

Solutions multi-actifs – Bulletin hebdomadaire

Marchés internationaux et portefeuilles multi-actifs

19 mars 2018

AUTEUR



Mark Richards
Stratégiste
Multi-Asset Solutions

SYNTHÈSE

- Les marchés émergents (EM) sont tirillés entre l'escalade des tensions commerciales et la vigueur de la croissance mondiale. Si la politique de relance a été un thème dominant sur les marchés depuis l'élection présidentielle américaine, les investisseurs se sont focalisés ces dernières semaines sur la politique du commerce.
- Nous pensons qu'il ne faut pas réagir trop négativement aux discours (et tweets) protectionnistes de la Maison-Blanche. La rhétorique et la réalité sont deux choses différentes. Les chaînes d'approvisionnement sont intégrées, le commerce est mutuellement avantageux et les droits de douane américains pourraient ne pas résister aux contestations fondées sur les règles internationales.
- La croissance mondiale supérieure à la tendance, la stabilité des matières premières et le raffermissement des monnaies soutiennent les actions et la dette des marchés émergents. Le prix des actions et des obligations n'apparaît pas excessif. De plus, la plupart des économies émergentes qui avaient des soucis de financement extérieur ont réussi à combler leur important déficit extérieur courant.
- Nous continuons de croire à un scénario de croissance mondiale régulière (notre scénario de base) et conservons une surpondération des actions et de la dette des marchés émergents.

DES PERSPECTIVES FAVORABLES POUR LES ACTIFS ÉMERGENTS MALGRÉ LES PRESSIONS PROTECTIONNISTES

Dix-sept mois se sont écoulés depuis l'élection de Donald Trump à la présidence des États-Unis. Sur les deux thèmes de marché qui se sont manifestés immédiatement après le scrutin, c'est celui de la relance qui s'est montré le plus persistant, soutenu par la vigueur de la croissance mondiale et reflété par la hausse des marchés d'actions et des rendements obligataires. Celui du protectionnisme s'est avéré plus fugace après l'élection. Le recul initial du peso mexicain s'est ainsi inversé début 2017 et les actions des marchés émergents, les plus vulnérables face à d'éventuels différends commerciaux, ont augmenté d'un tiers.

Ces dernières semaines, les politiques du commerce sont devenues le thème dominant des marchés. La décision de l'administration américaine d'imposer des droits de douane sur les panneaux solaires et les machines à laver à partir du 1^{er} mars pouvait sembler être taillée sur mesure pour booster le soutien politique interne tout en restant suffisamment contenue pour ne pas perturber l'économie. L'attention s'est maintenant tournée vers les relations plus critiques entre les États-Unis et la Chine et le résultat à venir de l'enquête en cours du gouvernement sur les violations de propriété intellectuelle commises par cette dernière. Selon certaines indications, le président Trump pourrait imposer des droits de douane sur près de 60 milliards US\$ de produits chinois, dans le domaine notamment des technologies, des appareils électroniques grand public et des télécommunications.

La démission de Gary Cohn, le directeur centriste du *National Economic Council*, est venue conforter l'analyse de plus en plus négative des marchés concernant les politiques commerciales américaines et a augmenté le risque que le protectionnisme ait un impact sur la croissance économique et les marchés financiers.

Nous continuons malgré tout de croire à notre scénario de base, qui prévoit le maintien de la croissance mondiale, et conservons une surpondération des actifs émergents.

Nous avons plusieurs raisons de penser qu'il ne faut pas réagir trop négativement aux discours protectionnistes de la Maison-Blanche. En premier lieu, la rhétorique et la réalité sont deux choses différentes. Le gouvernement américain comme le gouvernement chinois sont conscients des avantages mutuels d'une économie mondiale solide. Deuxièmement, le niveau d'intégration des chaînes d'approvisionnement mondiales, dans le domaine notamment des produits électroniques grand public, est tel que l'imposition de droits de douane risque davantage de conduire à une augmentation des prix qu'au transfert espéré de la production d'une région à l'autre. D'après Bloomberg, les trois principaux fournisseurs d'Apple sont taïwanais et représentent plus des trois quarts du prix de revient total des produits vendus. Il est difficilement possible de transférer une partie importante du processus de fabrication d'un fournisseur à l'autre, notamment dans les industries haut de gamme. Cette pression sur les prix en amont pourrait entraîner une hausse de l'inflation aux États-Unis, ce qui amènerait la Réserve fédérale à accélérer son rythme actuel de remontée trimestrielle des taux, et risquerait donc de ralentir l'économie.

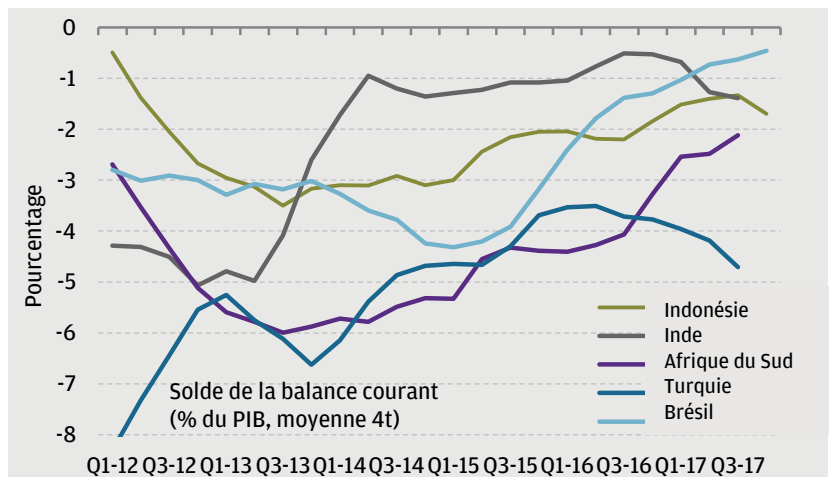
Par ailleurs, si la hausse des coûts entraîne une compression des marges pour certaines des sociétés technologiques qui ont fait monter le marché boursier ces dernières années, il est peu probable que Trump veuille être accusé de faire baisser les marchés. En troisième lieu, l'imposition de droits de douane pourrait se heurter à des obstacles juridiques au niveau international, qui pourraient ouvrir la voie à des représailles juridiques par les partenaires commerciaux des États-Unis. C'est exactement ce qui avait conduit au retrait des droits de douane sur l'acier de George W. Bush en 2003.

Les facteurs économiques qui soutiennent les actifs émergents

En dehors des aspects commerciaux, il existe un certain nombre de facteurs favorables aux actifs des marchés émergents. L'économie mondiale conserve un bon rythme de croissance, les matières premières sont stables et la transition du cycle économique vers la fin de cycle se manifeste par une reprise soutenue des investissements des entreprises, ce qui a tendance à favoriser les économies émergentes. Plus spécifiquement, la plupart des économies qui avaient des soucis de financement extérieur sont parvenues à combler leur important déficit extérieur courant (**figure 1**), ce qui les rend moins vulnérables à la hausse des taux d'intérêt américains. Les économies tributaires des matières premières sont sorties de leur profonde récession et disposent d'une importante marge de capacité avant d'être exposées à des contraintes de l'offre.

FIGURE 1 : LES DÉFICITS COURANTS SE SONT FORTEMENT RÉDUITS, SURTOUT AU BRÉSIL ET EN AFRIQUE DU SUD

Pendant la crise du « *taper tantrum* » de 2013, l'important déficit extérieur courant des cinq économies émergentes fragiles représentait un risque évident en cas de remontée des taux d'intérêt américains. L'amélioration de la croissance mondiale associée à des réformes et au ralentissement de la demande intérieure a entraîné une amélioration de la santé extérieure de ces économies, qui offrent maintenant un contexte plus stable aux investisseurs EM.



Source : Haver Analytic. Données au 15 mars 2018. Informations fournies à titre purement indicatif.

Cette combinaison de facteurs a permis aux devises émergentes de s'apprécier, ce qui a atténué certaines tensions inflationnistes liées aux effets de change. Le niveau des rendements réels rend par conséquent la dette émergente d'autant plus attrayante.

La croissance mondiale, les matières premières et les devises sont également les principaux facteurs qui influent sur les actions des marchés émergents. Leur amélioration au cours des derniers trimestres a permis une amélioration des marges (qui s'étaient fortement détériorées de 2010 à 2015) et une réduction du niveau élevé d'endettement des entreprises (**figure 2**). Sachant que par rapport aux économies développées, les économies émergentes se trouvent à un stade moins avancé du cycle économique, les marges ont encore un potentiel d'amélioration avant l'apparition de tensions sur les coûts.

L'analyse de la composition des marchés d'actions est également révélatrice. À mesure que l'inflation gagne du terrain, les secteurs de l'énergie et des matériaux ont tendance à afficher une croissance des revenus et des marges supérieure à celle d'autres secteurs. Même si ces secteurs ont perdu de leur importance ces dernières années dans les indices boursiers des marchés émergents, les valeurs de l'énergie et des matériaux ont encore un poids deux fois supérieur à celui qu'elles ont sur les marchés développés. La répartition géographique des actions émergentes fait en outre ressortir le poids grandissant de l'Asie, la Chine, la Corée et Taïwan représentant à eux trois plus de la moitié de l'indice MSCI EM.

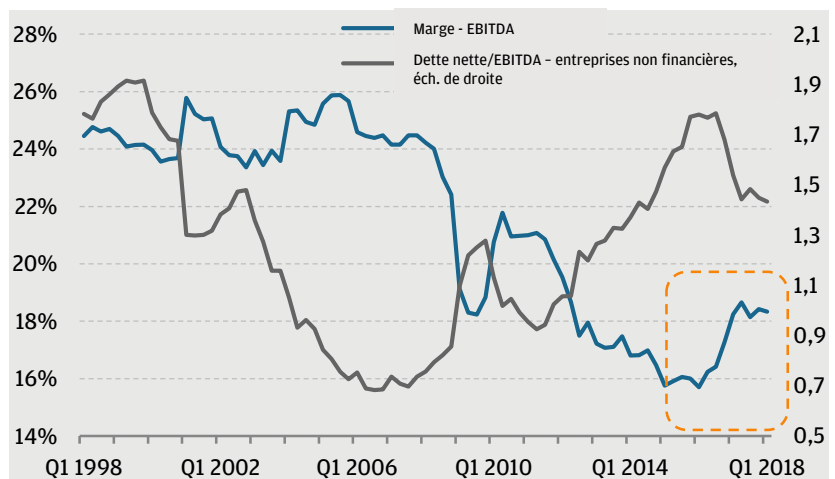
Ces marchés sont dominés par les valeurs technologiques qui bénéficient de facteurs de croissance favorables, tandis que l'amélioration du cadre réglementaire et de la qualité des actifs devrait profiter aux valeurs financières chinoises.

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

Bien entendu, aucune de ces tendances favorables n'a échappé au marché et les flux en direction des actions des marchés émergents (EME) et de la dette émergente (EMD) sont impressionnants depuis déjà plusieurs mois. Les valorisations ne sont par autant tendues dans l'une ou l'autre de ces classes d'actifs. L'indice MSCI EM affiche une décote de 23% de son multiple de capitalisation des bénéfiques (P/E) par rapport au MSCI World, ce qui est conforme à sa moyenne sur 15 ans, tandis que la décote du ratio cours/valeur comptable est inférieure à sa valeur moyenne sur 15 ans, à 29% contre 15%. La dette émergente apparaît un peu moins chère que le haut rendement américain, avec une qualité de crédit indéniablement supérieure. Nous conservons une position globalement pro-risque dans nos portefeuilles multi-actifs, avec une surpondération des actions américaines et émergentes et une exposition à la dette émergente qui s'accompagne d'une légère sous-pondération globale de la durée. Nous avons en outre récemment mis fin à notre sous-pondération des liquidités.

FIGURE 2 : LES MARGES BÉNÉFICIAIRES DES ENTREPRISES ONT AUGMENTÉ ET LEUR ENDETTEMENT A DIMINUÉ

La vigueur de la croissance mondiale, l'amélioration des prix des matières premières et la réduction des tensions inflationnistes liées aux devises ont permis une amélioration des marges des entreprises non financières des marchés émergents par rapport à leur point bas de 2016. Les marchés émergents ont davantage de capacités de production inutilisées que les marchés développés, ce qui devrait permettre une amélioration supplémentaire des marges avant l'apparition de tensions sur les coûts.



Source : Thomson Reuters Datastream. Données au 15 mars 2018. Informations fournies à titre purement indicatif.

L'équipe Global Multi Asset Group de J.P. Morgan Asset Management :

John Bilton

*Responsable de la Stratégie
Londres*

Thushka Maharaj

*Stratégiste
Londres*

Katrina Lee

*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 la marque de l'activité de gestion d'actifs de JPMorgan Chase & Co et de ses sociétés affiliées dans le monde entier. 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-031918 | 0903c02a81f59f1d