrangé des gains d'à peine 7,7 %. La palme de la performance trimestrielle est revenue aux actions chinoises (flambée de 23,9 % de l'indice Shanghai Composite), les investisseurs gagnant confiance dans un environnement favorable en termes de politique commerciale plus tard dans l'année.

GRAPHIQUE 1 : RÉPARTITION DE LA PERFORMANCE DE L'INDICE S&P 500

Depuis le début de l'année, l'exceptionnelle performance du S&P 500 a été quasi-exclusivement attribuable à une progression des valorisations plutôt qu'à la croissance bénéficiaire. À ce stade, tout potentiel haussier significatif des marchés d'actions devrait trouver son origine dans les bénéfices.



Source : Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions ; données au 4 avril 2019.

Sur le plan sectoriel, les valeurs technologiques ont fini la course en tête (+19,4 % pour le secteur des technologies de l'information de l'indice S&P), sans oublier de mentionner les valeurs de l'énergie et de l'immobilier qui se sont également distinguées.

L'élan donné par l'adoption d'une politique monétaire accommodante a non seulement dopé le cours des actions, mais a également soutenu la dette publique. Aux États-Unis, le rendement du Bon du Trésor américain à 10 ans a diminué de 28 points de base (pb), aux environs de 2,4 %, avant de repasser en dessus de 2,5 % durant les jours qui ont suivi. Plus tard, l'écart suivi de près entre les rendements des obligations d'État américaines à 10 ans et à 3 mois est passé en territoire négatif, une tendance qui se révèle être historiquement un outil de prévision assez efficace des récessions. En revanche, la politique monétaire extra-ordinaire et l'exposition imposée aux emprunts d'État à longues échéances pourraient perturber le signal émis par cet indicateur concernant les prévisions de croissance du PIB. À la suite du ton accommodant adopté par la BCE et de la faiblesse des statistiques économiques européennes, les rendements du Bund allemand à 10 ans se sont repliés de 31 pb, repassant ainsi dans le rouge, à -0,07 %. Les marchés du crédit ont compté parmi les autres bénéficiaires du regain d'appétit pour le risque. Les spreads de crédit des obligations Investment Grade se sont repliés à 1,19 % et ceux du haut rendement se sont contractés d'un niveau significatif de 135 points de base.

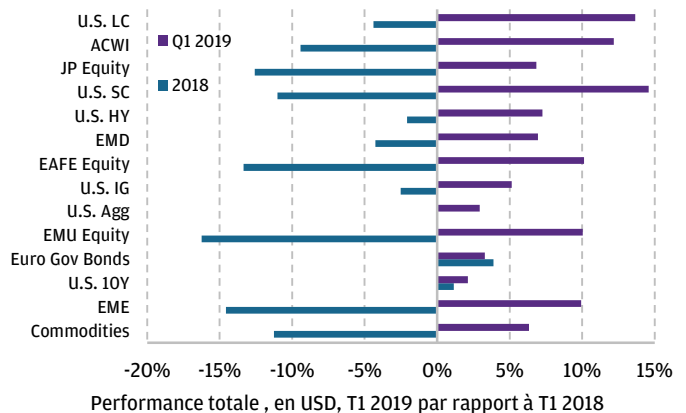
Ces derniers ont été soutenus par le rebond soutenu du prix du pétrole, le brut américain de référence WTI (West Texas Intermediate) s'inscrivant en progression de 32,4 % sur la période. Les autres matières premières ont continué d'enregistrer de belles performances, y compris le minerai de fer dont le cours a bénéficié d'une importante coupure de courant dans une mine brésilienne.

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

Nous avons allégé notre sous-pondération des actions, tout en préférant augmenter modérément le risque des actifs offrant un portage intéressant, à l'image du crédit. Si les actions devraient être stimulées par des prévisions bénéficiaires plutôt faciles à dépasser et par une politique monétaire accommodante, l'environnement actuel de fin de cycle n'offre pas de nombreux catalyseurs de forte progression des bénéfices. Les États-Unis sont notre région favorite pour les actions, a contrario de l'Europe. Nous apprécions également les actions émergentes qui pourraient trouver un support dans une dépréciation du dollar. Compte tenu du ralentissement de la croissance et de la politique plus accommodante de la Fed, nous conservons notre surpondération de la durée et avons ramené à neutre notre surpondération des liquidités. Globalement, notre allocation de portefeuille traduit un environnement favorisant un peu plus le portage que l'appréciation du capital.

GRAPHIQUE 2 : DES PERFORMANCES SOLIDES AU 1^{ER} TRIMESTRE 2019

De manière assez générale, le millésime 2018 n'a pas été bon pour les actifs financiers et le mois de décembre a été particulièrement décevant sur les marchés d'actions. À l'inverse, le 1^{er} trimestre 2019 a été le témoin d'un regain particulièrement sensible de l'appétit pour le risque, conjugué à une politique plus accommodante des banques centrales. Ce contexte a été profitable aux valorisations des actions et aux cours des obligations, donnant lieu à des performances robustes.



Source : Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions ; données au 4 avril 2019.

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 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.

PI-AA-MONTHLY-040819 | 0903c02a8219f62b