

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Evolution des marchés mondiaux et portefeuilles multi-actifs

20 mai 2019

AUTEUR



Michael Hood
Stratégiste
Multi-Asset Solutions

SYNTHESE

- Après plusieurs mois de calme, ces dernières semaines ont témoigné d'une résurgence des conflits commerciaux internationaux ; les États-Unis et la Chine ont de nouveau relevé leurs droits de douane sur les marchandises qu'ils importent en provenance l'un de l'autre et d'autres problèmes commerciaux continuent à susciter une certaine effervescence.
- Si les hausses des droits de douane devraient engendrer des coûts directs limités, leurs répercussions par l'intermédiaire des fluctuations des marchés financiers ou celui de la confiance du secteur privé pourraient s'avérer significatives.
- Les dommages causés aux autres pays pourraient dépasser ceux enregistrés par les États-Unis et la Chine (en particulier si l'on prend en compte la volonté de ce dernier pays de prendre des mesures de stimulation contra-cycliques) et pourraient différer la reprise de l'industrie mondiale que nous avons prévu antérieurement aux alentours du milieu de cette année.
- Avec des hausses de droits de douane susceptibles de stimuler l'inflation publiée, même s'ils pèsent sur la croissance, nous prévoyons une implication limitée à court terme pour ce qui concerne la politique monétaire.
- Le retour des conflits commerciaux sur le devant de la scène va à l'encontre de notre scénario fondamental plus positif sur les actions que nous avons récemment adopté, quoique en conséquence de ces nouvelles tensions commerciales, les valorisations aient évolué en faveur des actions au détriment des obligations.

LES CONFLITS COMMERCIAUX DE RETOUR SUR LE DEVANT DE LA SCENE

Après une période de relatif optimisme au cours de ces derniers mois, les marchés se retrouvent de nouveau confrontés aux risques associés aux conflits commerciaux internationaux. Début mai, les États-Unis ont relevé leurs droits de douane sur une série d'importations en provenance de Chine, en les portant à 25%, contre 10% antérieurement. Le taux de 25% s'applique désormais à une majorité des achats des États-Unis à la Chine et la Maison Blanche a également déclenché un processus en vue d'appliquer des droits de douanes au reste des importations en provenance de Chine au cours des prochains. Comme cela était prévisible, la Chine a répliqué, bien qu'avec une certaine retenue. Si les deux parties avaient semblé se diriger au moins vers un accord restreint sur le commerce de marchandises, qui aurait tenu à distance de nouvelles hausses de droits de douane, les inquiétudes sur des sujets plus structurels semblent avoir fait dérailler les négociations. La prochaine étape dans les discussions bilatérales aura lieu fin juin, avec une réunion possible entre les dirigeants des deux pays au sommet du G-20.

Les tenants d'une ligne dure ayant consolidé leur emprise des deux côtés, les autres inquiétudes de nature commerciale restent également d'actualité. Les informations de la semaine dernière suggèrent cependant que la Chine continue à être l'objectif central. La Maison Blanche a annoncé qu'elle reportait de 180 jours une décision sur les importations automobiles en provenance d'Europe et du Japon, et que l'accord renégocié avec le Canada et le Mexique pourrait bientôt commencer à progresser sous les législatures nationales. Du côté des États-Unis, les considérations d'économie politique apparaissent complexes et non susceptibles de faire l'objet d'une analyse aisée alors que la campagne présidentielle 2020 débute. A vrai dire, l'administration américaine (U.S.) va vouloir éviter des perturbations majeures pour l'économie avant la candidature de ré-élection du Président Trump. En même temps, elle ne souhaitera pas être débordée sur les sujets commerciaux par des opposants qui vont élever le ton, en particulier concernant la Chine. Ces souhaits pourraient engendrer une évolution des motivations au fur et à mesure de l'approche de l'élection, particulièrement si elles interagissent avec la performance du marché financier.

LES EFFETS DIRECTS APPARAISSENT MODESTES. LES CONSÉQUENCES INDIRECTES POURRAIENT S'AVÉRER BIEN PLUS IMPORTANTES

Les droits de douane ne généreront pas en eux-mêmes des coûts majeurs pour les économies concernées. La mesure la plus récente des États-Unis correspond à une augmentation des droits de douane de 30 milliards USD, soit un peu plus de 0,1% du PIB des États-Unis (et environ 0,2% de celui de la Chine).

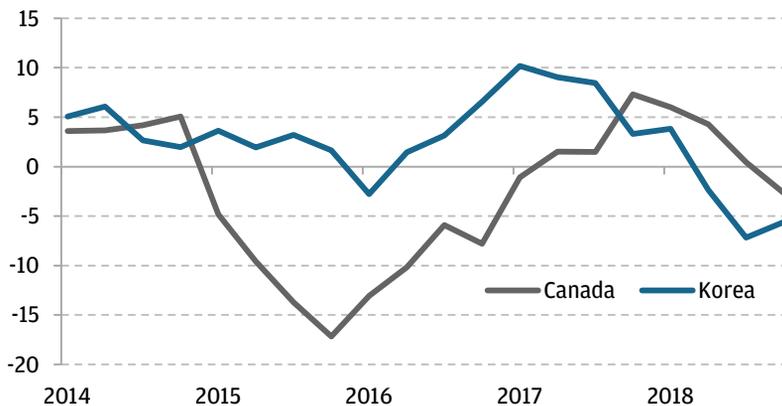
Une certaine incertitude entoure l'incidence des droits de douane déjà mis en place : les éléments émanant des importations au niveau de l'industrie et les évolutions des prix à la consommation suggèrent que les consommateurs américains (U.S.) ont supporté la quasi totalité du fardeau, mais les prix des importations américaines en provenance de Chine ont, dans leur ensemble, baissé au cours de ces derniers mois davantage que ceux des autres pays, ce qui suggère que les exportateurs chinois ont également ressenti un pincement de leurs marges. De toute façon, les chiffres en question ne sont que des erreurs d'arrondis dans le contexte de ces économies géantes.

Les coûts indirects des droits de douane et autres politiques protectionnistes pourraient cependant s'avérer beaucoup plus élevés. Aux États-Unis, nous surveillons deux mécanismes de transmission potentiellement importants. Le premier est l'effet d'un resserrement des conditions financières, du fait d'une baisse du prix des actions et d'un élargissement des spreads de crédit (avec une compensation partielle provenant d'une baisse des rendements des bons du Trésor). Le second est une détérioration possible du sentiment général des entreprises, qui pourrait provoquer un comportement moins expansionniste, particulièrement du fait d'une baisse des dépenses d'investissement. Nous avons récemment légèrement relevé notre prévision pour la croissance des États-Unis au second semestre 2019 avec une progression prévisionnelle du PIB légèrement supérieure à 2% en moyenne, en partie fondée sur des conditions financières propices et sur la confiance encore encourageante du secteur privé. Désormais, malgré la récente détérioration constatée, les conditions financières apparaissent quelque peu plus détendues que leur moyenne du premier trimestre.

GRAPHIQUE 1 : AFFAIBLISSEMENT DU CAPEX L'AN DERNIER DANS LES ECONOMIES EXPOSEES AU COMMERCE MONDIAL

Les dépenses d'investissement des entreprises ont ralenti fin 2018, avec une faiblesse particulière dans les économies affectées par les conflits commerciaux. Le Canada et la Corée sont de bons exemples. Les entreprises canadiennes réagissaient vraisemblablement en partie à l'incertitude planant sur les renégociations du NAFTA, tandis que la Corée a été frappée par les perturbations de la chaîne logistique asiatique qui dessert le marché des États-Unis. Nous avons prévu une hausse des dépenses d'investissement plus tard dans l'année 2019, dont les économies hors États-Unis seraient les bénéficiaires, mais cette prévision est désormais remise en question.

Les dépenses d'équipement du Canada et de la Corée (% en variation annuelle)



Sources : Haver Analytics, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions ; données jusqu'au T4 2018

Pendant ce temps, nous ne disposons que d'une information récente limitée, mais jusqu'à présent encourageante, sur le sentiment général des entreprises. Pour le moins cependant, ces deux canaux réduisent le risque de hausse pour notre prévision et créent la possibilité d'une déception.

La série actuelle de hausses de droits de douane va pousser à la hausse l'inflation publiée mais, comme avec la croissance, cette influence devrait se mesurer en dixièmes de point de pourcentage. La Réserve fédérale américaine (Fed) va considérer cette évolution comme un changement ponctuel du niveau des prix plutôt que comme une "inflation" *sui generis*, mais une hausse des chiffres de l'inflation publiée pourrait avoir une certaine influence stabilisante sur les anticipations d'inflation, au sujet desquelles les membres du Comité fédéral de politique monétaire (FOMC) ont récemment exprimé une inquiétude. Quoi qu'il en soit, compte tenu de notre opinion d'un coup sensible, sans toutefois être énorme, porté à la croissance, nous ne pensons pas que les hausses des droits de douane soient susceptibles de faire dévier la Fed de son positionnement actuel.

Nous prévoyons que des forces similaires vont s'exercer sur la croissance dans le cas de la Chine. Cependant, dans ce pays, les dirigeants ont montré une volonté et une capacité à déployer des mesures de relance contra-cycliques. Il y a deux semaines, la banque centrale a annoncé un léger assouplissement de la réglementation sur les réserves obligatoires, pouvant être interprété comme un signe de poursuite de la politique suivie. Nous prévoyons que la politique monétaire et particulièrement budgétaire de la Chine servira d'amortisseur face à un contexte international moins favorable, bien qu'à une échelle plus réduite que lors des précédents mini-cycles. Le renminbi chinois, soupape de sécurité naturelle dans ces circonstances, s'est également déprécié en mai après plusieurs mois de stabilité. Au cas où le climat commercial viendrait à empirer, les dirigeants pourraient favoriser une nouvelle dépréciation de leur devise (bien qu'ils feront vraisemblablement pression contre des mouvements importants et durables, par crainte d'une fuite des capitaux privés). Si cela se produit, les autres devises asiatiques, à l'exception de la devise refuge qu'est le yen japonais, se déprécieront probablement en parallèle.

En effet, au delà de la Chine et des États-Unis, d'autres économies pourraient souffrir davantage. Les autres économies asiatiques émergentes, le Japon et la zone euro dépendent fortement de leur secteur manufacturier et du commerce international. Toutes souffrent davantage que les deux principaux protagonistes du ralentissement de l'industrie mondiale qui a débuté environ mi-2018. Les pays asiatiques en particulier paraissent avoir reçu un coup sévère lié à la contraction des chaînes logistiques en début d'année - la dernière période au cours de laquelle la hausse des droits de douane était redoutée.

Non seulement les pays asiatiques émergents pourraient être confrontés à un nouveau choc de la demande extérieure, mais leurs entreprises pourraient tailler dans leurs dépenses d'investissement, en raison de l'incertitude accrue planant sur les futurs accords commerciaux mondiaux (**graphique 1**). Il est certain qu'une partie de l'accès de faiblesse déjà constaté s'est vraisemblablement produite en anticipation des évolutions actuelles. La reprise des tensions commerciales remet en question le rebond de la croissance mondiale suscité par le secteur manufacturier, que nous avons antérieurement prévu pour 2019 un peu plus tard dans l'année.

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

Notre opinion sur les actions par rapport aux obligations d'Etat a récemment évolué, en devenant plus positive. Nos signaux quantitatifs sont passés de nettement négatifs à globalement neutres, alors que nos prévisions qualitatives deviennent positives, réagissant à l'atteinte d'un point bas dans les prévisions bénéficiaires des entreprises et à notre perception d'une évolution à la hausse des risques pesant sur la croissance aux États-Unis et ailleurs. La résurgence du conflit commercial produit un certain risque pour cette évolution du fait de l'exposition disproportionnée des actions cotées au lien industrie/commerce/investissement mondial. Nous considérons cependant généralement que les marchés financiers eux-mêmes agissent comme une sorte de disjoncteur pour la politique commerciale des États-Unis, étant donné l'aversion de l'administration américaine aux fortes baisses du marché des actions. En même temps, le rebond des obligations d'Etat qui s'est produit à côté du mouvement de vente des actions a dégradé les valorisations sur ce marché, avec un nouveau recul de la prime de terme. Nous ne considérons pas ce choc comme récessionniste et donc suffisant pour provoquer de nouveaux reculs importants des rendements, particulièrement du fait qu'aucun changement n'est apporté à notre vision modale de la politique de la Fed. Pour le moment, nous estimons que les fondamentaux et les valorisations ont fait match nul, au moins concernant le choix action/obligation. Les récents événements ont cependant conforté notre préférence persistante pour les actions américaine (U.S.) du fait de leur haute qualité relative et de la résilience comparée de l'économie américaine. Dans une perspective qualitative, les États-Unis restent au sommet de notre liste d'actions *relative-value*.

L'équipe Stratégie Multi-Asset Solutions

John Bilton

*Responsable de la Stratégie
Londres*

Patrik Schöwitz

*Stratégiste, Éditeur
Londres*

Michael Hood

*Stratégiste
New York*

Thushka Maharaj

*Stratégiste
Londres*

Benjamin Mandel

*Stratégiste
New York*

Sylvia Sheng

*Stratégiste
Hong Kong*

Michael Albrecht

*Stratégiste
New York*

Diego Gilsanz

*Stratégiste
New York*

Tim Lintern

*Stratégiste
Londres*

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-052019 | 0903c02a8219f62b