

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Marchés internationaux et portefeuilles multi-asset

23 septembre 2019

AUTEUR



Benjamin Mandel
Stratégiste
Multi-Asset Solutions

SYNTHÈSE

- Parallèlement aux phases d'escalade et de détente dans la guerre commerciale qui se succèdent depuis le milieu de l'année, l'incertitude politique a fortement progressé au delà de sa moyenne de long terme. Celle-ci pourrait faire évoluer les perspectives économiques dans un sens ou dans l'autre.
- Dans notre scénario économique de référence, l'économie américaine (U.S.) évite la récession mais la croissance ralentit en 2020 et le processus d'une désescalade durable dans la guerre commerciale est semé d'embûches.
- Un apaisement de l'incertitude politique serait propice à une réduction du risque de récession mais il est peu probable que celui-ci efface le ralentissement économique à court terme créé par la guerre commerciale.
- Nous restons modérément prudents sur les perspectives des actifs risqués dans nos portefeuilles multi-actifs, en maintenant notre légère sous-pondération sur les actions ainsi que des expositions diversifiées au crédit, à la duration et aux liquidités.

L'INCERTITUDE POLITIQUE RECOULE OU RESTE-T-ELLE D'ACTUALITÉ ?

Les oscillations des marchés d'actions depuis le mois de mai, les variations spectaculaires des rendements des bons du Trésor américain (U.S.) depuis début août (avec les rotations associées de style et de performance sectorielle) et les analyses selon lesquelles l'économie mondiale est soumise à une certaine tension, sont liées à l'incertitude politique. L'idée est qu'une politique commerciale plus agressive des Etats-Unis pénalise la croissance, non seulement du fait des coups directement portés aux bénéficiaires et au sentiment général des entreprises, mais par l'incertitude intrinsèque que suscite le changement des règles du jeu. Dans ce bulletin, nous évaluons la pertinence de ce raisonnement et son influence sur les portefeuilles multi-actifs. Nous constatons qu'après une période en 2018 au cours de laquelle l'incertitude politique avait une faible influence sur les résultats agrégés du marché, le lien entre incertitude commerciale et incertitude du marché a refait surface et contribue actuellement à la prudence modérée de notre positionnement sur les portefeuilles.

Incertitude politique et perspectives économiques

La perspective d'une nouvelle escalade - ou désescalade - dans la guerre commerciale est un fil conducteur exerçant une influence sur divers éléments constitutifs des prévisions économiques mondiales. Elle se répercute sur les résultats économiques et les fondamentaux du marché par deux canaux :

les dégâts économiques provoqués par la détérioration des anticipations de la demande future des entreprises et l'altération du comportement des entreprises provoquée par l'imprévisibilité de la politique. Ces deux canaux fournissent un moyen utile d'aborder les résultats possibles des négociations sino-américaines et leurs implications sur les prévisions.

Notre scénario de référence est que le niveau actuel des droits de douane appliqués par les Etats-Unis aux exportations chinoises devrait persister au cours des mois qui viennent et qu'il existe un risque important que l'on assiste au mois de décembre à la mise en place d'une dernière tranche de droits de douane (en ce sens qu'il y aurait un assujettissement quasiment universel des produits importés de Chine à des droits de douane).

Un raisonnement plus positif concernant les récents pourparlers suggère la possibilité d'un scénario alternatif : les parties en cause accepteraient un accord provisoire pour contenir de nouvelles hausses de droits de douane pendant que les Etats-Unis et la Chine négocieraient un accord-cadre régissant leurs relations commerciales. Nous avons soutenu antérieurement qu'une désescalade de ce type est vraisemblable avant l'élection présidentielle américaine (U.S.) de 2020 – mais la complexité politique de l'organisation des négociations implique que son calendrier soit difficile à prévoir et qu'il n'existe aucune garantie qu'elle ait lieu. Si un accord restreint représenterait tout au moins une pause dans l'escalade des tarifs douaniers, et apaiserait ainsi à court terme l'incertitude politique, il ne réparerait pas immédiatement les dégâts déjà provoqués par les droits de douane.

La récente progression de l'incertitude politique

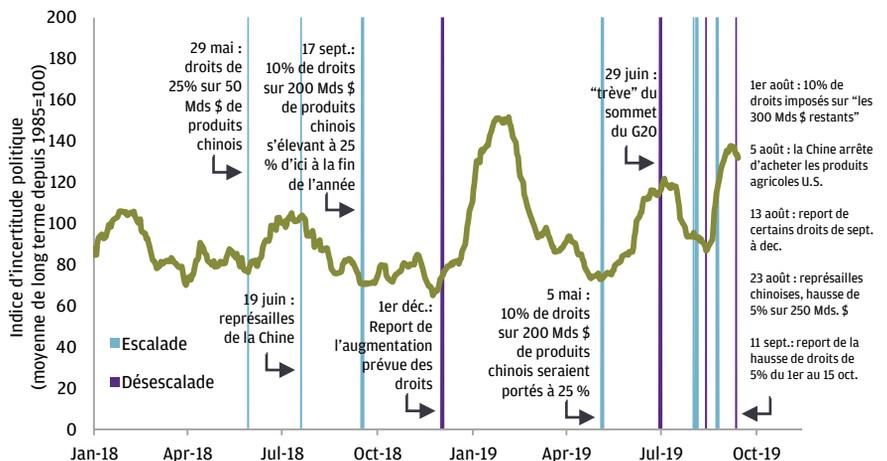
Quelle est l'intensité de l'incertitude politique et quels sont les avantages de l'apaiser ? L'indice *Baker, Bloom and Davis Economic Policy Uncertainty* estime la fréquence journalière des articles des médias ayant trait à l'incertitude politique.¹ Comme le montre le graphique 1, l'incertitude a évolué plus ou moins sans tendance claire en 2018 (en dépit d'un bruit de fond régulier d'assujettissement des importations américaines à des droits de douane) avant de progresser brutalement début 2019 puis de nouveau cet été. Ses niveaux récents ont coïncidé avec les hauts et les bas du conflit commercial sino-américain et sont actuellement d'environ 40% supérieurs à leur moyenne de long terme. Ce profil d'évolution suggère une influence croissante de la politique commerciale sur l'incertitude politique dans son ensemble et une possibilité d'évolution à court terme de l'incertitude politique dans un sens ou dans l'autre.

Deux importantes mises en garde s'imposent. Tout d'abord, la politique commerciale des Etats-Unis est devenue de plus en plus volatile et sujette à des revirements, ce qui complique les anticipations précises quant à son évolution ultérieure. Par exemple, comme le montre le graphique 1, trois cycles d'escalade/désescalade se sont succédés au cours de ces seuls quatre derniers mois.

¹ Données provenant de *PolicyUncertainty.com* le 15 septembre 2019. Pour toute information complémentaire, consulter Baker, Scott R., Nicholas Bloom and Steven J. Davis, "Measuring Economic Policy Uncertainty," *Quarterly Journal of Economics* 131, n° 4 (novembre 2016): 1593-1636.

GRAPHIQUE 1 : HAUSSE DE L'INCERTITUDE POLITIQUE EN LIGNE AVEC LES CHOCs DE LA POLITIQUE COMMERCIALE

L'incertitude politique a atteint un niveau supérieur d'environ 40 % à sa moyenne de long terme, du fait de la fréquence accrue des progrès et reculs dans la guerre commerciale, contributeurs possibles de ces mouvements. Ce profil d'évolution suggère qu'il existe une possibilité de recul de l'incertitude politique et dans le risque associé de récession aux Etats-Unis, si les Etats-Unis et la Chine s'accordent sur une désescalade des tensions commerciales. Toutefois, même dans ce cas, les dégâts économiques provoqués par les droits de douane devraient s'avérer plus longs à être réparés.



Source : PolicyUncertainty.com, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions ; données au 19 septembre 2019. A titre purement indicatif. (N.B. dans les commentaires du graphique : droits = droits de douane)

En second lieu, on peut soutenir que les dégâts économiques liés à la guerre commerciale seront bien plus lents à s'inverser en réaction à toute possibilité d'accord sino-américain que le niveau exacerbé de l'incertitude politique. La part des importations des Etats-Unis en provenance de Chine, remarquablement stable en 2018, a entamé un recul généralisé. Ainsi, les rouages micro-économiques étant déjà impactés par la hausse des droits de douane, cela demandera, soit plus de temps, soit une paix commerciale plus étendue, pour ramener le ralentissement à une position neutre.

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

Du point de vue d'un investisseur, nos inquiétudes sur la politique commerciale se concentrent sur l'interaction entre les dégâts économiques provoqués par les droits de douane, l'incertitude politique et un secteur des entreprises américaines (U.S.) qui semble légèrement plus sujet à des chocs négatifs qu'au cours de ces dernières années. A la limite, ces forces pourraient pousser les entreprises à la prudence et provoquer la fin de l'expansion. Notre évaluation du risque de récession à 12 mois, au niveau élevé de 40%, reflète ces inquiétudes. Plus généralement, les perspectives pour les actifs risqués sont remises en cause par la réduction de la dynamique de la croissance cyclique, une inflation sans ressort et les inquiétudes sur le fait que le soutien des banques centrales ne sera pas aussi pérenne que ce que les marchés intègrent actuellement dans les cours.

Comme l'a démontré la réunion de la Réserve fédérale la semaine dernière, le FOMC (Comité de politique monétaire) mène une action déterminée contre les difficultés économiques. Cependant, à notre avis, il ne les compense pas totalement.

Nous constatons également une asymétrie importante entre les performances des actions dans des scénarios dans lesquels l'incertitude de la politique commerciale recule par rapport à ceux dans lesquels l'économie bascule dans la récession.

Une partie de ces constatations reflète le compromis entre commerce et politique monétaire dans l'année qui vient dans notre scénario de référence pour la croissance, fondé sur une activité inférieure à la tendance mais stable. De la même manière, une escalade pourrait faire basculer l'économie et le FOMC en mode récession, une résolution durable de la guerre commerciale étant susceptible de se traduire par un assouplissement monétaire nettement moindre. En ce sens, l'incertitude de la politique commerciale et de la politique monétaire constituent les deux faces de la même pièce de monnaie.

Du fait de cette situation, nous restons modestement sous-pondérés sur les actions tout en conservant des expositions diversifiées au crédit, à la duration et aux liquidités. Pour ce qui concerne la duration, le souffle d'un accord commercial et la présentation des limites du recalibrage de la politique du FOMC suggère une poursuite de la pression haussière sur les rendements des bons du Trésor américain (U.S.), poussant dans la même direction que le récent rebond technique. Nous relevons cependant qu'au niveau actuel des rendements, les avantages de la duration pour le portefeuille paraissent plus attractifs qu'ils n'étaient il y a seulement quelques semaines. L'équilibre de ces forces suggère également un rôle pour le crédit comme source de *carry* dans l'hypothèse intermédiaire où la croissance résisterait tant bien que mal.

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

Michael Akinyele

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 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-090219 | 0903c02a826d77d6