

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Les marchés internationaux et le positionnement des portefeuilles en août

10 septembre 2018

AUTEUR



Diego Gilsanz
Stratégiste
Multi-Asset Solutions

SYNTHÈSE

- Les marchés actions internationaux ont produit un rendement satisfaisant de 0,8% en août, soutenus par les États-Unis. Hors États-Unis, les actions internationales sont en baisse de 2,3%, tirées vers le bas par les marchés émergents.
- Les négociations de l'ALENA ont progressé, mais l'administration américaine a mis en œuvre une seconde vague de droits de douane sur les importations chinoises et semble déterminée à en appliquer une troisième. Les investisseurs en quête de valeurs refuges ont poussé les obligations souveraines à la hausse sur l'ensemble des marchés développés.
- Les chiffres économiques des marchés développés sont globalement solides, avec des surprises favorables concernant l'activité économique aux États-Unis. Sur les marchés émergents, les déboires monétaires de l'Argentine et de la Turquie ont été le principal fait marquant.
- Nous conservons un positionnement pro-risque dans nos portefeuilles, avec une surpondération des actifs américains que nous sommes cependant en train d'atténuer. Nous avons pris une position légèrement plus positive sur la durée.

LE POINT SUR LE MOIS D'AOÛT

Nous revenons sur les tendances des marchés et des économies en août 2018 pour analyser leurs répercussions sur nos portefeuilles multi-actifs et présenter un positionnement actualisé.

Les bons rendements américains se sont maintenus en août, ce qui a permis aux principaux marchés risqués d'afficher une performance positive. Ailleurs, les marchés sont en baisse sur le mois. L'indice MSCI All-Country World a terminé le mois en hausse de 0,8%, mais si l'on exclut les rendements américains, il est en baisse de 2,3% sur le mois. Les indicateurs mondiaux de la croissance sont généralement robustes, soutenus par les économies développées et notamment les États-Unis. Les marchés émergents ont été plus moroses. L'activité chinoise a continué à se ralentir tandis que les déboires monétaires de l'Argentine et de la Turquie ont contribué à durcir encore plus les conditions financières pour les économies émergentes.

La possibilité d'une escalade supplémentaire des mesures commerciales protectionnistes reste le principal risque susceptible de remettre en cause nos prévisions macro-économiques favorables et notre biais pro-risque. Les négociations de l'ALENA ont progressé en août, l'accord entre les représentants officiels du Mexique et des États-Unis ayant été accueilli avec soulagement. La bataille n'est toutefois pas terminée sur les autres fronts de la guerre commerciale. Les États-Unis et le Canada ont besoin de parvenir à une entente pour finaliser les négociations de l'ALENA et les négociations américano-européennes se poursuivent, sur la question notamment des importations automobiles.

Surtout, l'administration américaine ne montre aucun signe de fléchissement face à la Chine. Une seconde vague de droits de douane a été mise en place sur

16 milliards de dollars d'importations chinoises, tandis que le président Donald Trump menaçait de porter les droits à 25% (au lieu de 10%) sur une troisième série de lignes tarifaires correspondant à 200 milliards de dollars d'importations chinoises. La détermination avec laquelle ces droits ont été imposés sur les produits chinois a surpris et nous nous attendons à un impact sensible sur l'économie américaine en cas d'application d'une troisième vague de hausse. Les mesures commerciales adoptées jusqu'à présent ne devraient avoir qu'un impact modéré sur les économies concernées, mais nous avons le sentiment que le risque de mesures supplémentaires ayant des conséquences plus graves a augmenté pendant le mois.

La croissance américaine domine tandis que les vulnérabilités des marchés émergents se font sentir

Bien qu'il soit encore trop tôt pour évaluer l'impact des mesures commerciales sur l'activité, la croissance mondiale semble bien orientée à court terme. Si la confiance des entreprises s'est modérée à l'échelon international, les enquêtes font toujours ressortir des niveaux solides. L'économie américaine semble maintenir sa dynamique de croissance avec un taux de croissance annualisé du PIB de 4,2% au second trimestre et les indicateurs de la consommation et de l'investissement se sont avérés supérieurs aux prévisions en juillet. Les autres chiffres laissent à penser que le cycle américain déjà prolongé pourrait encore se poursuivre à moyen terme .

La productivité affiche son rythme de croissance trimestriel le plus élevé de ces trois dernières années sur le second trimestre et le taux

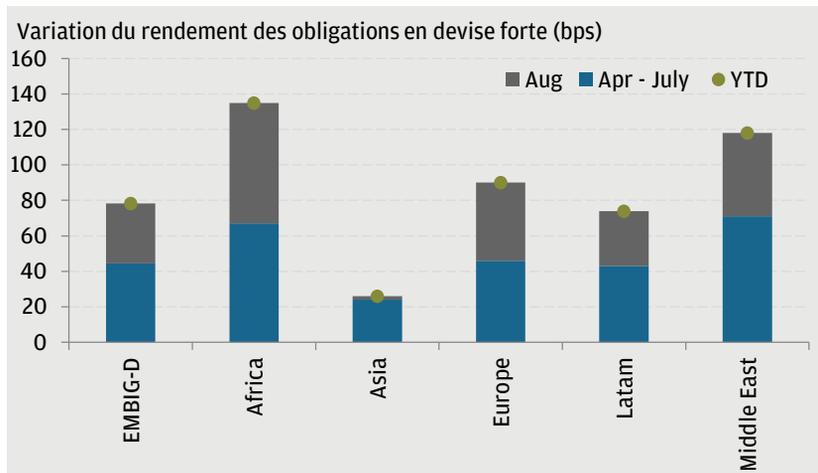
d'épargne a été nettement révisé à la hausse, montrant peu de signes de détérioration sur le cycle actuel, ce qui laisse à penser que les ménages pourraient résister à un choc négatif sur leurs revenus. De plus, le cycle du crédit, qui se resserre traditionnellement bien avant une récession, ne s'est pas encore retourné. L'enquête de la Réserve fédérale auprès des responsables de crédit montre que les banques américaines ont abaissé leurs normes de prêt au cours du trimestre écoulé.

Ce solide contexte macro-économique a permis aux actifs américains de maintenir leur surperformance, prolongeant une tenance qui date maintenant d'un an. Le S&P 500 (+3,3%) et le Russell 2000 (+4,3%) ont été les deux marchés actions les plus performants de notre univers d'investissement en août. Le marché américain du crédit affiche lui-aussi des rendements satisfaisants. La baisse des rendements des bons du Trésor a permis aux titres *investment grade* d'afficher un rendement de 0,5% malgré un léger resserrement des spreads. Les titres *high yield* ont gagné 0,7% grâce à la dynamique de croissance et à un été calme en matière d'émissions.

En dehors des États-Unis, les bons chiffres économique n'ont pas eu le même effet sur les actions des principaux marchés développés. Les indicateurs de confiance des entreprises européennes se sont améliorés en août, le marché de l'emploi continue de se resserrer et le crédit affiche toujours une croissance solide, autant de facteurs susceptibles d'annoncer une accélération de la croissance par rapport à son rythme tendanciel du premier semestre.

FIGURE 1 : LES CONDITIONS FINANCIÈRES SE SONT DURCIÉS SUR LES MARCHÉS ÉMERGENTS

Pendant la majeure partie de l'année en cours, les rendements obligataires ont augmenté sur l'ensemble des marchés émergents alors que les risques de guerre commerciale faisaient régulièrement la une. L'Argentine et la Turquie ont exacerbé l'inquiétude des investisseurs avec des annonces politiques peu crédibles, ce qui a provoqué un nouveau mouvement de baisse sur l'ensemble des marchés obligataires émergents. La dette asiatique a toutefois mieux résisté à ce changement de sentiment. Les injections de liquidité et les mesures de relance monétaire en Chine ont permis de contenir les rendements des obligations d'entreprises et des obligations souveraines.



Source : Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions. Données au 6 septembre 2018.

L'Euro Stoxx 50 a pourtant baissé de 3,7% en août. Les valeurs financières continuent de peser sur l'indice en raison de la baisse du rendement des *bunds* allemands et des inquiétudes concernant l'économie turque (les banques européennes sont les principales détentrices de la dette extérieure turque). Au Japon, le PIB affiche une solide croissance de 1,9% en base annuelle pour le second trimestre. Malgré un relâchement des indicateurs économiques en juillet à cause de la météo, les tendances sous-jacentes de l'économie japonaise apparaissent solides. Le Topix a pourtant terminé le mois en baisse de 1,0%.

Les perspectives des marchés émergents dans leur ensemble se sont légèrement dégradées pendant le mois en raison de la perte d'appétence des investisseurs pour le risque, ce qui a resserré les conditions financières sur plusieurs marchés (figure 1). Les risques liés à la guerre commerciale et la vigueur du dollar américain ont pesé sur le sentiment des investisseurs tout au long du mois, mais en août, la situation de l'Argentine et de la Turquie (deux économies avec d'importants déficits de leur balance courante et des cadres politiques discutables) a accentué la sous-performance des marchés émergents. La livre turque s'est dépréciée de 33% en août tandis que le président Recep Tayyip Erdogan appelait à une guerre économique contre les États-Unis et que les investisseurs abandonnaient l'espoir que la forte inflation et le déficit extérieur du pays puissent être corrigés par un resserrement monétaire ou des réformes économiques. En Argentine, la monnaie s'est elle aussi fortement dépréciée et les marchés ont mal réagi lorsque le FMI n'a pas confirmé le déblocage anticipé des fonds d'emprunt alors que le gouvernement argentin affirmait que les décaissements seraient accélérés par de nouvelles mesures d'austérité budgétaire.

L'actualité des marchés émergents n'a pas été entièrement défavorable. La croissance chinoise a été un peu plus forte que prévu en juillet et les mesures de relance budgétaire et monétaire annoncées récemment devraient lui permettre de se stabiliser jusqu'à la fin de l'année. Le mois d'août a également été marqué par les premiers signes d'une reprise de l'activité commerciale et industrielle des pays émergents de l'Est asiatique grâce aux smartphones, qui devrait soutenir les économies de la région au troisième trimestre. Globalement, le mois d'août a quand même été un mois difficile pour les actifs des marchés émergents, les actions de l'indice MSCI EM reculant de 2,7%. La dette souveraine en devise forte, telle que représentée par l'indice JP Morgan EMBIG - Diversified, a perdu 1,7%.

Remontée des rendements obligataires

Les obligations souveraines des marchés développés ont rebondi pendant le mois. Le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans a perdu 10 points de base (pb) à 2,86%, restant pour le sixième mois de suite dans une fourchette de fluctuation de 30 bps. Cette relative stabilité s'explique en partie par celle des prévisions monétaires de la Réserve fédérale américaine (Fed). Le compte-rendu de la réunion d'août du Federal Open Market Committee (FOMC) et le discours du président Jerome Powell au symposium annuel de Jackson Hole (Wyoming) sont restés fidèles aux messages récents de la Fed, indiquant dans les deux cas que les turbulences actuelles des marchés émergents et les risques liés aux conflits commerciaux ne justifiaient pas, pour le moment, que le FOMC abandonne sa trajectoire actuelle de hausse des taux lors d'une réunion sur deux.

Les *bunds* se sont joints au mouvement de hausse général, avec une baisse de 12 bps de leurs rendements en l'absence d'annonce significative de la Banque centrale européenne alors que le chiffre « flash » de l'inflation allemande décevait légèrement pour le mois d'août. Le rendement des obligations à 10 ans de l'État japonais a gagné 4 pb sur le mois, poursuivant sa remontée graduelle après l'ajustement à la hausse du taux d'ancrage de la Banque du Japon.

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

Nous conservons une préférence pour les actifs à risque dans nos portefeuilles, qui repose sur le postulat sous-jacent que la croissance mondiale restera supérieure à la tendance pendant encore plusieurs trimestres, même si notre avis est plus modéré au vu de l'évolution actuelle des discussions commerciales. La surpondération des actions américaines reste un élément clé de notre positionnement : nous anticipons une solide croissance des résultats soutenue par le dynamisme attendu de l'économie américaine. Nous conservons une sous-pondération des actions européennes, malgré notre avis positif sur l'économie de la région. Les actions européennes restent pénalisées par un ensemble de risques latents, parmi lesquels le budget italien, les encours de dette turque au bilan des grandes banques et la menace de droits de douane dans l'automobile. Nous avons pris une position légèrement plus positive sur la duration et conservons une préférence pour les bons du Trésor à rendement plus élevé. Nous sommes globalement neutres sur le crédit, avec une légère préférence pour les obligations américaines à rendement élevé.

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*

Mark Richards

*Stratégiste
Londres*

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

PI-AA-MONTHLY-091018 | 0903c02a8219f62b