

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Evolution des marchés mondiaux et portefeuilles multi-actifs

2 juillet 2018

AUTEUR



Michael Albrecht, CFA
Stratégiste
Multi-Asset Solutions

SYNTHESE

- La baisse de régime généralisée du dynamisme de la croissance et le resserrement des conditions financières internes pèsent sur les perspectives des actions émergentes et ont récemment provoqué d'importantes sorties de capitaux.
- Après deux années de surpondération des actions émergentes, nous réduisons l'optimisme de notre conviction, au moins à court terme.
- Deux scénarios pourraient provoquer une surperformance des actifs émergents : une atténuation de la rhétorique commerciale négative ou une dissipation de la récente force du dollar U.S.
- La croissance des marchés émergents a tendance à être étroitement corrélée au commerce mondial ; jusqu'à présent, malgré la rhétorique protectionniste de Washington, il existe peu d'indices montrant que l'incertitude commerciale pèse sur la production et la consommation. Si les signes attestant qu'il en est ainsi venaient à s'amplifier, nous réduirions probablement notre préférence pour les actions par rapport aux obligations.
- Dans nos portefeuilles multi-actifs, nous restons surpondérés sur les actions dans leur ensemble et favorables au risque, bien que nous ayons réduit notre positionnement ces derniers mois, en devenant plus positifs sur la duration après la récente hausse des rendements.

LES MARCHES EMERGENTS TREBUCHENT

Depuis fin 2016, nous surpondérons les actions des marchés émergents (EM). Ces économies sont devenues structurellement plus robuste qu'elles n'étaient lors du *taper tantrum* de 2013. Leurs balances courantes se sont globalement améliorées ; hors de Chine, celles-ci ont oscillé de négatives à positives – en réduisant fortement leur dépendance globale envers le capital étranger. La croissance de l'activité et du crédit reste saine. De début 2017 jusqu'au premier trimestre 2018, les actions émergentes ont progressé de 39,8 %.

Partant d'un point de départ favorable, nos prévisions de croissance pour les marchés émergents se sont détériorées à la marge, dans le contexte de deux évolutions distinctes mais liées entre elles : une montée des risques futurs pesant sur la demande extérieure et un resserrement des conditions financières. Au cours du T2, les actions émergentes ont perdu 8,4 % de leur valeur, sous-performant ainsi fortement par rapport aux actions des marchés développés qui ont affiché une plus-value de 2,3 % pendant la même période (indices MSCI, performance totale exprimée en dollars U.S.). La dette souveraine émergente externe a pendant ce temps sous-performé de façon similaire ; depuis que les marchés mondiaux à risque ont trébuché en février, les spreads ont abandonné l'essentiel de leur rétrécissement constaté au cours de ces deux dernières années. Ces récentes évolutions nous interpellent sur la surpondération de notre position en actions émergentes.

Affaiblissement du contexte macro-économique et protectionnisme

Les économies émergentes étant relativement ouvertes, leur croissance a tendance à être étroitement dépendante de la croissance mondiale et du commerce international - particulièrement en Asie, qui représente une part importante de l'indice MSCI EM Equity. Le flux de données sur l'activité mondiale au second trimestre a, dans l'ensemble, déçu : l'indice de surprise économique de Citigroup pour l'économie mondiale a reculé au cours du T2 à son plus bas niveau depuis 2013. Une large part de cette déception est attribuable au fait que 2017 a été particulièrement robuste et nous anticipons un retour de la croissance vers un rythme soutenu supérieur à la tendance au cours du second semestre de cette année. La principale inquiétude pesant sur la demande réside dans le protectionnisme commercial.

Concernant la rhétorique du Président des États-Unis Donald Trump, les mesures protectionnistes ont été jusqu'à présent limitées si l'on se réfère à l'ampleur des produits et des économies concernés. A ce jour, l'impact a été marginal : le volume du commerce mondial a quelque peu reculé au cours de ces derniers mois et une baisse du dernier chiffre de la composante commandes à l'exportation des indices PMI manufacturiers des marchés émergents laisse supposer un nouveau ralentissement potentiel des exportations émergentes. Mais ceci paraît dérisoire en regard de l'éventualité d'une escalade de la guerre commerciale mondiale, qui infligerait des dommages bien plus importants aux marchés émergents.

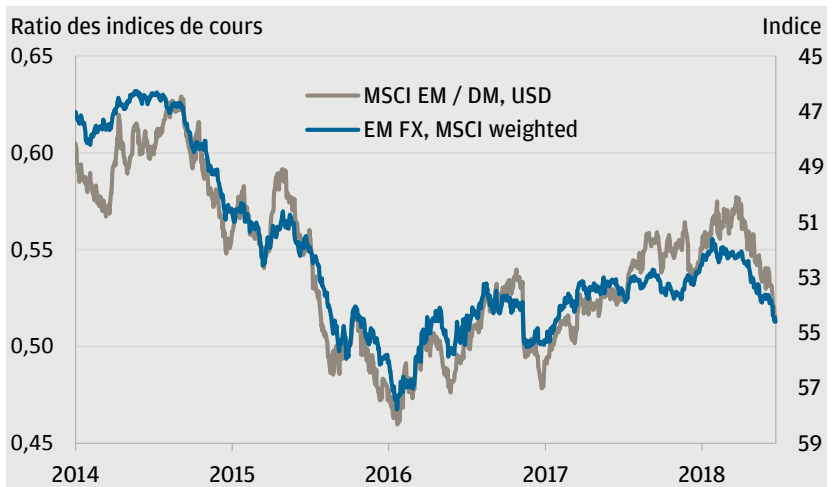
Comme nous l'avons souligné la semaine dernière, ce n'est pas notre scénario de base dans la mesure où il serait, semble-t-il, contraire aux intérêts réciproques de toutes les économies de permettre la persistance de barrières commerciales élevées. Toutefois, les progrès vers un accord sont lents entre les États-Unis et la Chine, les États-Unis et l'UE et entre les membres du NAFTA. D'autre part, il est peu vraisemblable que le Président Trump revienne sur sa position, ayant soutenu sa capacité à mener une guerre commerciale par des réductions d'impôts votées il y a six mois qui ont contribué à faire de l'économie américaine la plus forte des principaux marchés développés. En attendant, ses taux d'approbation dans les sondages d'opinion auprès des électeurs américains ont évolué à la hausse cette année à la suite de sa rhétorique d'escalade commerciale.

La Chine est naturellement un élément important de ces tensions commerciales, ayant enduré l'essentiel du choc de l'ère protectionniste du Président Trump. Ce pays est également confronté à ses propres difficultés internes. La croissance ralentit dans un contexte de resserrement réglementaire visant à parvenir à un désendettement sélectif et à une réduction des capacités de production. Ces évolutions sembleraient exiger le soutien d'une politique monétaire plus accommodante, mais Pékin va probablement avoir besoin de renforcer son contrôle des capitaux, par crainte d'une dépréciation du yuan l'exposant aux accusations des États-Unis d'être un pays "manipulateur de sa devise".

Les conditions financières en vigueur sur les marchés émergents se sont également durcies.

GRAPHIQUE 1 : la performance des actions émergentes est tirée vers le bas par la robustesse du dollar U.S.

La performance des actions émergentes a été inversement corrélée au dollar U.S., et le renforcement du dollar au T2 a coïncidé avec leur brutale sous-performance par rapport aux actions des marchés développés. Cette robustesse du dollar a été favorisée par celle de la croissance économique relative des États-Unis et par un mouvement de fuite vers la qualité sur fond d'inquiétudes sur une escalade du protectionnisme commercial. En attendant, le fait que notre opinion sur le dollar soit proche de la neutralité, avec des risques dans les deux directions, contribue à réduire notre positionnement sur les actions émergentes pour le rapprocher d'une position neutre.



Sources : Thomson-Reuters Datastream, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions ; données au 28 juin 2018. A titre purement indicatif.

Depuis mi-avril, la déception suscitée par l'évolution de la croissance mondiale et les hausses progressives de taux décidées par la Réserve fédérale (U.S.) ont contribué à affaiblir les devises émergentes par rapport au dollar U.S. encourageant à leur tour ces économies à relever leurs taux d'intérêt internes et, en fin de compte, à contribuer pour une large part à la sous-performance des actifs émergents. Ces deux effets (dépréciation monétaire et relèvement des taux d'intérêt) ont été beaucoup plus pénalisants pour les économies largement représentées dans les principaux indices obligataires (c'est à dire EMBI Global et GBI-EM), et moins pour celles dotées d'importantes pondérations dans les indices actions émergentes (ex : MSCI EM).

Prudence accrue sur les actions émergentes

La progression des risques futurs pesant sur la demande externe et le resserrement des conditions financières remettent en question les perspectives des actions émergentes. Si les révisions de bénéfices restent désormais stables, la croissance attendue de l'EPS a ralenti depuis le pic des anticipations à 12 mois atteint en avril. Si ces facteurs systématiques des marchés émergents ont contribué à la sous-performance passée et pourraient potentiellement continuer ainsi à l'avenir, les élections générales au Mexique et au Brésil présentent des sources supplémentaires particulières de risque de baisse.

D'un autre côté, les marchés émergents pourraient encore surperformer dans l'hypothèse de deux scénarios possibles à prendre en considération :

- **Une atténuation de la rhétorique commerciale négative serait favorable aux actions émergentes.** Le Président américain Trump devrait, sans doute, souhaiter éviter une pression trop forte sur le contexte macro-économique et celui du marché peu avant les élections de mi-mandat de novembre. Mais une telle issue est presque impossible à prévoir, sachant qu'une nouvelle escalade n'aurait rien de surprenant.
- **Une dissipation de la récente robustesse du U.S. dollar serait également favorable aux actions émergentes (graphique 1).** Des facteurs structurels comme le déficit de la balance courante des États-Unis créent un biais favorable à une dépréciation du dollar à long terme. La force récente du dollar semble avoir été favorisée par la vigueur de la croissance des États-Unis par rapport au reste du monde, attirant vers ce pays les flux d'actifs, de telle sorte qu'une évolution à la baisse du dollar à court terme pourrait améliorer la croissance hors des États-Unis, particulièrement en zone euro. Mais nous ne nourrissons qu'une faible conviction dans cette hypothèse et le dollar pourrait également de nouveau se renforcer sur une reprise de la rhétorique commerciale négative.

La hausse potentielle, si l'un de ces scénarios s'avérait pertinent, pourrait s'amplifier du fait que le pessimisme suscité par les marchés émergents est particulièrement exacerbé. Les OPCVM actions émergentes et les ETF ont enregistré des sorties de capitaux au cours de ces trois dernières semaines, selon les données émanant de EPFR Global, et les indicateurs de positionnement montrent que les investisseurs sont neutres à sous-pondérés. Les facteurs techniques des cours suggèrent également que les actions émergentes sont largement survendues.

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

En pesant les risques considérables tant à la hausse qu'à la baisse, nous sommes d'avis, au moins à court terme, de réduire notre exposition positive sur les actions des marchés émergents vers un positionnement neutre. Concernant la construction de portefeuilles, nous prenons également en considération la forte sensibilité de nos autres positions aux mêmes facteurs que ceux qui pourraient impacter négativement les actions émergentes. Par exemple, notre surpondération actuelle en grandes capitalisations américaines (U.S.) est sensible à un nouveau renforcement du dollar U.S. et notre sous-pondération sur les obligations d'Etat canadiennes, par rapport aux bons du Trésor U.S., est sensible à toute escalade de la rhétorique commerciale.

Au delà des marchés émergents, nous surveillons les signes d'incertitude commerciale commençant à contaminer la confiance des consommateurs et des entreprises des marchés développés, susceptibles de peser sur la production et la consommation. Une telle évolution - dont il n'existe pour le moment que des signes limités - nous inciterait probablement à réduire notre préférence pour les actions par rapport aux obligations.

Ailleurs dans nos portefeuilles multi-actifs, nous restons surpondérés sur les actions dans leur ensemble et favorables au risque, bien que nous ayons réduit notre positionnement ces derniers mois. Concomitamment, nous sommes devenus plus positifs sur la durée après la récente hausse des rendements, avec une préférence pour l'Australie, les États-Unis et le Royaume-Uni.

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

PI-AA-WEEKLY-07022018 | 0903c02a81f59f1d