

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Evolution des marchés mondiaux et portefeuilles multi-actifs

9 juillet 2018

AUTEUR



Diego Gilsanz
Stratégiste
Multi-Asset Solutions

SYNTHESE

- C'est un environnement difficile qu'ont affronté les investisseurs au second trimestre, avec une performance totale de l'indice MSCI All Country World en hausse d'à peine 0,3 %. Le robuste contexte économique mondial et l'accélération de la croissance des bénéfices aux États-Unis ont été neutralisés par l'escalade des tensions commerciales.
- Parmi les marchés d'actions, les États-Unis ont fait la course en tête, en particulier leurs petites capitalisations orientées vers leur marché domestique. Les marchés émergents ont souffert, pénalisés par la hausse du dollar, la progression des rendements des bons du Trésor américain et l'inflexion du sentiment général des investisseurs.
- Les rendements aux États-Unis ont progressé dans le sillage d'une Réserve fédérale faisant preuve de détermination avec une hausse de son taux directeur et un relèvement de ses anticipations de resserrement de sa politique monétaire. Le Bund a progressé dans un contexte de statistiques légèrement décevantes, d'inquiétudes suscitées par le populisme et du caractère accommodant de la réunion de la BCE.
- Nous sommes modérément favorables au risque. Notre vision positive de la croissance mondiale à court terme est cependant tempérée par les inquiétudes suscitées par les répercussions négatives sur la confiance des entreprises que pourrait générer l'accroissement de l'incertitude commerciale. Pour ce qui concerne les actions, nous avons une préférence pour les États-Unis et réduisons notre position sur les marchés émergents.

EVOLUTION DU T2

Nous examinons les tendances à l'oeuvre sur les marchés et les économies au cours du T2 2018, étudions ce qu'elles induisent pour nos portefeuilles multi-actifs et présentons une mise à jour de notre positionnement.

La performance des principaux marchés d'actifs au cours du second trimestre s'est légèrement améliorée par rapport aux résultats peu brillants du premier trimestre mais, dans l'ensemble, le premier semestre 2018 s'est avéré être un environnement plus difficile pour les investisseurs que 2017. L'indice MSCI All Country World a terminé le trimestre sur une hausse d'à peine 0,3 % en performance absolue, le robuste contexte économique et l'accélération de la croissance des bénéfices ayant été compensés par l'escalade des tensions commerciales et les inquiétudes suscitées par le populisme européen. Les principaux marchés d'actions ont réalisé des performances variées, reflétant probablement la divergence entre les impulsions de croissance à court terme selon les régions et le fait que le protectionnisme commercial génère clairement des gagnants et des perdants (**graphique 1**). Les produits obligataires ont continué à être pénalisés par une Réserve fédérale (Fed) déterminée et une hausse des rendements des bons du Trésor américain.

Tout au long du trimestre, les investisseurs se sont focalisés sur la possibilité d'une montée en régime du protectionnisme, en sopesant son impact potentiel sur la croissance mondiale.

Les droits de douane américains (U.S.) sur les importations d'acier sont entrés en vigueur en juin, poussant le Canada et l'Europe à annoncer des mesures de rétorsion. Des droits de douane portant sur 34 milliards \$ d'importations chinoises, jugées sujettes à des prix de la propriété intellectuelle déloyaux, ont été mis en place le 6 juillet, avec potentiellement 200 milliards \$ supplémentaires à venir.

En réponse, la Chine a mis en place ses propres droits de douane d'une ampleur similaire. Enfin, les négociations sur le NAFTA ont calé, le Président Trump déclarant qu'il projette de retarder la signature d'un accord au delà des élections de mi-mandat du Congrès aux États-Unis en novembre. La succession de nouvelles concernant le commerce international a découragé l'appétit des investisseurs au cours du trimestre.

Les économies régionales ne sont plus en harmonie mais restent solides dans leur ensemble

Les statistiques économiques ont cependant continué à montrer que l'économie mondiale a progressé à un rythme solide avec peu de signes d'impact sur la croissance des récentes tensions commerciales. La croissance mondiale au premier trimestre a ralenti par rapport à son rythme soutenu de la fin de l'année mais moins qu'on aurait pu le craindre. La croissance du PIB des États-Unis au T1 a fini par atteindre 2 % en variation trimestrielle exprimée en taux annualisé corrigé des variations saisonnières (en variation trimestrielle, saar), chiffre proche de la croissance tendancielle, et malgré un ralentissement marqué de la consommation.

Si l'on se tourne vers l'avenir, les perspectives pour la croissance mondiale à court terme semblent solides globalement mais de plus en plus différenciées en fonction du facteur géographique - rupture notable par rapport au scénario synchronisé de 2017.

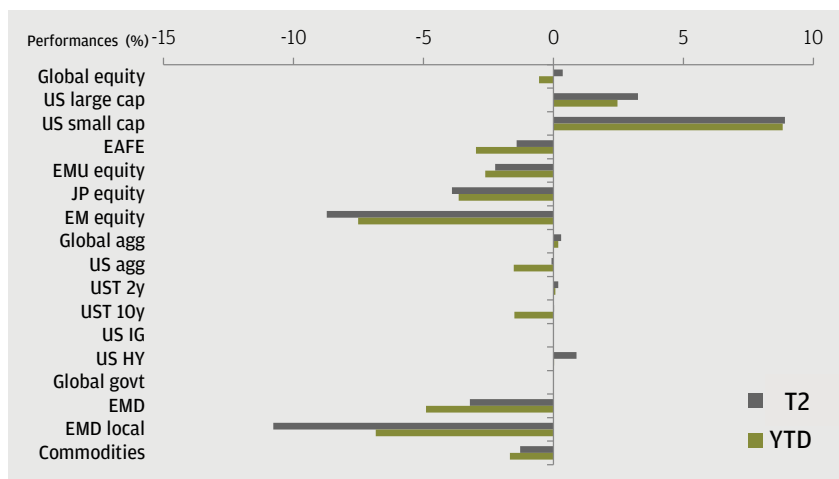
L'économie américaine (U.S.) occupe le premier rang. La croissance de la consommation semble avoir rebondi après l'accès de faiblesse du premier trimestre, provoquant un sursaut attendu de la croissance du PIB au second trimestre. Nous prévoyons un ralentissement progressif du rythme de la croissance du PIB, le stimulus budgétaire rejoignant la croissance tendancielle fin 2019.

Après son piétinement constaté au premier trimestre (- 0,6 % en variation trimestrielle saar), l'économie japonaise semble avoir rebondi au second trimestre avec des progressions largement se diffusant largement dans la consommation, l'investissement des entreprises et la balance commerciale. Les perspectives pour la zone euro semblent encore satisfaisantes mais moins certaines. Les enquêtes sur la confiance des entreprises - un indicateur fiable dans cette région - ont continué à se modérer et les données préliminaires concernant l'industrie et la consommation ont été sans relief. La croissance chinoise a ralenti, avec une faiblesse surprenante de la consommation et de l'investissement. La politique monétaire a été assouplie en réponse et la croissance devrait se stabiliser à court terme.

La menace pré-éminente pesant sur notre vision positive de l'économie mondiale reste une éventuelle contamination de la confiance des entreprises par la rhétorique commerciale, susceptible de provoquer un ralentissement des recrutements et des dépenses d'investissement prévus.

GRAPHIQUE 1 : EN USD, LES U.S.A. ONT ÉTÉ LE SEUL MARCHÉ À PERFORMER AU T2

Dans un contexte d'inquiétudes sur la montée du protectionnisme commercial, les marchés d'actions des États-Unis se sont distingués comme seuls facteurs de performance du second trimestre, exprimés en dollar. Les autres classes d'actifs ont été pénalisées par le raffermissement du dollar, et/ou la hausse des rendements des bons du Trésor américain. Les classes d'actifs émergents, fortement négativement corrélées au dollar et aux taux d'intérêts U.S., ont fait état de performances fortement négatives. Le segment du *high yield* U.S. a délivré des progressions modestes, alors que les obligations souveraines mondiales ont dégagé une performance positive



Source : Bloomberg ; données au 5 juillet 2018. A titre purement indicatif.

C'est la raison pour laquelle nous scrutons attentivement les enquêtes sur la confiance des entreprises, qui continuent à faire état jusqu'à présent d'un niveau élevé. Le scénario relativement positif pour la croissance a maintenu une pression haussière sur les rendements obligataires américains (U.S.) au second trimestre. Le rendement du bon du Trésor américain (U.S.) à 10 ans a progressé de 12 points de base (pb) à 2,86 %, pendant que la courbe a continué à s'aplatir nettement - le rendement à deux ans a progressé de 26 pb, alors que le 30 ans restait pour l'essentiel inchangé. La fermeté de la Fed a soutenu le mouvement de hausse des taux à deux ans. Faisant preuve d'une faible sensibilité à la rhétorique commerciale et à la volatilité de marché qui lui est associée, la Fed a relevé lors de sa réunion de juin les fonds fédéraux pour la septième fois au cours de ce cycle, à 1,75 % - 2,00 %, tout en relevant ses prévisions pour les taux directeurs en fin d'année 2018 et 2019 de 25 pb à respectivement 2,375 % (deux hausses supplémentaires) et 3,125 % (trois hausses en 2019).

Les bunds allemands ont nettement repris des couleurs, en abandonnant près de 20 pb à 0,30 %. Les publications de statistiques peu brillantes y ont contribué, de même que la Banque centrale européenne (BCE) avec une surprise de nature accommodante lors de sa réunion du juin. Tout en annonçant que la réduction progressive de son programme d'assouplissement quantitatif commencerait en septembre (pour s'achever probablement en fin d'année), la BCE a déclaré que les taux d'intérêt resteront inchangés jusqu'à l'été 2019, plus tard que prévu par les analystes. De plus, les inquiétudes de nature politique dans la région, particulièrement en Italie et en Allemagne, ont contribué à maintenir la demande pour les Bunds tout au long du trimestre. Le rendement japonais à 10 ans est resté inchangé au cours du trimestre, la Banque du Japon (BoJ) restant fermement sur ses positions.

Les marchés du crédit ont été pénalisés par la hausse des rendements. Les obligations américaines (U.S.) de catégorie *investment grade* ont enregistré une faible performance pour le second trimestre consécutif, en reculant de 1,0 %. La duration relativement élevée de l'indice n'a pas aidé mais l'offre non plus qui est restée forte dans un contexte d'activité M&A accrue cette année. Le crédit *high yield* a performé nettement mieux, en hausse de 1,0 %, les émissions étant restées faibles et les entreprises du secteur de l'énergie (qui représentent une part importante de l'indice) ont bénéficié de la hausse des prix du pétrole.

Des marchés d'actions éprouvés par les commentaires sur la guerre commerciale et par la force du dollar

Les actions internationales dans leur ensemble ont stagné, les marchés développés ayant enregistré des performances correctes alors que les marchés émergents ont été pénalisés par les tensions commerciales.

Les marchés d'actions U.S. ont surperformé, entraînés par les petites capitalisations concentrées sur leur marché intérieur, moins sensibles aux risques de guerre commerciale. L'indice S&P 500 a progressé de 3,4 %, évolution qui reflète une croissance des bénéfices supérieure à 17 % en variation annuelle. Ailleurs, ce sont des considérations de change qui ont expliqué l'essentiel des écarts constatés. En termes pondérés par le commerce extérieur, le dollar U.S. a progressé de près de 5 %, favorisé par la hausse des taux des bons du Trésor américain, une solide croissance à court terme et un statut de valeur refuge dans un climat d'incertitude commerciale. Le Canada et le Royaume-Uni ont été les facteurs de surperformance, avec une hausse respective de 6,8 % et 9,5 %, grâce aux deux facteurs porteurs que sont l'affaiblissement des devises et leur exposition à la hausse des prix du pétrole - ces deux marchés d'actions présentant d'importantes concentrations en sociétés du secteur de l'énergie. Les actions européennes ont progressé de 3,4 % en devise locale mais cette performance s'est expliquée par un affaiblissement de l'euro (en recul de 5 % contre l'USD). Les actions émergentes ont chuté de 7,8 %. Les devises émergentes ont été durement frappées (l'indice des devises MSCI EM a reculé de 6 %) et, du fait que les actions émergentes sont accessibles en dollar, la mauvaise performance de leur devise se répercute directement sur leur propre performance.

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

Nous conservons une orientation actions/obligations positive dans nos portefeuilles mais anticipons des risques de baisse accrus pour notre scénario de base. Nous maintenons une vision optimiste sur la croissance mondiale à court terme et prévoyons encore un impact direct limité des droits de douane projetés sur la croissance économique. Nous sommes cependant inquiets du fait que la persistance et la fréquence élevée des nouvelles négatives concernant le commerce mondial pourraient pénaliser la confiance des entreprises, provoquant en définitive un ralentissement économique plus significatif. Au sein de notre positionnement actions, nous privilégions les Etats-Unis qui présentent une composition sectorielle plus défensive et réduisons notre position sur les marchés émergents, très dépendants du commerce mondial et du dollar. Les actions européennes restent sous-pondérées, avec l'imminence de droits de douane sur l'industrie automobile qui pénaliseraient de façon disproportionnée l'Eurostoxx 50. Nous sommes neutres sur la duration dans son ensemble mais, parmi les obligations souveraines, nous avons une préférence pour les bons du Trésor américain (U.S.). Nous demeurons neutres sur le crédit, préférant le segment *high yield* à celui de l'*investment grade*.

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 Schöwitz***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