

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Point sur les marchés internationaux et positionnement des portefeuilles au T2 2019

1^{er} juillet 2019

AUTEUR



Tim Lintern

Stratégiste

Multi-Asset Solutions

SYNTHÈSE

- Les actifs risqués internationaux et les obligations souveraines s'inscrivent en forte hausse au second trimestre sur fond de croissance mondiale inférieure à la tendance, de tensions commerciales persistantes et d'une attitude plus conciliante de la part des banques centrales.
- Les données économiques mitigées, comprenant des enquêtes de confiance moroses chez les entreprises et des chiffres élevés de confiance des consommateurs aux États-Unis, sont conformes à une prévision de « fléchissement sans rupture » de l'économie mondiale.
- Les banques centrales ont adopté un ton plus conciliant, ce qui a contribué à provoquer une forte hausse des produits de taux au second trimestre. Les bons du Trésor américain à 10 ans ont commencé le trimestre à 2,4 % pour le terminer à des niveaux inférieurs à 2%.
- Nous prenons actuellement des risques ciblés au sein de nos portefeuilles multi-actifs. Les actifs de portage tels que le haut rendement américain sont intéressants dans un contexte de faible croissance sans récession. Nous privilégions les actions américaines par rapport aux autres marchés et sommes neutres sur la duration.

LE POINT SUR LE TRIMESTRE

Nous revenons sur les tendances des marchés et des économies au 2^e trimestre 2019 pour analyser leurs répercussions sur nos portefeuilles multi-actifs et présenter un positionnement actualisé.

Le second trimestre 2019 a été marqué par une actualité en grande partie négative sur le front du commerce sino-américain, suivie d'une attitude plus conciliante des banques centrales et de données économiques mitigées. Les actions, le crédit et les obligations ont fortement augmenté en réponse à ces signaux contradictoires, mais la dynamique de chaque marché sous-entend des interprétations différentes des perspectives de croissance.

Des données conformes aux prévisions de « fléchissement sans rupture » de l'économie mondiale

Les chiffres publiés au second trimestre indiquent que l'économie mondiale se trouve sur une trajectoire légèrement inférieure à sa croissance tendancielle. Nous pensons que la faiblesse de l'activité manufacturière n'aura pas de répercussions significatives sur le secteur des services, le comportement des consommateurs ou la performance du marché de l'emploi. Bien que le risque de récession ait récemment augmenté, nous ne prévoyons pas de contraction imminente de l'activité. Conformément à cet avis, les chiffres de chômage du second trimestre sont proches de leurs points bas historiques, et bien que les créations d'emplois non agricoles les plus récentes aient été plus basses que prévu, la moyenne mobile sur trois mois reste à un robuste niveau de 150 000 emplois.

Les enquêtes de confiance des entreprises aux États-Unis accusent le coup, notamment dans l'industrie, mais certaines de leurs composantes prospectives se sont stabilisées et les premiers chiffres de PIB du second trimestre apparaissent solides. En Europe, les PMI « flash » ont commencé à avoir un peu meilleure allure qu'au 1^{er} trimestre, mais cette amélioration se concentre sur la France, tandis que les chiffres de l'Allemagne sont quasiment inchangés. En Chine, la croissance de la production industrielle s'est ralentie, le crédit a augmenté à un rythme modéré et les exportations se sont plutôt bien comportées, comprenant vraisemblablement des achats d'avance en prévision des droits de douane à venir. Les dirigeants chinois semblent être en train d'ajuster l'ampleur des mesures de relance, avec des répercussions limitées en dehors des frontières chinoises.

Les aléas commerciaux semblent gérables pour le moment

Les chiffres du commerce et les enquêtes de confiance ont déjà été affectés par les négociations commerciales entre la Chine et les États-Unis, qui sont tombées dans l'impasse pendant le trimestre. L'espoir d'un accord imminent s'est éteint lorsque le président Donald Trump a annoncé qu'il porterait les droits de douane sur 200 milliards d'importations chinoises de 10 à 25 % tout en menaçant d'imposer une nouvelle vague de droits de douane. Le gouvernement chinois a riposté, le président Xi Jinping appelant à la préparation d'une « longue marche moderne ». Donald Trump a également annoncé des droits de douane sur les importation mexicaines, indiquant que ces droits augmenteraient si les autorités mexicaines ne prenaient pas de mesures pour stopper le flux migratoire.

Un accord a rapidement été trouvé avec le Mexique, ce qui laisse à penser les États-Unis ne souhaitent pas entretenir trop de conflits commerciaux perturbateurs en même temps. L'impact direct des droits de douane sur les grandes économies semble gérable, bien que des risques baissiers plus généraux sur la confiance des entreprises et des consommateurs restent apparents.

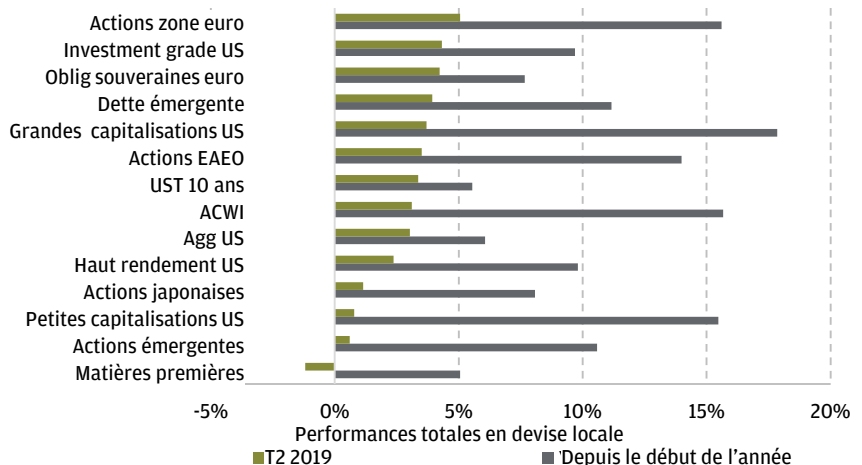
Les grandes banques centrales se montrent conciliantes

La politique du commerce a été au cœur des préoccupations des banques centrales, qui se sont montrées conciliantes au second trimestre. Bien que les chiffres économiques soient conformes à un scénario de « fléchissement sans rupture » de l'économie mondiale, le discours des banques centrales fait ressortir l'augmentation des risques extrêmes et le niveau généralement modéré de l'inflation. Le *Federal Open Market Committee* (FOMC) a laissé les taux inchangés, mais les implications prévisionnelles de sa déclaration et de son *Summary of Economic Projections* restent dans la lignée de l'approche conciliante adoptée par le Comité en début d'année. Le comité est lui-même divisé entre huit membres qui préconisent des baisses de taux en 2019 et neuf qui préféreraient au minimum maintenir le taux directeur à son niveau actuel. Lors de sa réunion du mois juin, la Banque centrale européenne (BCE) a prolongé de six mois (jusqu'à mi-2020) ses indications sur l'orientation future de la politique monétaire (*forward guidance*), laissant entendre qu'une politique de « *tiering* » pourrait s'avérer nécessaire.¹

¹ Le « *tiering* » consiste à offrir plusieurs niveaux de taux sur les réserves bancaires afin de réduire l'effet pénalisant des taux d'intérêt négatifs sur la rentabilité des banques.

GRAPHIQUE 1 : PERFORMANCES DES CLASSES D'ACTIFS

Les actifs financiers européens ont réagi de manière positive au ton conciliant de la BCE au second trimestre. Les petites capitalisations américaines ont été les grandes perdantes du marché des actions, en raison notamment de la faiblesse des secteurs de la santé et de la consommation discrétionnaire.



Source : Bloomberg, indices MSCI, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions. Données au 30 juin 2019.

Le président de la BCE Mario Draghi a ensuite tenu un discours encore plus conciliant, indiquant qu'« en l'absence d'amélioration, au point qu'un retour durable de l'inflation vers notre objectif se trouverait menacé, un soutien supplémentaire sera nécessaire » et que des discussions auront lieu « dans les prochaines semaines ». La réunion de la Banque du Japon a été plus calme, admettant néanmoins que les « risques baissiers sur les économies étrangères pourraient s'avérer significatifs ».

Forte hausse des obligations et affaiblissement du dollar

L'attitude conciliante des banques centrales et les chiffres mitigés ont provoqué une forte hausse des produits de taux sur le second trimestre. Les rendements des Bons du Trésor américain à 10 ans ont fortement baissé, commençant le mois d'avril à 2,4 % pour terminer le trimestre à des niveaux inférieurs à 2%. Le taux réel et la partie du rendement des bons du Trésor américain qui correspond au point mort d'inflation ont tous les deux baissé, tandis que la courbe des taux américains se redressait, l'extrémité CT se mettant à refléter un assouplissement plus marqué de la politique monétaire. Les rendements du *bund* à dix ans se sont enfoncés encore plus en terrain négatif tandis les obligations japonaises affichaient une légère hausse. De leur côté, les SHIBOR chinois à trois mois ont baissé d'un cran en fin de trimestre. Le deuxième trimestre a également été marqué par le premier accès de faiblesse du dollar américain depuis un moment, l'indice DXY perdant environ 1 %. Ces dernières années, la valeur du dollar américain a surtout été le reflet des différentiels de croissance et de ses caractéristiques de valeur refuge, tandis que les prévisions de politique monétaire des investisseurs jouaient un rôle moins important. La baisse du dollar au second trimestre semble toutefois refléter à la fois l'attitude conciliante de la Fed et la réduction du différentiel de croissance entre les États-Unis et le reste du monde.

Les actifs risqués bénéficient de la baisse des taux

En parallèle de la forte hausse des obligations, qui semble refléter l'attente d'une croissance économique médiocre, les actions internationales affichent un rendement d'environ 3 % sur T2, les investisseurs réagissant au ton plus conciliant des banques centrales. Les actions américaines ont surperformé leurs homologues des marchés développés, soutenues par la vigueur du secteur des technologies.

Les actions japonaises, qui affichent l'une des plus mauvaises performances depuis le début de l'année, ont souffert au deuxième trimestre, handicapées par la vigueur du yen. En revanche, les actions européennes ont généré de bons rendements malgré la vigueur de l'euro, les sociétés de services financiers affichant des gains solides. Les actions australiennes affichent une belle surperformance sur le mois, le rendement en baisse des obligations gouvernementales rendant les 4,5 % (environ) de rendement du dividende des actions australiennes particulièrement attrayant sur fond d'affaiblissement du dollar australien. De plus, le minerai de fer, en hausse d'environ 30 % en raison d'un marché physique tendu, a apporté un soutien supplémentaire aux actions australiennes. Les prix du pétrole ont fait un aller-retour, s'inscrivant en forte baisse à fin mai lorsque les stratégies de suivi de tendance ont exacerbé les inquiétudes macro-économiques au sujet de la demande, pour ensuite se redresser en partie vers la fin du mois de juin. Les spreads du crédit se sont élargis en début de trimestre à cause des tensions commerciales pour se resserrer ensuite en réponse à la communication des banques centrales. Le crédit américain « *investment grade* » à durée plus longue a surperformé le haut rendement américain, tandis que la dette souveraine des marchés émergents a elle aussi généré des rendements solides, soutenue par l'affaiblissement du dollar américain.

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

Nous prenons des expositions distinctes et ciblées au sein de nos portefeuilles multi-actifs. Malgré des spreads limités, les actifs de portage tels que le haut rendement américain sont intéressants dans un environnement de faible croissance sans récession. Nous sommes neutres sur les produits de taux, estimant que les rendements sont proches de la limite basse de notre fourchette de juste valeur et doutant que la Réserve fédérale procède à trois baisses de taux en 2019 comme les marchés semblent l'anticiper. Nous privilégions les actions américaines par rapport aux autres marchés, compte tenu de la résilience du S&P 500 en termes de bénéfices et des risques que les conflits commerciaux font peser sur l'Europe, le Japon et les marchés émergents.

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.

Copyright 2019 JPMorgan Chase & Co. All rights reserved.

PI-AA-MONTHLY-070119 | 0903c02a8219f62b