

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Marchés internationaux et portefeuilles multi-actifs

17 septembre 2018

AUTEUR



Mark Richards
Stratégiste
Multi-Asset Solutions

SYNTHÈSE

- À l'approche des conférences des partis britanniques et au vu des divisions croissantes au sein des grands partis du pays, nous faisons le point sur les perspectives de l'économie britannique et de ses principales classes d'actifs.
- Les répercussions du Brexit pèsent déjà sur le potentiel de croissance du Royaume-Uni, en raison de la baisse de l'immigration et du ralentissement de la croissance des investissements, mais le marché de l'emploi apparaît robuste et la dynamique de croissance du PIB s'améliore.
- La situation financière des consommateurs apparaît toutefois fragile et le faible taux d'épargne des ménages pourrait être source de vulnérabilité économique en cas de choc.
- Notre scénario de référence, avec un faible niveau de conviction, est celui d'un Brexit « doux », mais cette résolution ne se fera pas sans mal, la livre sterling risquant d'être la principale victime. Nous sommes neutres sur la livre et les *gilts*. Les actions britanniques mériteraient d'être plus largement détenues, offrant des valorisations et une composition sectorielle intéressantes, mais leur forte corrélation négative avec la livre nous empêche de prendre une position positive.

LA PERSISTANCE DU RISQUE POLITIQUE PÈSE SUR LES ACTIFS BRITANNIQUES

Le contexte politique a rarement été aussi orageux à l'approche des rassemblements annuels des partis politiques britanniques qui auront lieu ce mois-ci. Chacun des grands partis du pays organise plusieurs journées de discours et de débats qui définiront les priorités politiques de l'année à venir. La question controversée de la manière dont le Royaume-Uni quittera l'Union européenne est de très loin le principal sujet de discussion, mais les tensions sont également exacerbées par les rumeurs de mécontentement de certains membres du parti conservateur à l'égard du premier ministre Theresa May, tandis que la réticence du parti travailliste à adopter la définition de l'antisémitisme défendue par l'*International Holocaust Remembrance Alliance* (IHRA) suscite un malaise croissant chez ses membres.

L'incertitude politique et les hauts et les bas des négociations sur le Brexit entravent l'analyse classique de la situation économique et ajoutent une prime de risque significative aux actifs britanniques. Le point de départ de toute analyse doit malgré tout être le cycle économique et l'existence d'éventuels déséquilibres économiques.

Au sein des économies de marché développées, le Royaume-Uni est confronté à un ensemble particulier d'incertitudes à long terme et à court terme. La combinaison d'un taux de chômage historiquement bas et d'un faible taux d'épargne positionne le pays en fin de cycle avec une forte vulnérabilité aux chocs.

La situation financière des ménages est un sujet particulier d'inquiétude : la baisse du ratio endettement/revenu disponible représente à peine la moitié de celle observée aux États-Unis depuis le sommet d'avant la crise (baisse de 17 points de pourcentage à 139% au Royaume-Uni contre une baisse de 31 points à 106% aux États-Unis) et le ratio reste largement supérieur au niveau américain (figure 1). Les conditions de l'offre se sont affaiblies, l'immigration en provenance de l'UE s'étant réduite depuis le référendum tandis que les dépenses d'investissement n'affichent pas le rebond observé dans d'autres économies développées. Les indicateurs cycliques font preuve d'une certaine résilience. Les indicateurs clés se maintiennent (mais restent en-deçà des autres marchés développés), la mesure mensuelle du PIB britannique récemment mise en place fait ressortir un rebond en juillet et l'inflation est proche de l'objectif de la Banque d'Angleterre. Cet ensemble de circonstances constitue un défi délicat pour cette dernière. Alors que les considérations purement cycliques justifieraient un resserrement monétaire continu, l'économie se prépare à sauter dans l'inconnu et les estimations de la croissance potentielle sont en légère baisse. La sensibilité de la monnaie à l'inflation, et par extension, à l'issue du Brexit, complique encore plus le travail de la Banque d'Angleterre. Nous estimons qu'il lui sera difficile de relever ses taux de plus de 25 points de base (PB) sur les douze prochains mois.

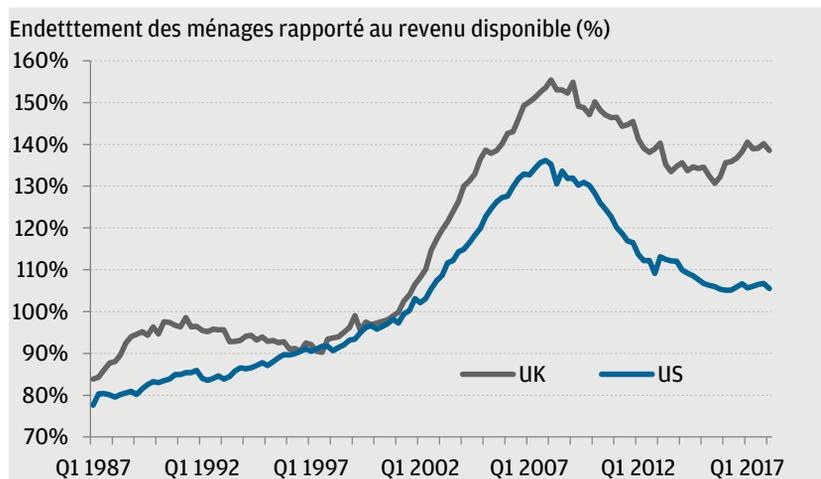
LES CLASSES D'ACTIFS BRITANNIQUES

L'effondrement de la livre après le référendum faisait suite à une période d'appréciation et sa valeur globale s'est stabilisée à un niveau guère éloigné de celui de l'après-crise. Bien que les cours actuels soient inférieurs aux estimations de sa juste valeur fondées sur la parité de pouvoir d'achat (PPA), les chiffres macro-économiques ne font pas ressortir d'effet stimulant particulier en termes de compétitivité. Les exportations ont par exemple été relativement faibles et ont récemment sous-performé les importations de la zone euro. Nous sommes conscients que l'éventualité d'un Brexit « doux » s'accompagne de risques importants à la hausse et notons que le marché est positionné à la vente, mais cela ne suffit pas à justifier un avis positif. Le chemin vers notre scénario de base à faible conviction d'un Brexit doux reste très incertain et nécessitera probablement quelques acrobaties politiques de la part du gouvernement britannique et de l'UE pour parvenir à un compromis – ce qui s'accompagne de risques considérables à la baisse si les marchés intègrent la probabilité accrue d'une absence d'accord.

De la même manière, la corrélation fortement négative entre la performance relative des actions britanniques et la livre sterling réduit la conviction qu'un avis quelconque sur le FTSE 100 puisse se réaliser uniquement sur la base des fondamentaux. 23% seulement des revenus du FTSE 100 proviennent du Royaume-Uni, ce qui en fait de loin le marché boursier le moins tributaire du marché intérieur au sein des pays développés.

FIGURE 1 : LE RATIO D'ENDETTEMENT DES MÉNAGES BRITANNIQUES RESTE ÉLEVÉ

Le ratio de l'endettement des ménages britanniques par rapport à leur revenu disponible a baissé par rapport à son point haut d'avant la crise, mais cette réduction de l'endettement des ménages est beaucoup plus limitée que celle observée aux États-Unis. L'endettement des ménages britanniques est ainsi supérieur à celui des ménages américains à la veille de la crise financière. Les répercussions de l'incertitude liée au Brexit, la faiblesse des bilans, la marge de capacité limitée et l'affaiblissement de la croissance potentielle compliquent les perspectives de politique monétaire.



Source : Thomson Reuters Datastream, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions. Données au 12 septembre 2018.

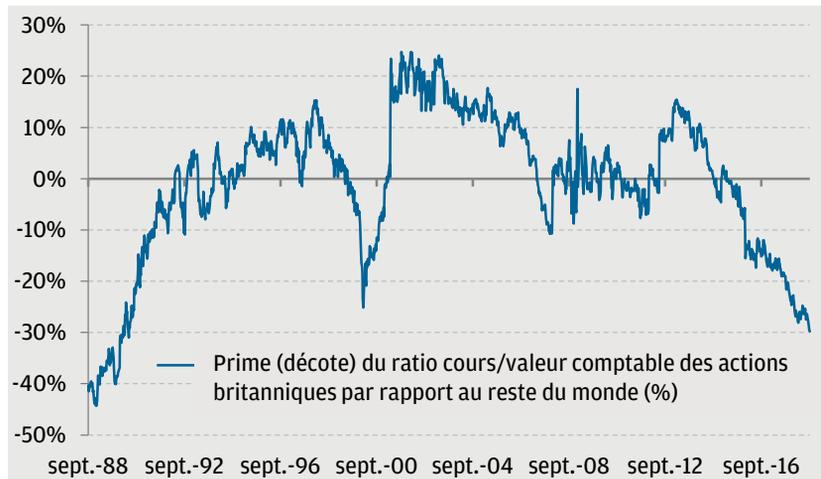
Bien qu'il existe des signes d'un affaiblissement de cette corrélation entre la monnaie et les actions sur les dernières semaines (qui s'explique à notre avis surtout par la surperformance significative des actions américaines plutôt que par des facteurs propres au Royaume-Uni), nous nous attendons à ce que la corrélation négative habituelle reprenne ses droits dans les prochains mois. Monnaie mise à part, le marché britannique apparaît bon marché : à 4,4%, le rendement des dividendes est attrayant par rapport aux autres marchés internationaux. Le ratio cours/bénéfice prévisionnel à 12 mois est de 13%, ce qui est inférieur aux actions internationales (décote la plus forte de ces six dernières années). Le ratio cours/valeur comptable affiche une décote de 30%, la plus importante de ces trente dernières années (figure 2). Ces valorisations sont conformes aux données de positionnement, qui font ressortir un consensus de sous-pondération sur le Royaume-Uni. L'exposition du marché britannique aux secteurs défensifs et à l'énergie présente un certain attrait en tant que protection contre le risque de ralentissement de la croissance mondiale et de reprise de l'inflation en fin de cycle, mais cela n'est pas suffisant pour nous écarter de notre position neutre sur les actions britanniques.

En matière obligataire, nous avons jusqu'à présent une surpondération des *gilts* à 10 ans qui se justifiait par le postulat que la croissance britannique accusait du retard sur ses partenaires du G4 et que l'inflation sous-jacente était à un sommet. Nous avons maintenant une position neutre sur les *gilts* à 10 ans, estimant qu'il est de plus en plus probable qu'un accord de Brexit adouci soit conclu d'ici T4, tout en reconnaissant que la volatilité accrue des actifs obligataires du Royaume-Uni devrait perdurer tant qu'un accord n'est pas trouvé.

En conclusion, l'intérêt présenté par certaines classes d'actifs est plus que compensé par l'incertitude liée aux conséquences monétaires et macro-économiques du Brexit.

FIGURE 2 : LES ACTIONS BRITANNIQUES SONT À LEUR PLUS BAS DES 30 DERNIÈRES ANNÉES PAR RAPPORT AU RESTE DU MONDE

Par rapport aux marchés internationaux, le marché des actions britanniques apparaît bon marché à de nombreux titres, et surtout sur la base du ratio cours/valeur comptable, qui se situe à 1,5 alors que le marché mondial est à 2,15. Cette décote de 30% est quasiment la plus forte de ces trente dernières années. Malgré cette valorisation peu élevée, le principal moteur de la performance relative du marché britannique reste la livre sterling. Nous sommes neutres sur la livre et le FTSE 100 en raison des risques liés aux négociations du Brexit.



Source : Thomson Reuters Datastream, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions. Données au 12 septembre 2018.

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-091718 | 0903c02a8219f62b