

Perspectives trimestrielles

Europe | T3 2018

J.P. Morgan Asset Management a le plaisir de vous présenter sa dernière édition de *Perspectives trimestrielles*. Cette publication met en avant des grands thèmes repris de notre *Guide des marchés*, en proposant des points de vue économiques et des analyses d'investissements en fonction de l'actualité.

LES THÈMES DU TRIMESTRE

- 1 Le fléchissement en Europe est-il déjà intégré dans les cours ?
- 2 Les marchés émergents peuvent-ils faire face à un relèvement des taux américains ?
- 3 Investissement durable : de quoi s'agit-il et comment affecte-t-il les décisions en matière d'investissement ?



STRATÉGISTES

Karen Ward
Managing Director
Stratège en chef des marchés, EMOA

Michael Bell, CFA
Executive Director
Stratège des marchés mondiaux

Tilmann Galler, CFA
Executive Director
Stratège des marchés mondiaux

Vincent Juvyns
Executive Director
Stratège des marchés mondiaux

Maria Paola Toschi
Executive Director
Stratège des marchés mondiaux

Nandini Ramakrishnan
Associate
Stratège des marchés mondiaux

Jai Malhi
Associate
Analyste de marché

Ambrose Crofton
Analyst
Analyste de marché

1 Le fléchissement en Europe est-il déjà intégré dans les cours ?

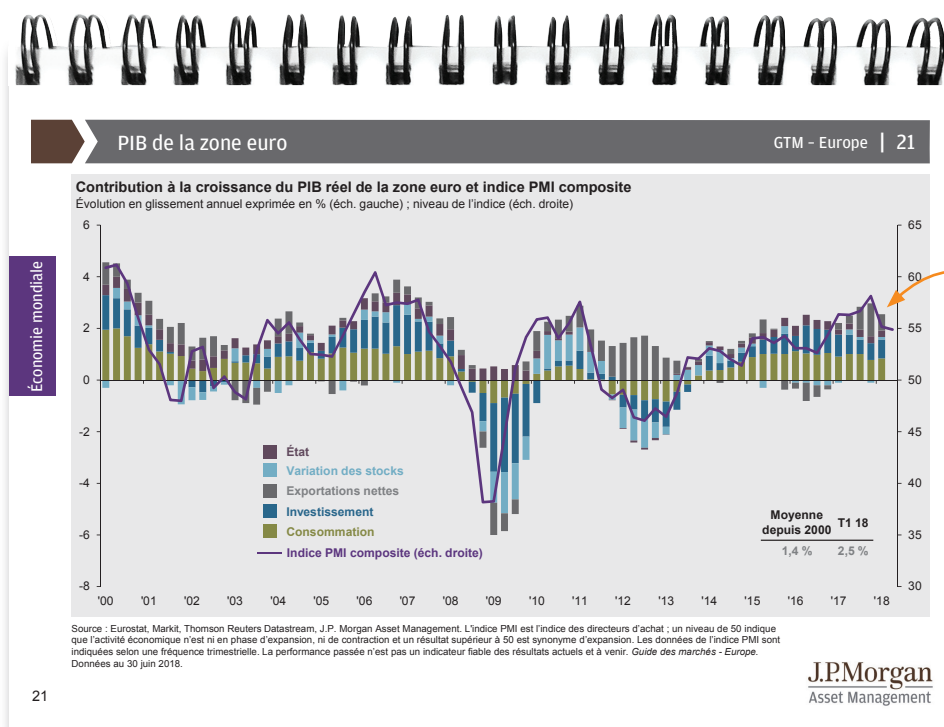
Simple modération ou évolution plus inquiétante ?

Après une année 2017 soutenue, la croissance s'est maintenue dans la zone euro depuis le début de l'année, mais à une allure plus lente. Le fléchissement s'est concentré sur les exportations nettes et pourrait en partie être dû à la vigueur passée de l'euro. Ce ralentissement des échanges a plus que contrebalancé la légère amélioration de la consommation et des investissements, faisant reculer le rythme global de la croissance de 2,8 % en glissement annuel au T4 à 2,5 % en glissement annuel au T1.

Les enquêtes sur les entreprises suggèrent que les exportations et l'activité manufacturière pourraient avoir continué de freiner le rythme de la croissance au T2 et que celui de la progression des investissements des entreprises pourrait également avoir légèrement ralenti. La confiance des consommateurs de la zone euro s'est un peu érodée depuis janvier, bien que le chômage continue de reculer et que la croissance des salaires se soit accentuée. Dans l'ensemble, les enquêtes sur les entreprises de juin indiquent une stabilisation du rythme de croissance, bien qu'il se situe à un niveau inférieur à celui de début d'année.

VUE D'ENSEMBLE

- L'économie de la zone euro a marqué le pas, mais si les statistiques économiques cessent de décevoir, les actions de la zone euro peuvent rebondir.
- La scène politique italienne reste une source de volatilité potentielle, mais il est peu probable que l'Italie quitte l'euro.
- Une conjugaison de risques économiques et politiques haussiers et baissiers plaide en faveur d'une allocation pratiquement neutre pour les actions européennes pour le moment.



Les enquêtes sur les entreprises indiquent une stabilisation de la croissance.

Source : Guide des marchés - Europe, page 21

Risque politique

La scène politique italienne est également une source de volatilité depuis le début de cette année et nous pensons que cette situation va se prolonger. Le nouveau gouvernement semble désireux de remettre en question le statu quo européen tant sur la politique budgétaire que sur la question de l'immigration. Élément important, il a cependant fait part de son souhait de rester dans la zone euro, traduisant un soutien populaire grandissant en faveur de la monnaie unique en Italie. La dernière enquête Eurobaromètre de mars a montré que 61 % des Italiens souhaitent rester dans la zone euro, contre seulement 29 % prêts à en sortir et 10 % d'indécis. Nous estimons que la probabilité que l'Italie quitte l'euro à court terme reste très faible.

Il est possible qu'une source de risque politique plus préoccupante vienne de la politique commerciale des États-Unis, avec le risque d'imposition de droits de douane sur les exportations automobiles européennes. Cette perspective a refroidi l'optimisme autour d'une relance de la croissance des exportations de la zone euro sous l'impulsion notamment de l'envolée actuelle de la consommation américaine (les ventes au détail aux États-Unis ont grimpé de 6,4 % en mai).

Les risques sont-ils déjà intégrés dans les cours ?

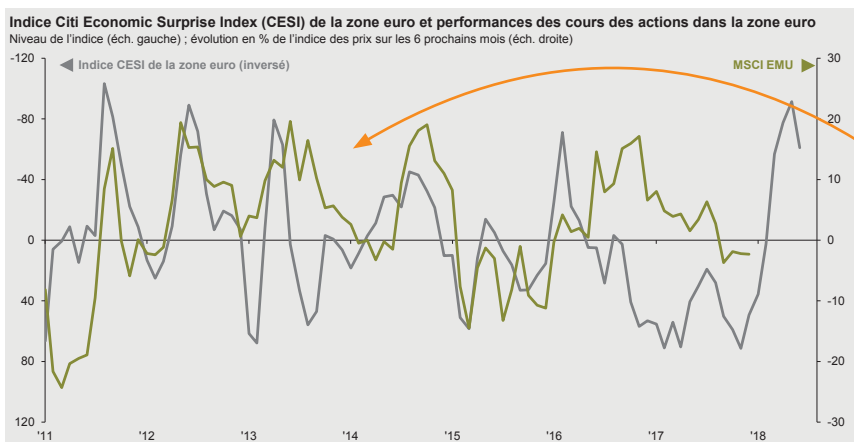
En dépit de ces inquiétudes économiques et politiques, on est également en présence de risques haussiers maintenant que bon nombre des mauvaises nouvelles ont déjà été intégrées dans les cours. Les statistiques économiques de la zone euro ont déçu par rapport aux prévisions du consensus depuis début mars. Par conséquent, les attentes ont été revues à la baisse, ce qui les rend plus faciles à dépasser. Ces dernières années, lorsque les statistiques économiques ont été aussi décevantes que dernièrement, les rendements des actions sur les six mois suivants ont été positifs (tel qu'illustré dans le graphique).

IMPLICATIONS EN TERMES D'INVESTISSEMENT

- Compte tenu du risque politique, le parcours des actions de la zone euro pourrait rester difficile à l'avenir.
- Néanmoins, avec la surprise de l'orientation à la baisse des statistiques économiques, l'histoire rappelle que les actions pourraient se redresser dans la mesure où les données sont moins mauvaises par rapport à des attentes désormais plus basses.
- Une conjugaison de risques haussiers et baissiers à l'égard des perspectives plaide en faveur d'une position neutre sur les actions européennes.



Surprises des statistiques économiques et rendements des actions



Les périodes caractérisées par des données décevantes ont tendance à être suivies par des rendements soutenus des actions sur les 6 mois qui suivent.

2 Les marchés émergents peuvent-ils faire face à un relèvement des taux américains ?

Pourquoi les marchés émergents sont-ils préoccupés par la hausse des taux américains ?

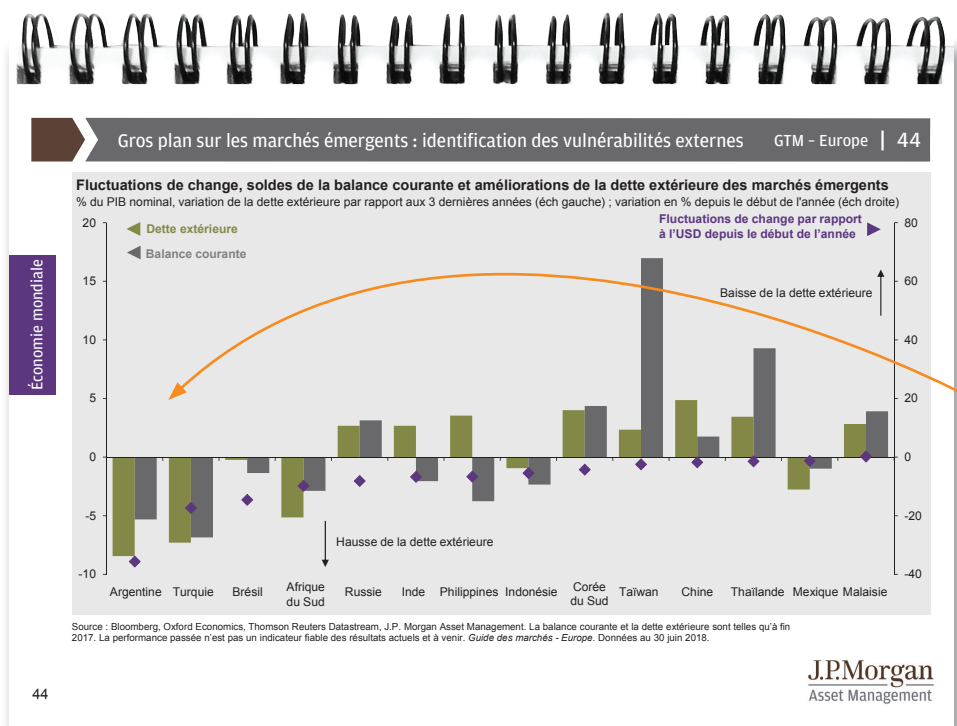
Les crises majeures des marchés émergents par le passé avaient un point commun : elles avaient toutes été précédées d'une forte hausse des taux d'intérêt américains. Le problème est lié à la manière dont les États et les entreprises des marchés émergents ont l'habitude de se financer. Du fait de l'absence de profondeur et de liquidité de nombreux marchés locaux, les États et les entreprises procèdent souvent à des émissions de dette en dollars américains. L'augmentation des taux d'intérêt américains accroît par conséquent le coût du financement par emprunt en dollars américains alors qu'une appréciation du billet vert amplifiera l'endettement libellé en dollar par rapport à l'économie nationale de l'État émetteur ou à la société émettrice. C'est la situation que de nombreux marchés émergents ont connue au deuxième trimestre 2018. L'essor de l'économie américaine et le durcissement de ton de la Réserve fédérale ont fait grimper les rendements des obligations américaines et entraîné l'appréciation du dollar américain. Dans le même temps, la dynamique de croissance des marchés émergents et du reste du monde a commencé à fléchir. Dans ce contexte, les économies émergentes affichant des déficits de la balance courante ont rencontré des difficultés compte tenu de leur dépendance aux financements extérieurs.

Quelle est l'ampleur du risque aujourd'hui ?

Après la crise asiatique, de nombreux marchés émergents se sont concentrés sur le développement de leurs marchés obligataires en devise locale. On a assisté ces dernières années à une tendance aux émissions en devise locale, ce qui a atténué la dépendance directe aux taux d'intérêt américains. Le montant total de dette libellée en dollar américain a néanmoins progressé sensiblement (+150 %) au cours des 10 dernières années, car les États et surtout les entreprises ont profité des niveaux historiquement bas des taux d'intérêt américains. Il serait cependant erroné de supposer que la répartition des risques extérieurs est équivalente sur l'ensemble des marchés émergents.

VUE D'ENSEMBLE

- Cinq ans après le « taper tantrum », les vulnérabilités externes des marchés émergents font leur retour sur le devant de la scène. La progression des rendements américains et l'appréciation du dollar américain, qui pourraient ébranler la stabilité financière des marchés émergents, préoccupent les investisseurs.
- Les pays émergents présentant des déficits importants de la balance courante et une hausse de leur dette extérieure par rapport à la taille de leur économie sont particulièrement vulnérables. Actuellement, seuls trois grands pays enregistrent de mauvais résultats du côté de ces indicateurs. Nous ne considérons pas cette situation comme une inquiétude générale concernant les marchés émergents.



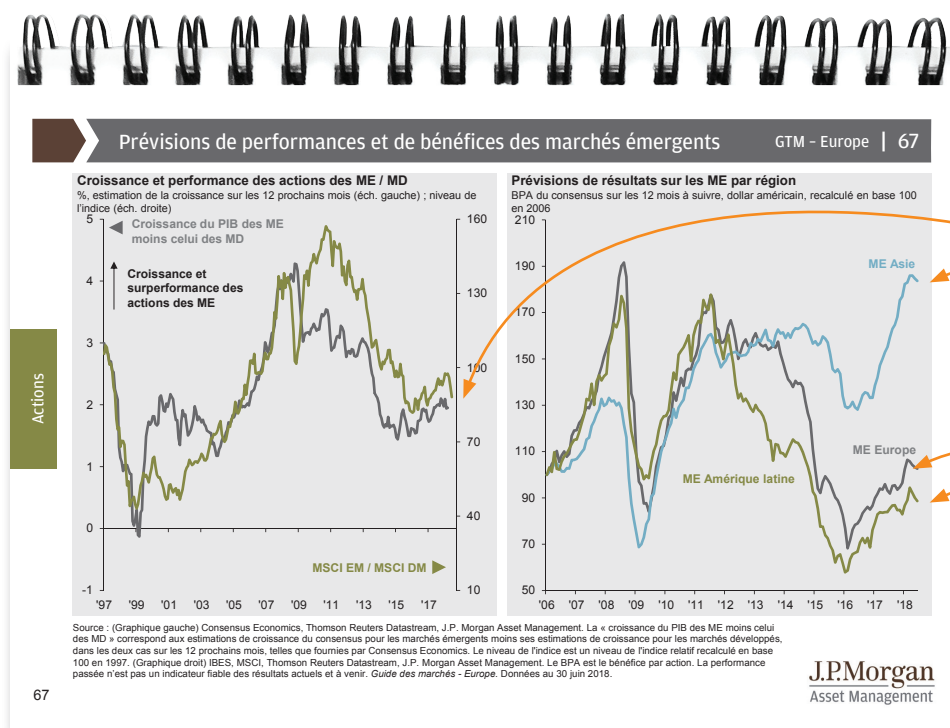
L'Argentine, la Turquie et l'Afrique du Sud semblent plus vulnérables que les autres marchés émergents à l'égard d'une hausse des taux américains.

La situation de la balance courante et l'évolution sur trois ans de la dette extérieure sont deux indicateurs fréquemment utilisés pour évaluer la vulnérabilité d'un pays à l'égard de la hausse des taux américains. Si l'on observe ces indicateurs, on peut constater que de nombreux pays émergents semblent en bonne santé. La Turquie, l'Argentine et l'Afrique du Sud pourraient cependant être vulnérables à l'égard d'un arrêt brusque des financements extérieurs. Ces trois pays affichent d'importants déficits de la balance courante et ont tous significativement accru leur dette extérieure. En revanche, plusieurs pays asiatiques présentent d'importants excédents de la balance courante et ont réduit leur dette extérieure.

Si la balance des paiements d'un pays est vulnérable à l'égard d'un retrait des financements extérieurs, cela ne signifie pas nécessairement qu'une crise est inévitable. Tant que les perspectives de croissance de l'économie et des bénéfices des entreprises restent bonnes, il est possible d'éviter une crise. Même si l'on a observé une modération du rythme de la croissance au premier semestre 2018, le niveau absolu de croissance dans de nombreux marchés émergents reste satisfaisant.

IMPLICATIONS EN TERMES D'INVESTISSEMENT

- En dépit des obstacles à court terme constitués par la vigueur du dollar et l'augmentation des taux américains, les marchés émergents dans leur ensemble ne semblent pas exposés à une crise. À moyen terme, ils apparaissent toujours attractifs.
- Les actions asiatiques semblent les moins exposées face à un relèvement des taux américains et à tout risque lié à la balance des paiements.
- Les résultats des entreprises devraient progresser en 2018 et les valorisations des actions devraient soutenir les marchés émergents.



Un ralentissement du dynamisme économique des marchés émergents par rapport aux marchés développés explique la relative faiblesse récente des actions des marchés émergents.

La croissance des bénéfices est soutenue, mais les données récentes font apparaître les premières révisions à la baisse des estimations de résultats. Les résultats asiatiques semblent les plus résistants.

Source : Guide des marchés - Europe, page 67

3 Investissement durable : de quoi s'agit-il et comment affecte-t-il les décisions en matière d'investissement ?

Que signifient E, S et G ?

Environnemental : thèmes relatifs à la qualité et au fonctionnement de l'environnement naturel et des systèmes naturels, tels que les émissions de carbone, les réglementations environnementales, le stress hydrique et les déchets.

Social : thèmes relatifs aux droits, au bien-être et aux intérêts des individus et des communautés, tels que la gestion de l'emploi, la santé et la sécurité et la sécurité des produits.

Gouvernance : thèmes relatifs à la gestion et la surveillance des sociétés et autres entités détenues, tels que la composition du conseil, l'actionnariat, les droits des actionnaires et les rémunérations.

Types d'investissement durable

Intégration des critères ESG

L'intégration des critères ESG consiste en la prise en compte systématique et explicite de facteurs ESG dans le processus de prise de décisions d'investissement. Souvent, les gestionnaires de portefeuille peuvent vérifier les informations concernant les projets futurs d'une société, sa résilience et ses pratiques commerciales en posant directement des questions, par le biais d'une recherche approfondie ou encore d'un engagement actif, qui peuvent alimenter la décision d'investissement. L'intégration des critères ESG ne restreint pas l'univers d'investissement ni n'exclut de secteurs ou d'entreprises à moins que les directives des clients ou les réglementations locales ne le requièrent. Les équipes d'investissement tiennent compte des idiosyncrasies de chaque stratégie dans le développement et l'approche des critères ESG. La prise en compte de ces éléments peut apporter un degré supplémentaire d'atténuation des risques qui pourrait aboutir à un accroissement des performances ajustées du risque.

À titre d'exemple, l'intégration des critères ESG peut aider un investisseur à éviter d'acquérir des titres d'une entreprise de fabrication qui ne se prépare pas suffisamment aux pénuries de ressources qui impactent sa viabilité à plus long terme. Elle peut aussi aider un gestionnaire de portefeuille à sélectionner une société qui répond favorablement aux critères relatifs à la confidentialité et la sécurité des données par rapport à d'autres sociétés susceptibles d'être confrontées à des difficultés dans ce domaine.

« Meilleurs de la classe »

La sélection des « meilleurs de la classe », ou sélection positive, vise activement à investir dans les sociétés assorties de performances ESG positives par rapport à leurs pairs. À titre d'exemple, si une société dispose d'une organisation appropriée en vue d'une future réglementation environnementale et de futures initiatives politiques en raison de sources d'énergie en disgrâce ou qui perturbent le climat, elle peut être retenue comme « meilleure de la classe » par rapport à d'autres sociétés du secteur. Autre exemple de « meilleur de la classe » : une société dans laquelle la rémunération de la direction est adaptée à la viabilité de la société à long terme ou dans laquelle le conseil d'administration de la société se distingue de ses pairs par sa diversité et son indépendance. Tout comme l'intégration des critères ESG, la sélection des « meilleurs de la classe » ne limite pas nécessairement l'univers d'investissement.

VUE D'ENSEMBLE

- Si l'investissement durable est une notion vaste qui peut avoir des significations différentes selon les personnes, elle revêt de plus en plus d'importance parmi les groupes d'investisseurs et les classes d'actifs.
- Les thèmes environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) peuvent faire partie d'objectifs d'investissement plus généraux ou constituer une exigence particulière. Les stratégies d'investissement qui tiennent compte des critères ESG peuvent être adaptées de différentes manières aux objectifs des clients.
- Comme le montre la page 86 du *Guide des marchés - Europe*, la prise en compte des critères ESG dans le cadre d'une stratégie d'investissement ne porte pas nécessairement atteinte aux rendements des investisseurs et peut même améliorer dans certains cas les performances ajustées du risque.

Sélection basée sur des valeurs/normes

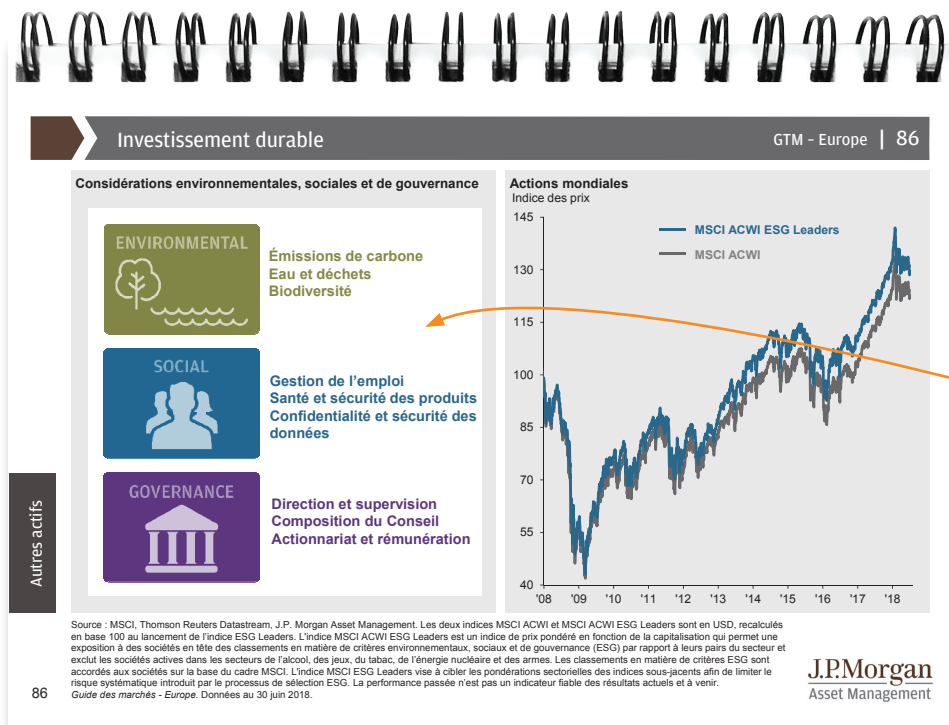
La sélection évite certaines sociétés ou certains secteurs qui ne concordent pas avec les valeurs des investisseurs ou qui ne répondent pas à leurs normes. Par exemple, certains investisseurs peuvent appliquer des règles strictes sur l'exclusion du tabac, de l'énergie nucléaire, des armes, de l'alcool, des jeux ou d'autres secteurs. D'autres peuvent vouloir exclure des sociétés qui ne respectent pas une norme internationale sur les droits de l'Homme. La sélection de stratégies d'investissement d'exclusion évolue pour répondre à la demande des investisseurs.

Investissement d'impact/thématique

Les investissements thématiques reposent sur des thèmes environnementaux ou sociaux spécifiques ou des actifs liés au développement durable, tels que les obligations vertes, les obligations émises par des services publics et les fonds d'investissement investissant dans des entreprises dotées d'objectifs sociaux. Par exemple, une stratégie dédiée aux investissements dans les énergies alternatives ou à faible émission de carbone serait classée dans la catégorie des fonds axés sur l'environnement.

IMPLICATIONS EN TERMES D'INVESTISSEMENT

- Les critères ESG peuvent s'appliquer à toutes les classes d'actifs et à tous les types de stratégies et ne portent pas nécessairement atteinte aux rendements d'un investisseur.
- Plutôt qu'un facteur limitant un univers d'investissement ou le processus d'un gestionnaire de portefeuille, les critères ESG peuvent être considérés comme un filtre supplémentaire à prendre en compte lorsqu'on effectue un investissement, car ils peuvent souvent apporter un degré supplémentaire d'atténuation des risques. Il peut en découler des performances ajustées du risque durables et plus élevées.



Les critères ESG pris en compte peuvent couvrir divers thèmes et secteurs

Source : *Guide des marchés - Europe*, page 86

La page 86 du *Guide des marchés - Europe* présente l'indice MSCI ACWI ESG Leaders, un indice de prix pondéré en fonction de la capitalisation qui permet une exposition à des sociétés en tête des classements en matière de critères ESG par rapport à leurs pairs du secteur et exclut les sociétés actives dans les secteurs de l'alcool, des jeux, du tabac, de l'énergie nucléaire et des armes.

Les classements en matière de critères ESG sont accordés aux sociétés sur la base du cadre MSCI. L'indice MSCI ESG Leaders vise à cibler les pondérations sectorielles des indices sous-jacents.

Par rapport à l'indice MSCI ACWI, l'indice MSCI ACWI ESG Leaders surperforme depuis le lancement de l'indice ESG. Cependant, on constate un seul exemple de combinaison de sélection des « meilleurs de la classe » et de sélection basée sur des normes d'un fournisseur de données. Il existe de nombreux types de sélections et classements externes selon les critères ESG. Cet indice surperforme notamment l'indice MSCI ACWI en périodes de repli.

Le programme Market Insights fournit des données et commentaires détaillés sur les marchés internationaux sans aucune référence à des produits d'investissement. Conçu comme un outil permettant aux clients d'appréhender les marchés et d'accompagner leur prise de décision en matière d'investissement, le programme examine les répercussions des statistiques économiques actuelles et de l'évolution des conditions de marché. 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. Tous droits réservés.

LV-JPM51244 | EU | 07/18 | 0903c02a8228bb2a