

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Marchés internationaux et portefeuilles multi-actifs

24 juin 2019

AUTEUR



Benjamin Mandel
Stratégiste
Multi-Asset Solutions

SYNTHÈSE

- Il est probable que d'ici la fin de l'année, les fondamentaux des marchés actions seront gouvernés par les interactions complexes entre la croissance, la politique du commerce et la politique monétaire.
- Nous considérons qu'une combinaison d'un retour de la croissance vers son niveau tendanciel, d'un apaisement des tensions commerciales et d'une réduction volontariste des taux par la Réserve fédérale américaine est fortement probable, sans que ces trois phénomènes soient simultanés.
- L'interaction de ces trois facteurs limite à la fois le potentiel de hausse et le potentiel de baisse et reste compatible avec nos choix d'expositions au sein de nos portefeuilles multi-actifs.

LE TRILEMME DES ACTIONS INTERNATIONALES

Les économistes adorent un bon trilemme, à savoir un ensemble de trois alternatives ou issues susceptibles de se combiner de différentes manières mais qui ne peuvent pas se produire tous les trois en même temps. En matière d'économie internationale, ce concept a été étudié au début des années 60 par les économistes John Fleming et Robert Mundell, qui ont ainsi décrit la difficulté des responsables politiques à rechercher simultanément la libre circulation des capitaux, l'indépendance de la politique monétaire et la stabilité des taux de change. Plus récemment, ce terme a servi à décrire les compromis politiques dans un monde de plus en plus mondialisé, dans lequel les pays doivent faire des choix entre démocratie, souveraineté nationale et intégration économique.

C'est la performance des actions internationales qui est aujourd'hui confrontée à un trilemme, et les investisseurs à la faible probabilité correspondante que toutes les conditions soient réunies pour qu'un potentiel de hausse significatif puisse se réaliser. Les éléments de ce trilemme sont les suivants : (i) retour de la croissance du PIB mondial vers son niveau tendanciel, (ii) désescalade durable des tensions sino-américaines et (iii) baisse des taux directeurs de la Réserve fédérale américaine (Fed) dans la mesure anticipée par les marchés financiers. Bien qu'une combinaison de ces facteurs pourrait atténuer au moins en partie les risques baissiers qui pèsent sur nos prévisions de croissance et nos perspectives de marché pour cette année, leur interdépendance constitue un obstacle à une hausse durable des actions.

Des perspectives économiques sous pression

Même si nous continuons de penser que le risque de récession reste limité sur l'année, l'incertitude quant à la politique internationale du commerce et son influence sur la dynamique de fin de cycle font peser des risques sur les perspectives macro-économiques. Au vu du comportement plus circonspect des entreprises, nous pensons que l'atonie actuelle des dépenses d'investissement des entreprises va se poursuivre et que, par conséquent, le cycle industriel mondial actuel se prolongera pendant les prochains trimestres. Lors de notre récent « sommet stratégique », nous avons revu à la baisse nos prévisions pour refléter une croissance du PIB réel mondial légèrement inférieure à la tendance jusqu'à mi-2020, soit approximativement 2,5 à 2,6 % en moyenne. Le second trimestre pourrait finir un peu en-dessous de ce rythme, en partie pour compenser la vigueur du début d'année, tandis que la première moitié de 2020 pourrait enregistrer une croissance plus dynamique si certaines des incertitudes politiques actuelles se dissipaient.

La principale source de risque pour les marchés et l'économie mondiale est l'évolution du conflit commercial et ses répercussions sur la croissance économique. Sur une note plus positive, les ancrages à moyen terme qui seraient susceptibles d'atténuer les tensions commerciales sur un horizon de 12 à 18 mois sont toujours en place. Les droits de douane, en particulier sur les échanges avec la Chine, ne sont pas très populaires aux États-Unis et ne constituent donc pas un avantage politique clair à l'approche des élections présidentielles de 2020.

Nous estimons depuis longtemps que l'issue finale du conflit commercial sera un patchwork d'accords bilatéraux entre les États-Unis et leurs principaux partenaires commerciaux.¹ Dans cette optique, nous pensons qu'une évolution relativement favorable de la croissance sur la seconde partie de l'année passera par un apaisement des tensions commerciales et une stabilisation de la croissance à un niveau plus proche de son taux tendanciel. L'éventail des évolutions négatives possibles est large, allant d'un glissement baissier continu des fondamentaux à une contraction de l'économie.

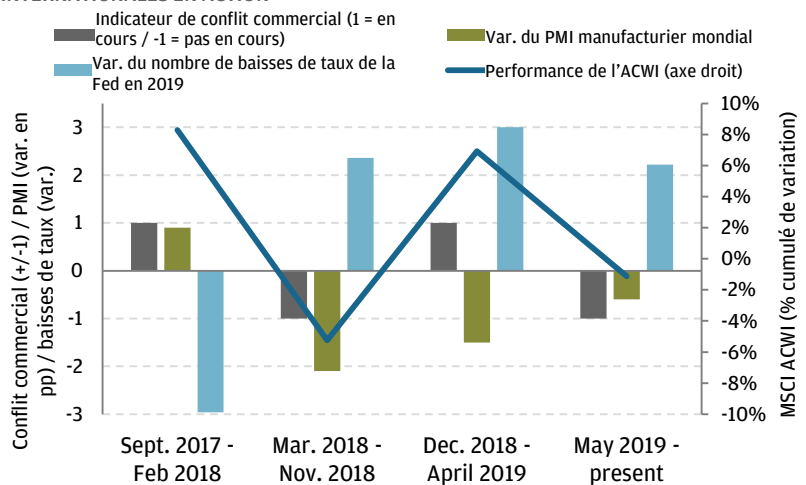
Des réponses politiques à venir mais pas sans conditions

De nombreux « disjoncteurs » pourraient atténuer les répercussions économiques de l'incertitude liée au commerce et de l'attitude plus fermée des États-Unis en matière de commerce international. D'une part, le processus des pourparlers commerciaux entre les États-Unis et leurs partenaires commerciaux dépend lui-même des perspectives économiques et des anticipations de marché. Par conséquent, dans la mesure où l'incertitude liée à la politique du commerce pèse déjà sur le sentiment économique, elle renforce la motivation de toutes les parties à trouver un terrain d'entente et, au minimum, à réduire le rythme des hausses de droits de douane et autres mesures tarifaires de représailles.

¹ Benjamin Mandel et Hannah Anderson, « *What is a trade war, and are we in one?* », J.P. Morgan Asset Management, juillet 2018

GRAPHIQUE 1 : LE TRILEMME DES ACTIONS INTERNATIONALES EN ACTION

Sur les deux dernières années, nous avons connu différentes configurations de croissance, de politique commerciale et de politique monétaire. Les quatre périodes représentées sont définies par les points d'inflexion du conflit commercial. La performance des actions a généralement été plus mauvaise pendant les périodes de tensions commerciales accrues et meilleure pendant celles où deux des trois facteurs étaient orientés à la hausse. Il n'y a pas de période durant laquelle les trois facteurs sont tous positifs.



Source : Bloomberg, Markit, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions. Données au 20 juin 2019. Informations fournies à titre purement indicatif.

L'autre disjoncteur possible est l'effet modérateur de la politique monétaire sur les risques baissiers. Les prix de marché anticipent ainsi que le *Federal Open Market Committee* (FOMC) abaissera son taux directeur en juillet et procédera à deux autres baisses de taux de 25 points de base d'ici la fin de l'année. S'il est devenu habituel pour les marchés, depuis le début de la phase d'expansion actuelle, de pencher du côté conciliant de la politique monétaire de la Fed, la rapidité de la réévaluation des cours et la forte pente des changements de taux anticipés sont plutôt exceptionnelles. Depuis mars 2018, les marchés ont anticipé 7,5 baisses de taux, à savoir l'élimination de quatre hausses prévues et l'ajout de trois nouvelles baisses.

Les implications prévisionnelles de la réunion du FOMC de la semaine dernière sont clairement conciliantes : le comité a revu à la baisse son évaluation de l'inflation, a intégré les risques accrus qui pèsent sur ses prévisions de croissance, a écarté le terme « patient » (synonyme d'inertie monétaire) de sa déclaration et indiqué dans son « *dot-plot* » que de nombreux acteurs appellent à des baisses de taux. Nous pensons toutefois que l'imminence de ces baisses de taux n'est pas acquise. Le comité semble être partagé entre huit participants qui préconisent des baisses de taux pour cette année et neuf qui préfèrent au minimum maintenir le taux directeur à son niveau actuel. Ce clivage laisse à penser que les chiffres des prochains mois pourraient facilement faire pencher la balance dans un sens ou dans l'autre. Notre hypothèse de travail est que la Fed fera preuve d'une plus grande inertie que les prix de marché, ce scénario représentant désormais un cas limite avec une liste croissante de conditions à respecter. Avec un risque de récession à court terme supérieur à 30 % et la perspective de nouveaux chocs de politique commerciale ou d'un affaiblissement de la situation de l'emploi, la probabilité d'une baisse de taux quelconque cette année est d'environ 50 %.

Ces cas limites suggèrent un large éventail de combinaisons possibles pour la croissance et la politique monétaire. L'utilité de la structure de trilemme est d'écarter les cas dans lesquels toutes les issues favorables se produisent simultanément. Par exemple, en cas de stabilisation de la croissance mondiale et de détente dans les relations sino-américaines, les arguments en faveur d'une réduction prononcée des taux de la Fed perdent de leur force. C'est exactement ce qui s'était passé fin 2017, lorsque le conflit commercial n'avait pas encore commencé, que les enquêtes manufacturières internationales s'orientaient progressivement à la hausse et que des hausses de taux étaient venues s'ajouter à la trajectoire d'évolution à moyen terme des taux directeurs (graphique 1).

Depuis lors, le conflit commercial a oscillé entre escalade et détente, l'économie mondiale s'est ralentie et la Fed a adopté un ton nettement plus conciliant face à la situation. Bien que les marchés actions préfèrent clairement les périodes sans conflit commercial, les courants contraires de la croissance et de la politique monétaire signifient que les investisseurs espèrent, au mieux, des salves périodiques de rendements dans un contexte agité.

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

Ce bulletin fait ressortir l'interdépendance des perspectives économiques, de la politique du commerce et de celle de la Fed et la futilité d'étudier chacun de ces phénomènes de façon isolée. Le bon côté de ce système complexe est l'existence de « barrières de sécurité » dans un sens ou dans l'autre. Le caractère conciliant de la réunion du FOMC du mois de juin fait ressortir l'importance du soutien apporté cette année par la politique monétaire à l'économie et aux marchés. Il existe également des lueurs d'espoir pour une reprise du dialogue entre la Chine et les États-Unis. Ces deux facteurs s'inscrivent toutefois dans le cadre d'un affaiblissement de la conjoncture mondiale et il n'est pas garanti qu'ils perdurent si celle-ci se modifiait.

Les résultats au centre de la distribution de la croissance sont compatibles avec une exposition sélective aux risques dans nos portefeuilles multi-actifs. Les impacts contraires de la croissance et de la politique monétaire sur les cours garantissent que la volatilité se maintiendra autour d'une tendance peu marquée des marchés actions dans les mois à venir. En revanche, les sources de portage telles que le crédit présentent davantage d'intérêt en termes de rendement ajusté au risque. Nous privilégions les actions américaines par rapport au reste du monde, estimant que le S&P reflètera une grande partie des bonnes nouvelles liées au commerce lorsque celles-ci se produiront, si elles se produisent, tandis que l'Europe, le Japon et les marchés émergents restent exposés à d'éventuels litiges commerciaux futurs. Nous restons neutres sur la durée. Bien que nous doutions que la Fed donne suite aux trois baisses de taux anticipées par les marchés pour 2019, les produits de taux, et notamment les bons du Trésor américain, constituent une bonne couverture contre les chocs de croissance de fin de cycle. Même si les perspectives de rendement des obligations d'État ne sont pas intéressantes en tant que telles, nous considérons que la durée constitue un élément important de la construction de portefeuilles.

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-062419 | 0903c02a8219f62b