

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Evolution des marchés mondiaux et portefeuilles multi-actifs

1er avril 2019

AUTEUR



Benjamin Mandel
Stratégiste
Multi-Asset Solutions

SYNTHESE

- La guerre commerciale menée par les États-Unis n'a provoqué que de légers dommages à l'économie dans son ensemble tout en provoquant quelques évolutions importantes dans des catégories spécifiques de produits.
- Si un accord États-Unis/Chine déçoit ou ne parvient pas à se concrétiser, cette situation pourrait provoquer des dommages économiques réels dans les relations économiques entre les deux pays. L'Europe et le Japon sont les suivants dans la ligne de mire.
- Si un accord, même restreint, serait une bonne nouvelle pour les marchés, l'asymétrie des risques (associée à une croissance mondiale mitigée ce trimestre et à un foisonnement des inquiétudes de fin de cycle sur les marchés) nous laisse circonspects sur une large exposition au risque dans nos portefeuilles multi-actifs.

EVOLUTION DES FRONTS DE LA GUERRE COMMERCIALE

La guerre commerciale menée par les États-Unis contre certains de ses principaux partenaires économiques a eu soi-disant pour but d'établir des règles du jeu équitables en réaction à des balances commerciales perçues comme déloyales. Un an après, a-t-elle été une réussite et, dans cette hypothèse, à quel coût ? Ce bulletin examine les conséquences économiques de la hausse des droits de douane américains (U.S.) depuis début 2018 et présente quelques possibilités d'évolution de ces conflits commerciaux et autres. Si les droits de douane ont provoqué des effets importants sur des catégories spécifiques de produits et un détournement au sein des pays sources des importations en 2018, l'ensemble des données disponibles suggère que la relation commerciale d'ensemble entre les États-Unis et la Chine n'a pas encore changé spectaculairement. Le déficit commercial des États-Unis ne s'est pas du tout contracté à la suite de la hausse des droits de douane. Une implication de ces constatations : il reste aux dommages économiques généralisés engendrés par ces droits de douane à se concrétiser, plaçant la barre encore plus haut dans les négociations actuelles.

Quels sont les dégâts ?

En 2018, les États-Unis ont imposé des droits de douane évoluant entre 10% et 50% sur 283 milliards \$ d'importations. Les droits sont arrivés en vagues successives, commençant avec les panneaux solaires et les machines à laver en début d'année, prenant de l'ampleur au printemps avec les restrictions sur les importations d'acier en provenance de la majorité des partenaires commerciaux et ont culminé en milieu d'année avec des droits de douane concernant 250 milliards \$ d'exportations chinoises. Dans l'évaluation des répercussions économiques de ces décisions, on constate un écart entre l'impact relativement modeste des droits de douane sur l'économie dans son ensemble et les conséquences souvent importantes sur les produits ou pays sources spécifiques.

D'un côté, malgré l'ampleur des montants en dollar, le taux moyen des droits de douane sur les importations américaines (U.S.) n'a progressé que de 1,5 points de pourcentage, pour atteindre au final un seuil légèrement supérieur à 3%. En tant que tels, les droits de douane n'ont pas modifié fondamentalement l'ouverture de l'économie américaine (U.S.) et, pour cette raison, ne devraient pas correspondre à ce que la plupart des observateurs définissent comme une guerre commerciale. La balance commerciale américaine (U.S.) des marchandises - objectif officiel des droits de douane - a terminé l'année en creusant son déficit de 20 milliards \$ supplémentaires. D'un autre côté, au niveau micro, les droits de douane ont eu un impact important. Dans le cas des machines à laver, par exemple, la hausse de 25% des droits de douane sur les prix à la frontière s'est traduite rapidement par une hausse de plus de 10% des composants de l'IPC pour le gros électroménager.

Dans un récent document de travail universitaire, Amiti, Redding and Weinstein (2019) décrivent l'ampleur des distorsions provoquées par les droits de douane, observant la distinction macro/micro que nous avons relevée.¹ Ils estiment les pertes sèches globales (c'est à dire les pertes subies par les consommateurs du fait de la non compensation des droits de douane par une hausse des revenus des gouvernements et des producteurs locaux) autour de 17 milliards \$ ou 0,1% du PIB, par an.

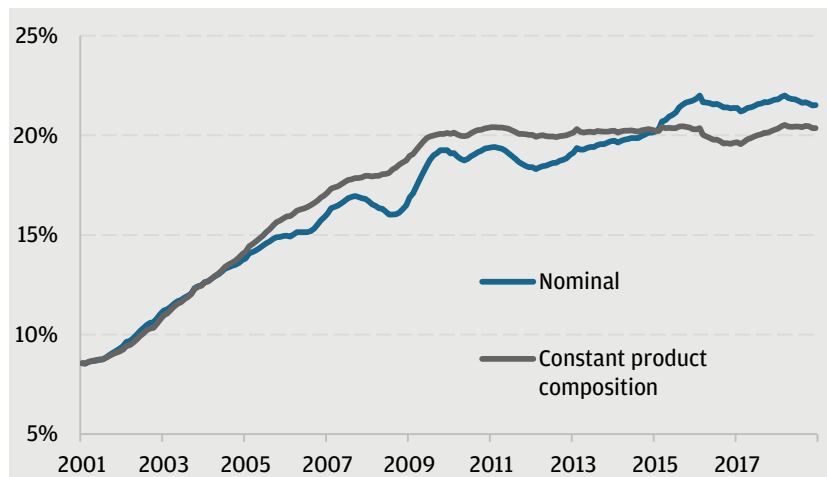
Au contraire, le montant du détournement parmi les pays source des importations est estimé à 136 milliards \$, soit 4 % des importations, par an. Nous interprétons ces constatations de la manière suivante : si les pertes globales pour la santé de l'économie américaine sont faibles, les effets de la diversion présentent des coûts d'ajustement importants à court terme et ouvrent la perspective d'actifs désaffectés (du fait que les investissements antérieurs réalisés en Chine perdent de leur valeur) pour les entreprises américaines (U.S.).

Comment les relations économiques entre les États-Unis et la Chine ont-elles globalement été affectées ? De façon surprenante, dans notre propre analyse des données U.S., l'effet global sur la part des importations chinoises est à peine discernable. En tenant compte de l'évolution de la composition des produits du panier des importations U.S. dans le temps, la part de la Chine est à peu près constante à 20 % depuis 2009, en incluant l'année 2018 (graphique 1). Comment s'explique la constance de cette proportion étant donné l'importance des effets micro-économiques constatés ? Nous avançons deux explications, suggérant un risque de baisse si l'accord imminent États-Unis/Chine s'avérait décevant. La première est que les entreprises américaines (U.S.) ont encore à réorganiser leurs chaînes d'approvisionnement de manière significative, misant en effet sur le fait que les droits de douane ne persisteront pas. La seconde est que la devise chinoise s'est affaiblie en 2018, atténuant les pertes de compétitivité des produits taxés. Jusqu'à présent en 2019, le yuan s'est modestement renforcé, ce qui pourrait compenser certaines de ces conséquences.

¹Amity, Mary, Stephen J. Redding and David Weinstein (2019). "The impact of the 2018 trade war on U.S. process and welfare" CEPR Discussion Paper DP13564.

GRAPHIQUE 1 : PART DE LA CHINE DANS LES IMPORTATIONS U.S.

Après avoir été responsable d'une certaine dérive dans la composition du panier des importations américaines (U.S.), la part de la Chine est restée remarquablement stable depuis 2009, période incluant l'année 2018. La récente stabilité provient de la faiblesse des produits taxés compensée par les gains générés par la faiblesse de la devise dans un large spectre d'autres produits.



Sources : U.S. Census Bureau, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions ; données de mars 2019. A titre purement indicatif.

Et ensuite ?

Les contours d'un accord États-Unis/Chine deviennent clairs et apparaissent cohérents avec notre opinion de longue date selon laquelle la plupart des conflits commerciaux sont susceptibles de se terminer sur des accords négociés.² Si les termes d'un accord restent sujets à négociation au cours des semaines ou des mois qui viennent, la Chine devrait acheter entre 200 et 1.500 milliards \$ d'exportations U.S. au cours des deux à six prochaines années, accélérer les procédures d'accès de son marché aux entreprises étrangères opérant en Chine et faire évoluer de façon superficielle ses mécanismes d'application du droit de la propriété intellectuelle. En échange, les États-Unis cesseront leur escalade sur les droits de douane et fourniront un calendrier pour revenir sur les droits de douane mis en application en 2018. Si cet accord venait à être approuvé, la réduction de l'incertitude qui en découle suggère une stimulation imminente du sentiment général des entreprises, la Chine et les économies émergentes en étant les principales bénéficiaires.

La contrepartie pessimiste de ce scénario est que l'accord est déjà largement perçu comme imparfait et le succès des négociations est loin d'être acquis. L'accord contribue peu à estomper la tension stratégique élargie qui prévaut dans les relations économiques États-Unis/Chine et pourrait ainsi n'être qu'un pis-aller provisoire. De plus, il existe une asymétrie dans les conséquences économiques et de marché de ces négociations : les répercussions économiques négatives suscitées par un accord à minima ou avorté sont bien plus importantes que les avantages issus de l'accord restreint actuellement sur la table.

Même dans l'hypothèse d'une conclusion hâtive des négociations entre les États-Unis et la Chine, le calendrier des futurs conflits commerciaux suggère une transition presque ininterrompue d'une inquiétude de marché à une autre. La prochaine difficulté serait l'annonce de droits de douane sur les importations automobiles - incluant les voitures, camions et pièces détachées - en utilisant un argumentaire de sécurité nationale (Section 232 of U.S. trade law) similaire à celui qui a généré les droits de douane des États-Unis sur l'acier. Le processus de la section 232 pour l'acier a demandé un peu moins d'un an au Ministère du Commerce pour lancer une enquête, présenter au Président ses recommandations (application des droits de douane) et à l'administration de mettre en place les droits de douane. Le même processus rigide s'applique à l'automobile.

²Mandel, Benjamin and Hannah Anderson, "What is a trade war, and are we in one?" Portfolio Insights, J.P. Morgan Asset Management, July 2018.

Le Ministère du Commerce a commencé son enquête dans le cadre de la Section 232 en mai 2018 et a rendu ses recommandations au Président en février. L'administration a désormais 90 jours - ou jusqu'à mi-mai - soit pour appliquer les droits de douane ou pour entrer en négociation avec ses principaux partenaires commerciaux (non-USMCA) : Europe, Japon et Corée. Par conséquent, un accord possible États-Unis/Chine, qui interviendrait au plus tôt entre le milieu et la fin avril serait suivi dans un délai relativement court par une annonce de droits de douane sur les automobiles.

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

Si un accord entre les États-Unis et la Chine, même restreint, serait une bonne nouvelle pour les marchés, l'asymétrie des risques pesant sur la politique commerciale - associée à une croissance sans conviction ce trimestre - nous laisse circonspects sur l'exposition au risque dans son ensemble de nos portefeuilles multi-actifs. Nous optons ainsi pour une approche plus équilibrée des actions internationales avec des positions surpondérées sur les États-Unis et les marchés émergents et sous-pondérées sur l'Europe. Ces associations sont cohérentes avec la façon dont nous voyons évoluer la guerre commerciale au cours des prochains mois. Nous préférons accéder au potentiel haussier du marché de façon opportuniste grâce à des actifs à portage comme le crédit, susceptibles de surperformer par rapport aux actions sur une base ajustée au risque au cours de périodes de croissance faible mais satisfaisante. Nous admettons cependant que les problèmes de liquidité en fin de cycle pèsent sur les marchés du crédit alors que le cycle avance et que les marchés évaluent la probabilité d'un ralentissement généralisé.

En effet, le thème dominant sur les marchés la semaine dernière a été l'inquiétude suscitée par la croissance et le signal émis par l'inversion de la courbe des taux 3 mois/10 ans, qui a contribué à la volatilité des actions et à une extension du récent rallye des bons du Trésor avant que les rendements ne retrouvent un chemin haussier à la fin de la semaine. Les taux à 10 ans, qui ont atteint 2,35 % en milieu de semaine, paraissent un peu bas dans le contexte d'une économie accompagnant la tendance et avec un risque de récession se situant à des niveaux n'ayant rien d'alarmant (bien que supérieur à ce qu'il était l'an dernier). Nous admettons cependant que les risques pesant sur notre scénario sont orientés à la baisse et que des poussées périodiques du risque de récession réduiront le ratio de Sharpe des actions considérées comme classe d'actifs. Cette idée est intégrée dans le calibrage quelque peu prudent de nos positions actuelles. C'est également une autre démonstration de l'aptitude de la duration à contenir les soubresauts d'un marché en fin de cycle.

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

Sylvia Sheng

Stratégiste
Hong Kong

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 constituent 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-040119 | 0903c02a8219f62b