

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Evolution des marchés mondiaux et portefeuilles multi-actifs

27 mai 2019

AUTEUR



John Bilton, CFA
Directeur de la Stratégie
Multi-Asset Solutions

SYNTHESE

- Les oscillations du sentiment général émanant des informations deviennent particulièrement brutales. Les commentateurs sont revenus de leur optimisme qui prévalait encore il y a quelques semaines, lorsque l'indice S&P 500 atteignait de nouveaux sommets, pour adopter un ton bien plus pessimiste sur les risques engendrés par un conflit commercial.
- Nous prévoyons que le chemin à suivre se situe quelque part à équidistance : une croissance conforme à la tendance soutient les cours des actifs mais ne permet pas de justifier un *“melt up”* (emballement haussier dépourvu de justification fondamentale). Nous prévoyons également que, dans le temps, l'intérêt économique bien compris des belligérants prendra le dessus et ouvrira la voie à une certaine forme de désescalade des tensions commerciales.
- Les risques pesant sur la croissance deviennent plus mesurés mais nous prévoyons que les investisseurs auront encore besoin d'examiner attentivement les articulations excessives du sentiment général dans une direction quelconque – en considérant la spéculation sur l'étendue d'un *“melt up”* avec un solide scepticisme.
- Un environnement de croissance conforme à la tendance, une politique monétaire accommodante et un faible risque de récession sont favorables à une position de crédit diversifiée et, si les tensions commerciales se détendent au cours de l'été et les perspectives bénéficiaires s'améliorent, comme nous l'anticipons, les marchés d'actions pourraient évoluer progressivement à la hausse.

NAVIGATION ENTRE FLUX D'INFORMATIONS VOLATILE ET STATISTIQUES ECONOMIQUES SOLIDES

Il y a seulement quelques semaines, l'indice S&P 500 franchissait de nouveaux records à la hausse, le PIB des États-Unis du premier trimestre battait nettement le consensus avec un chiffre de 3,2% bien supérieur à la tendance et les statistiques européennes commençaient à montrer des signes de résistance. De pair avec cette tonalité optimiste, nous avons assisté à la montée de l'évocation d'un nouveau *“melt up”* (emballement haussier dépourvu de justification fondamentale) sur les actifs risqués, en particulier les actions. Et ensuite ont commencé les tweets.

L'escalade des tensions commerciales depuis le début du mois de mai a certainement atténué certaines des voix évoquant un rallye prolongé. Celles-ci ont de plus été rapidement remplacées par de sombres commentaires évoquant les risques d'une guerre commerciale totale. Nous n'écartons certainement pas la menace que ferait peser un conflit commercial prolongé, à la fois sur le sentiment général sur le risque et ensuite sur la production économique mondiale. Nous souhaitons néanmoins relever que le changement de tonalité a pris place dans un contexte dans lequel l'indice S&P 500 n'est inférieur que de 4 % à ses récents sommets et l'indice VIX (volatilité) est à 16, soit quatre points seulement au dessus de ses récents points bas et assez éloigné des niveaux généralement associés aux périodes de stress.

Certains pourraient soutenir que nous regardons dans la mauvaise direction et que nous devrions observer le marché obligataire. Sur celui-ci, les rendements du 10 ans américain (U.S.) ont fortement reculé, vers des niveaux inconnus depuis mi-2017. Il est certain que les obligations pourraient évoquer un scénario plus austère mais elles reflètent aussi le caractère plus accommodant de la Réserve fédérale américaine (Fed) qui devient, une fois de plus, un acheteur marginal de bons du Trésor au moment où la réduction de son bilan arrive à son terme.

Dans ces conditions, vers quel marché se tourner ? Et comment pouvons-nous distinguer avec pertinence les informations authentiques de ce qui tend à devenir un flux d'informations purement hyperboliques ? Nous devons admettre qu'il devient plus difficile de trouver le point d'équilibre entre d'une part le ton marginalement plus positif généré par les statistiques économiques et la stabilisation des bénéfices, et d'autre part les risques clairement extrêmes engendrés par les tensions commerciales et la géopolitique en général. Plus difficile encore, faire abstraction des articulations plus extrêmes de l'optimisme ou du pessimisme qui semble désormais accompagner des évolutions relativement limitées des cours.

A notre avis, sauf dans l'hypothèse d'une escalade à grande échelle des tensions commerciales se traduisant par des représailles systématiques, la toile de fond d'une croissance stable, conforme à la tendance, va finir par retrouver sa primauté. Et avec elle, les voix suggérant un "melt up" des prix des actifs pourraient bien se faire de nouveau entendre avec plus de force. Mais au delà de l'inquiétude et de l'avidité qui tendent à alimenter le sentiment général, il est un fait que l'économie mondiale reste en fin de cycle.

La hausse, que ce soit dans le momentum économique ou les bénéfices, tout en étant dans l'ensemble positive, est sujette à des contraintes et les banques centrales y ont déjà pris leur part. Cette situation rend difficile pour les investisseurs leur orientation à travers les apparentes contradictions entre des statistiques relativement favorables et une montée des risques extrêmes.

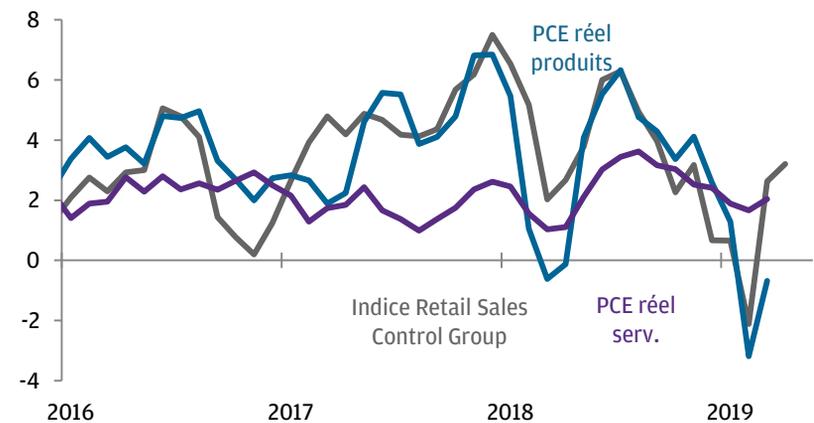
Alors que nous approchons du milieu de l'année, il existe quelques foyers de meilleures nouvelles. Mais également des risques pesant sur le sentiment général qui, si l'on n'y prend garde, pourraient étouffer tout rebond d'activité au second semestre. Du côté positif, nous constatons des signes de stabilisation de la croissance et le rebond tant attendu de l'activité - dépenses d'investissement et commerce plus particulièrement - reste possible au cours du second semestre de cette année. Sont également bienvenues les surprises positives venant du PIB des Etats-Unis pour le T1 2019, une certaine amélioration de la tendance dans les statistiques de croissance chinoises (même en tenant compte de la volatilité des chiffres d'un mois sur l'autre) et les signes avant-coureurs de stabilisation des statistiques européennes. Pourtant, les inquiétudes sur le commerce mondial sont une raison plausible expliquant pourquoi le rebond des statistiques n'a rien eu de remarquable jusqu'à présent ; et, fait plus important, les prix des actifs ont déjà passablement progressé pour intégrer un retournement de la croissance.

Ceci laisse les investisseurs sur une combinaison peu satisfaisante de statistiques économiques donnant l'impression de commencer à s'améliorer, d'actifs qui anticipent déjà cette issue et d'un rappel déplaisant que tout n'est pas encore sur la table concernant le front commercial.

GRAPHIQUE 1 : REBOND DE LA CONSOMMATION AUX ETATS-UNIS AU PREMIER TRIMESTRE

Après un net ralentissement fin 2018, les indicateurs de croissance de la consommation se sont améliorés, contribuant à l'amélioration des statistiques économiques américaines (U.S.) et mondiales. Cette évolution rassure sur le fait que la consommation américaine (environ 70% du PIB) reste sur une solide trajectoire. La détérioration des négociations Etats-Unis/Chine s'est répercutée sur les perspectives économiques immédiates mais nous considérons que la consommation est relativement immunisée contre ce conflit, sauf nouveau sévère recul des cours des actions similaire à celui de l'an dernier.

3m/3m%, taux annuel désaisonnalisé



Sources : BEA ; J.P. Morgan Asset Management; données au 24 mai 2019.

Aussi frustrante que soit cette situation, la navigation entre des signaux contradictoires n'est pas inhabituelle pour les acteurs de marché. A un stade plus précoce d'un cycle, lorsqu'une économie dispose de davantage de capacités excédentaires et d'un potentiel plus important de surprise haussière de la demande, il pourrait être plus facile d'en faire abstraction. Mais dans une économie de fin de cycle, il est d'une importance cruciale pour un investisseur d'apprécier de façon approfondie ce qu'une économie peut avoir encore sous le pied, avant de s'engager.

Dans ces conditions, que devrait faire un investisseur ? Les inquiétudes sur le commerce vont-elles se dissiper et le marché reprendre rapidement sa valorisation d'une progression toujours plus forte mais en définitive sans contrepartie de la croissance, de celle qui absorbe même la plus timide – un "melt up" du marché qui pourrait donner l'impression d'être grisant mais devrait mal se terminer ? Ou bien l'excès apparent d'une autre phase de cercle vertueux dans ce cycle déjà prolongé est-il quelque chose que nous devrions prendre en compte – particulièrement du fait des risques événementiels émanant des tensions commerciales ? Nous avons abordé le rebond des actions mondiales avec une certaine prudence jusqu'à présent, préférant prendre en compte l'assouplissement de la politique monétaire et l'évolution de la direction du marché à travers les actifs de portage comme le crédit aux entreprises.

Si les tensions commerciales devaient s'apaiser et la stabilisation provisoire de la croissance prendre un certain élan, ce serait un argument en faveur d'une opinion légèrement plus positive sur les actions. Mais nous mettons en garde contre l'idée de tout miser en cette période de fin de cycle. Les voix suggérant un "*melt up*" peuvent sembler convaincantes lorsque les statistiques de croissance s'améliorent et les risques extrêmes semblent reculer. Mais dans un environnement de fin de cycle, il y a peu de place pour manœuvrer si le flux des informations venait à vaciller négativement une fois de plus. Et, même en supposant des performances positives, il est peu vraisemblable que les ratios de Sharpe des actions seront particulièrement forts.

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

A plus long terme, notre scénario de base reste centré sur une certaine désescalade dans la rhétorique commerciale, suffisante pour apaiser les marchés. Néanmoins, le contexte d'un objectif économique stratégique divergent entre les États-Unis et la Chine suggère que certains éléments du conflit actuel vont rester non résolus. Aucun des deux pays ne souhaite subir des dommages économiques, il est donc raisonnable de prévoir une certaine forme d'accord – ou au moins une trajectoire vers celui-ci – même si la guerre des mots s'est intensifiée. Derrière la rhétorique, les inquiétudes sur la croissance de fin 2018 et les craintes sur une politique restrictive inappropriée se sont nettement estompées. Nous prévoyons par conséquent un second semestre 2019 caractérisé par une croissance conforme à la tendance, une politique accommodante, une inflation modeste et un risque de récession à court terme limité. Et, à l'approche de la campagne pour l'élection de 2020, nous sommes enclins également à anticiper une tonalité plutôt plus rassurante pour l'économie et les marchés de la part de l'administration.

Dans cet environnement, nous continuons à estimer que le crédit peut bien performer. De même, nous relevons que les spreads pourraient être plus volatils qu'ils ne l'étaient plus tôt dans le cycle. Par conséquent, une exposition diversifiée au crédit, avec une évaluation approfondie des besoins de liquidité des portefeuilles dans un éventail de scénarios divers, est essentielle. Nous voyons de meilleures perspectives pour les actions à la marge, avec des révisions de bénéfices évoluant un peu plus favorablement et des anticipations pour le reste de l'année 2019 désormais atteignables. Cependant, le niveau de risque événementiel associé à la rhétorique commerciale actuelle ne nous incite pas à une quelconque précipitation en faveur d'une importante position en actions. Mais avec l'atténuation de ce risque, nous décelons un espace pour les actions – en particulier américaines (U.S.) – évoluant légèrement à la hausse en fin de second semestre cette année.

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 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-WEEKLY-052719 | 0903c02a8219f62b