

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Marchés internationaux et portefeuilles multi-actifs

25 juin 2018

AUTEUR



Benjamin Mandel
Stratégiste
Multi-Asset Solutions

SYNTHÈSE

- S'agissant de l'impact des différends commerciaux sur la croissance et l'inflation à court terme, l'importance relative des droits de douane et leur portée ont une influence déterminante. Les droits de douane de faible montant ou d'application limitée n'ont quasiment aucune conséquence sur les résultats macroéconomiques, tandis que des droits élevés ou généraux peuvent s'avérer très préjudiciables.
- La perception par les investisseurs du degré de probabilité de ces conséquences extrêmes continuera d'alimenter une volatilité accrue sur les marchés, sans pour autant affecter, à notre avis, la direction des résultats boursiers de cette année. Nous continuerons de guetter les signes d'éventuelles répercussions qui rendraient ces conséquences plus durablement négatives.
- Tout en conservant un positionnement directionnel pro-risque dans nos portefeuilles multi-actifs, nous nous efforçons de compenser les risques commerciaux à court terme en maintenant les États-Unis et les marchés émergents en tête de liste de nos marchés actions préférés. L'Europe est un dommage collatéral dans ces conflits et représente pour nous l'un des marchés les moins désirables. Sur les douze derniers mois, la duration a joué un rôle de couverture partielle face aux chocs commerciaux.

COMPRENDRE LE RISQUE D'ESCALADE DES CONFLITS COMMERCIAUX AVEC LES ÉTATS-UNIS

Les marchés ont réagi avec nervosité à l'escalade supplémentaire du conflit commercial entre la Chine et les États-Unis, à l'intention de la Chine de répondre aux droits américains par de nouvelles mesures de même nature, à l'ampleur accrue des droits américains et à la volonté affichée de la Chine de viser l'activité des entreprises américaines en Chine. Notre avis fondamental est que ce conflit, et le ton général de la politique commerciale des États-Unis, continueront d'influencer la volatilité, mais non la direction générale des résultats boursiers, sur les 12 à 18 mois à venir. Le risque qui pèse sur cet avis est que la réaction des marchés à une escalade supplémentaire soit plus profonde et plus durable. Nous évoquons dans ce bulletin les canaux par lesquels cela pourrait se produire.

Les droits de douane ont une influence limitée sur la macroéconomie... jusqu'à un certain point.

Du point de vue économique, l'effet des différends commerciaux sur la croissance et l'inflation à court terme est fortement non-linéaire par rapport au montant ou à l'ampleur des droits de douane. Lorsque les augmentations de droits sont faibles ou de portée limitée, les effets macroéconomiques sont généralement faibles. Par exemple, les États-Unis imposent déjà des taux de droits de douane à trois chiffres sur un ensemble de produits importés de Chine dans le cadre de lois anti-dumping conformes aux règles de l'Organisation mondiale du commerce (OMC), mais ces droits de douane ont eu des conséquences minimales sur les flux commerciaux et les prix d'importation dans leur ensemble.

Même si on y ajoute les 34 milliards de dollars d'exportations chinoises soumises aux droits annoncés début juin, plus les 16 milliards qui vont bientôt l'être et les 200 milliards menacés de droits de 10%, l'effet serait d'environ 25 points de base (pb) sur la croissance du PIB réel américain et de 20 pb sur l'inflation des prix à long terme. Ces effets proviennent du fait que des ressources devront être réallouées des importations chinoises vers d'autres sources, et que la variation correspondante des termes de l'échange représentera une légère perte de revenus réels pour les ménages. Ces effets ne sont pas nuls, mais pas non plus catastrophiques pour une économie dont la croissance est nettement supérieure à la tendance.

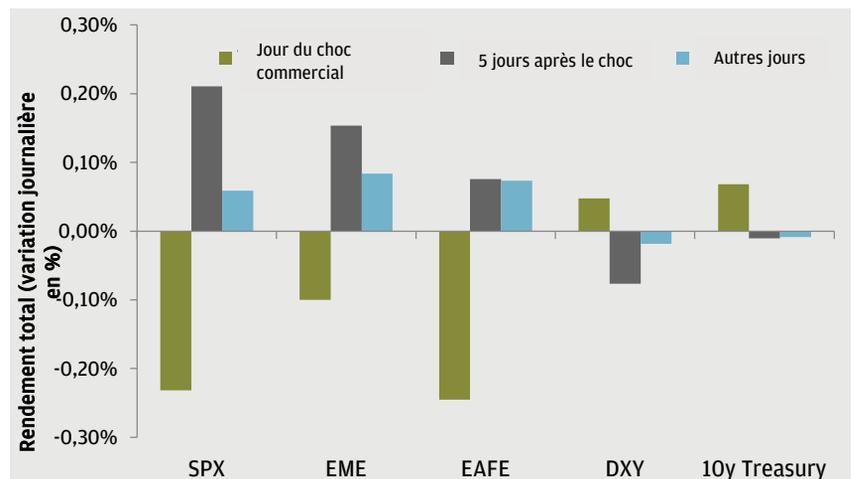
La non-linéarité se manifeste lorsque les barrières commerciales commencent à avoir un effet sur le sentiment économique ou l'organisation des chaînes d'approvisionnement, ou lorsque les effets distributifs des droits de douane deviennent systémiques.

- **Sentiment** : au-delà de l'impact direct des droits de douane, les différends commerciaux peuvent avoir des répercussions négatives sur la confiance des entreprises, amenant les grandes sociétés à ralentir leurs investissements ou leurs embauches en raison d'une incertitude accrue. La confiance des ménages peut également accuser le coup si les prix à la consommation augmentent. Pour le moment, en dehors de données anecdotiques ou limitées à certains secteurs, la confiance des entreprises et des consommateurs américains montre peu de signes manifestes d'une détérioration suite à la récente escalade des tensions commerciales.

- **Chaînes d'approvisionnement** : le mouvement de délocalisation de ces vingt dernières années signifie que la plupart des produits exportés de Chine comprennent des composants fabriqués par plusieurs entreprises et, très vraisemblablement, plusieurs pays. L'interaction entre la performance commerciale et celle des entreprises est donc plus complexe que celle reflétée par le niveau global des échanges commerciaux ou du chiffres d'affaires des entreprises cotées. Les implications de la délocalisation sont de deux ordres. D'une part, elle amplifie l'effet des droits de douane, qui se répercutent en cascade sur la structure de coût de multiples transactions transfrontalières. Elle signifie aussi qu'en cas de barrières commerciales suffisamment importantes, les entreprises réorganiseront leurs chaînes d'approvisionnement, ce qui génèrera des perturbations à court terme et entraînera l'abandon d'actifs en cours de route. Au vu de l'ampleur des droits de douane envisagés (à l'heure actuelle), nous ne prévoyons pas de perturbation majeure ou de réorganisation des chaînes d'approvisionnement. En revanche, ces perturbations pourraient se multiplier si des droits de douane entraient en vigueur dans l'automobile.
- **Effets distributifs** : la nature de la spécialisation économique d'un pays lorsqu'il s'ouvre au commerce international crée des gagnants (généralement associés aux industries exportatrices) et des perdants (dans les industries en concurrence à l'importation). La réduction des échanges commerciaux pénalise donc de manière disproportionnée les exportateurs et les consommateurs d'importations.

FIGURE 1: LES ANNONCES DE POLITIQUE COMMERCIALE DES ÉTATS-UNIS ONT PROVOQUÉ DE FORTES BAISSES SUIVIES DE FORTS REBONDS

Depuis le début de 2017, les actions ont baissé en moyenne de 20 pb les jours de l'annonce de mesures commerciales, pour gagner ensuite 10 à 15 pb sur les cinq séances suivantes. Les rendements des bons du Trésor et le dollar suivent eux-aussi ce cycle de baisse/remontée lors de ces épisodes. Ces mouvements reflètent le sentiment qu'une guerre commerciale en bonne et due forme n'est pas encore à l'ordre du jour, mais nous restons à l'affût des répercussions qui pourraient conférer un caractère plus durable aux conséquences économiques et boursières de la politique du commerce.



Source : Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions. Données en date de juin 2018. Informations fournies à titre purement indicatif.

En ce qui concerne les droits de douane américains envisagés, ce sont les exportateurs américains de produits agricoles et les consommateurs américains d'ordinateurs et de produits électroniques, de machines-outils et d'électroménager, ainsi que de différents produits fabriqués en Chine qui seront les plus durement touchés. Bien que les droits de douane pourraient avoir un effet potentiellement important sur ces secteurs, le soutien gouvernemental à l'agriculture américaine et la solidité du bilan des méga-capitalisations du secteur des technologies laissent à penser que les effets de contagion et les risques systémiques seront limités.

Risques à court terme et résolution à moyen terme

Compte-tenu de l'état actuel des différends commerciaux des États-Unis avec la Chine, l'Europe et les signataires de l'ALENA, il est probable que nous resterons pendant encore un moment dans un contexte d'incertitude accrue en matière de politique commerciale. Il ne s'agit pas seulement de l'escalade des tensions avec la Chine ou du fait que les États-Unis invoquent la sécurité nationale dans les droits de douane sur l'acier et l'aluminium appliqués en début de mois au titre de la section 232, mais également de l'incertitude liée à l'impasse des négociations sur l'ALENA et aux audiences au titre de la section 232 sur les importations automobiles en juillet.

Au-delà du rapport de force immédiat, notre scénario de base reste celui de solutions négociées pour les différends concernant la Chine et l'ALENA, soutenues par l'économie politique des effets distributifs du commerce, les problèmes de chaîne d'approvisionnement et le risque crédible de mesures de représailles. Les premières concessions des représentants officiels chinois lors de réunions avec le secrétaire d'État américain au Trésor Steven Mnuchin sont conformes à l'idée que les deux pays ont des centres d'intérêt communs en jeu. Si l'on revient sur les différends commerciaux des États-Unis avec le Japon et l'Allemagne dans les années 80, l'accord du Plaza (qui prévoyait des interventions sur les marchés de devises pour affaiblir le dollar américain), les restrictions commerciales modérées sur les importations japonaises et l'ouverture accrue des marchés aux exportations américains ont permis d'aboutir à un dénouement plus ou moins amiable. Une exception à cette perspective positive, tout au moins à court terme, est le cas de l'Europe. Il lui manque un cadre général de négociation avec les États-Unis (comme l'ALENA ou les négociations sur la propriété intellectuelle) et elle pourrait bien finir par subir les droits de douane de la section 232 sur l'acier et les automobiles jusqu'à ce que ces différends soient réglés par l'OMC.

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

En raison de l'effet non linéaire des droits de douane, les poussées récentes de volatilité des marchés au commerce peuvent s'interpréter comme une prise en compte du risque de conséquences extrêmes, sans pour autant les anticiper complètement. Cette interprétation repose sur le fait que les marchés ont rebondi relativement rapidement après chaque épisode de politique commerciale. Selon nos estimations, un effet d'annonce « typique » de ces dix-huit derniers mois a entraîné une chute de 20 pb du rendement total du S&P 500 le jour de l'annonce, suivie d'une remontée d'une dizaine de points de base sur les cinq séances de cotation suivantes (figure 1). Comme on pouvait s'y attendre, les effets ont été plus prononcés sur les marchés européens et asiatiques, qui sont plus exposés au commerce, que sur le marché américain relativement fermé. Le fait que les actifs américains se comportent généralement mieux dans les situations d'aversion au risque a probablement contribué à ces cycles de reprise.

Malgré leur impact négatif sur les actions sur le moment, les titres liés au commerce ont également apporté un soutien temporaire au dollar, ce qui crée une situation difficile pour les actifs des marchés émergents et a fait monter les points morts d'inflation. Tout en conservant un positionnement directionnel pro-risque dans nos portefeuilles multi-actifs, nous nous efforçons de compenser les risques à court terme en maintenant les États-Unis et les marchés émergents en tête de liste de nos marchés actions préférés. Ce faisant, nous sommes conscients de la volatilité disproportionnellement accrue des actions émergentes en réponse aux différends commerciaux. En termes de construction de portefeuille, la durée joue le rôle de couverture partielle face aux chocs commerciaux, la corrélation entre actions et obligations ayant été légèrement plus négative pendant les récentes poussées de risques commerciaux.

L'équipe Global Multi Asset Group de J.P. Morgan Asset Management :

John Bilton

*Responsable de la Stratégie
Londres*

Thushka Maharaj

*Stratégiste
Londres*

Michael Hood

*Stratégiste
New York*

Jonathan Lowe

*Stratégiste
Hong Kong*

Michael Albrecht

*Stratégiste
New York*

Patrik Schowitz

*Stratégiste, Éditeur
Londres*

Mark Richards

*Stratégiste
Londres*

Timothy Lintern

*Stratégiste
Londres*

Benjamin Mandel

*Stratégiste
New York*

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 2018 JPMorgan Chase & Co. All rights reserved