

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Marchés internationaux et portefeuilles multi-actifs

11 février 2019

AUTEUR



Thushka Maharaj
Stratégiste
Multi-Asset Solutions

EN BREF

- Les événements des derniers mois présentent des similitudes avec 2016. Dans les deux cas, la Réserve fédérale des États-Unis (Fed) a adopté une attitude plus conciliante face au ralentissement de la croissance mondiale et à la volatilité des marchés financiers.
- Il faut toutefois se garder d'imaginer que ce changement d'attitude conduira au retour de l'environnement « Boucle d'Or » de 2016. Pour simplifier, il existe quatre grandes différences entre 2016 et la conjoncture actuelle : l'économie américaine se trouve désormais en fin de cycle, la Chine essaie de relancer son économie dans un contexte de désendettement, les politiques du commerce intègrent maintenant des droits de douane et les banques centrales du G4 ne font plus face à la menace claire et palpable de la déflation.
- Nous conservons une sous-pondération des actions par rapport aux obligations en raison du manque de dynamisme des données fondamentales. Nos portefeuilles privilégient les actions américaines au détriment des actions européennes. En matière de crédit, nous privilégions le haut rendement américain par rapport aux obligations *investment grade*. La dette émergente, qui devrait bénéficier de l'interruption du cycle de hausse des taux de la Fed, apparaît de plus en plus attrayante.

PAS DE RÉPÉTITION PRÉVUE DE 2016

Ce début d'année rappelle à de nombreux égards l'environnement économique de 2016 : interruption du cycle de remontée des taux de la Fed face au ralentissement de la croissance extérieure, chute des prix du pétrole, affaiblissement de l'activité manufacturière dans le monde et mesures de relance économique en Chine. En 2016, l'attitude conciliante de la Fed avait provoqué un fort rebond des actifs risqués. Ce scénario va-t-il se répéter cette année, incitant à un positionnement plus favorable aux actifs risqués ?

Nous observons plusieurs différences clés entre la conjoncture de 2016 et celle d'aujourd'hui, qui nous incitent plutôt à la prudence vis-à-vis des actifs risqués. Pour simplifier, il existe quatre grandes différences : l'économie américaine se trouve maintenant en fin de cycle, la Chine essaie de relancer son économie dans un contexte de désendettement, les droits de douane font désormais partie de la politique du commerce international et les banques centrales du G4 ont passé le cap de l'assouplissement maximal alors que l'inflation sous-jacente continue d'augmenter.

Premièrement, et c'est le point le plus important, l'économie américaine se trouve maintenant clairement en fin de cycle. En 2016, avec des chiffres économiques en terrain expansionniste, il était par exemple beaucoup plus facile d'acheter des obligations américaines à haut rendement qui anticipaient un risque important de récession avec des spreads élevés. À l'heure actuelle au contraire, le risque de récession sur les 12 prochains mois augmente progressivement.

Bien que notre scénario de référence ne prévoit pas de contraction, ce risque semble suffisamment élevé pour justifier une prime de risque accrue. De plus, en cette fin de cycle, les taux directeurs sont passés en terrain neutre/strict, ce qui signifie que l'économie a une capacité de résistance aux chocs plus limitée. Le niveau actuel du taux de la Fed signifie également que le coût de suppression du risque est beaucoup plus bas qu'il ne l'était il y a trois ans.

Ralentissement de la croissance mondiale

Le profil de la dérivée seconde de la croissance n'est pas le même qu'en 2016. À l'heure actuelle, le marché doit s'adapter au ralentissement de la croissance américaine, qui est passée de plus de 4 % sur T2 et T3 en 2018 à un taux tendanciel de 2 % pour 2019. Il s'agit d'un contexte très différent de l'année 2016, pendant laquelle la croissance américaine était restée à son niveau tendanciel pendant la plus grande partie de l'année pour s'accélérer ensuite après les élections du mois du novembre. Sachant que les marchés doivent maintenant anticiper des risques extrêmes plus élevés que précédemment, il devient difficile de justifier une position positive sur les actifs risqués. Autre différence importante, il était clair en 2016 que les autorités chinoises stimulaient leur économie dans le but de provoquer un rebond rapide de la croissance. À l'heure actuelle, les mesures de relance chinoises devraient au mieux stabiliser la croissance. L'influence contraire des plans de désendettement qui avaient été annoncés antérieurement n'a pas disparu.

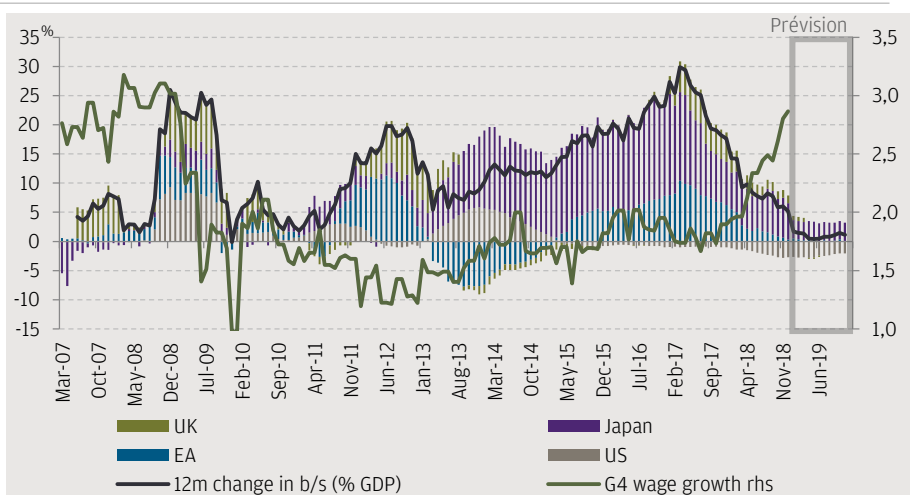
Bien que les autorités prendront les mesures qui s'imposent pour stabiliser la croissance, il est peu probable qu'elles encouragent un réendettement significatif des secteurs de l'« ancienne économie ». Les mesures de relance chinoise ont également pour but de contrecarrer l'effet des droits de douane américains. Bien que la croissance devrait se stabiliser et soutenir les actifs chinois, il est peu probable que les mesures de relance chinoises provoquent un rebond synchronisé de l'économie mondiale.

Les droits de douane font désormais partie du paysage

Par rapport à 2016, l'environnement actuel du commerce international apparaît beaucoup plus conflictuel. Les politiques commerciales « America First », et notamment les droits de douane visant les produits chinois, ont renforcé les obstacles à une reprise du commerce international, tout au moins jusqu'aux niveaux observés en 2016-17. À court terme, on peut s'attendre à un accord de portée limitée entre les États-Unis et la Chine sur les droits de douane existants, mais il est plus probable que les questions structurelles relatives à la propriété intellectuelle et à la sécurité perdureront. En dehors de la Chine, on ne sait pas si l'administration Trump se lancera dans une escalade des droits de douane avec d'autres grands partenaires commerciaux comme l'Europe. Les droits de douane limitent considérablement la capacité de l'économie mondiale à participer à la forte croissance des États-Unis - c'est l'une des raisons pour lesquelles les risques généraux liés aux droits de douane sont un facteur important du sentiment de risque.

FIGURE 1 - VARIATION DU BILAN DES BANQUES CENTRALES DU G4 EN POURCENTAGE DU PIB ET CROISSANCE DES SALAIRES AU SEIN DU G4 (PONDÉRÉE EN FONCTION DU PIB)

La croissance du bilan des banques centrales du G4 (pondérée en fonction du PIB) est à son plus bas niveau depuis 2009. La BCE a mis fin à son programme d'assouplissement quantitatif et la Fed est en train de normaliser son bilan. Dans ce contexte, la croissance des salaires du G4 est en train de repartir à la hausse - mais pas aux États-Unis.



Source : Bloomberg, banques centrales du G4, Haver Analytics, J.P. Morgan Asset Management. Données à fin décembre 2018. Informations fournies à titre purement indicatif. Axe de gauche : variation du 12 mois du bilan des banques centrales du G4 (en % du PIB avec pondération en fonction du PIB); axe de droite: croissance des salaires au sein du G4 (pondérée en fonction du PIB).

En effet, les droits de douane pèsent déjà sur l'appétence au risque des investisseurs, et bien que ces risques se soient réduits à court terme, ils n'ont pas disparu.

Des risques inflationnistes plus équilibrés

Nous notons enfin une différence moins appréciée entre 2016 et 2019. Les banques centrales du G4 sont moins enclines aujourd'hui à gonfler leur bilan face aux ralentissements de la croissance, comme en atteste le cas de l'Europe. L'année 2016 a été une période de forte désinflation ou déflation dans certaines régions, ce qui a incité la Banque centrale européenne (BCE) à accélérer son programme d'assouplissement quantitatif. Depuis lors, la situation économique s'est améliorée en Europe, le chômage n'a cessé de baisser et les salaires augmentent maintenant à un rythme honorable. La normalisation du marché de l'emploi et les négociations conduisant à des hausses de salaires généralisées permettent à la BCE d'avoir davantage la certitude que l'inflation atteindra son objectif de 2 % sur son horizon prévisionnel. Dans cet environnement où les risques de déflation ont reculé et où les risques inflationnistes sont désormais plus équilibrés, la BCE sera bien moins encline à intervenir de façon préventive face au ralentissement de la croissance.

De son côté, la Fed s'est engagée dans un processus de réduction de son bilan, un phénomène qui n'existait pas en 2016 (figure 1). Conclusion : le soutien des banques centrales en faveur des actifs risqués est en train de disparaître.

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

Il ne fait aucun doute que le ton plus conciliant adopté la semaine dernière par la Fed aura un effet stabilisateur sur les actifs risqués à court terme. Nous pensons toutefois que ce changement d'attitude ne doit pas être interprété comme un retour à l'environnement « Boucle d'Or » de 2016. Au sein de nos portefeuilles multi-actifs, nous continuons de nous focaliser sur le ralentissement de la croissance mondiale, ce qui nous incite à la prudence concernant les actifs risqués. Nous conservons ainsi une sous-pondération des actions par rapport aux obligations. Sur les actions, le marché américain conserve notre préférence en raison de ses caractéristiques défensives et de sa plus grande qualité. La forte hausse des obligations au cours du dernier trimestre nous amène à conserver une position neutre sur la duration. La duration américaine pourrait toutefois devenir plus attrayante si les rendements américains à 10 ans remontaient à 3 %. Dans le crédit, nous conservons notre préférence pour le haut rendement au détriment des obligations investment grade. La dette émergente, qui devrait bénéficier de l'interruption du cycle de hausse des taux de la Fed, apparaît de plus en plus attrayante.

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-WEEKLY-021119 | 0903c02a8219f62b