

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Evolution des marchés mondiaux et portefeuilles multi-actifs

15 octobre 2018

AUTEUR



Thushka Maharaj
Stratégiste
Multi-Asset Solutions

SYNTHESE

- La récente hausse des rendements a porté les taux de l'ensemble de la courbe des États-Unis à des niveaux attractifs. Les rendements réels de l'extrémité courte sont repassés au dessus de 1 % et sont désormais plus élevés que ceux de l'extrémité longue. Les investisseurs sont rémunérés d'un rendement réel positif sans avoir à prendre de risque. Cette évolution a de profondes implications pour les actifs risqués.
- Nous ne considérons pas l'extrémité courte de la courbe U.S. comme un achat sans réserve pour le moment, dans la mesure où il convient d'admettre que les fins de cycles durent plus longtemps au vu des données historiques et que la politique monétaire se resserre davantage que prévu ex-ante.
- Du fait de l'état d'avancement actuel du cycle et des valorisations atteintes, la duration est relativement plus attractive que les liquidités. Mais cet arbitrage pourrait évoluer dès que la relance budgétaire s'estompera.
- Dans les portefeuilles multi-actifs, nous maintenons un positionnement modestement favorable au risque mais à des niveaux plus faibles qu'en début d'année. La duration devient de plus en plus attractive au sein des portefeuilles, principalement pour ce qui concerne la duration U.S.

ATTRACTIVITE CROISSANTE DE L'EXTREMITÉ COURTE DE LA COURBE DES TAUX DES ETATS-UNIS

Les rendements obligataires américains (U.S.) ont nettement progressé au cours de ces derniers mois, à la suite d'une série de statistiques U.S. solides, d'une rhétorique rigoriste de la Réserve fédérale (Fed) et de divers facteurs techniques (parmi lesquels le rétablissement de l'offre après la pause de l'été). Les rendements U.S. ont progressé tout au long de la courbe, mais les évolutions de son extrémité courte, pour une large part en réponse au resserrement de la Fed, ont été les plus impressionnantes. Après une augmentation de 70 points de base (pb) en 2018, les rendements U.S. à deux ans sont en hausse de 90 pb depuis le début de l'année à 2,85 %. Dans le même temps, la hausse des rendements nominaux des liquidités a poussé à la hausse les rendements réels ; depuis juillet, ils enregistrent une progression de 40 pb sur la partie courte de la courbe, à un niveau actuel de 1,1 %, et sont désormais supérieurs aux rendements réels à 10 ans.

Au moment où l'économie parvient en fin de cycle alors que la Fed poursuit sa politique de resserrement monétaire, le rendement à deux ans progresse de concert avec les taux directeurs, reflétant les anticipations de taux à court terme. A un certain point, le *carry and roll* gagné en détenant l'extrémité courte de la courbe dépasse l'impact négatif de la hausse des taux directeurs. Dans ce bulletin, nous nous intéressons aux cycles de hausse passés et étudions le moment où, dans le cycle de resserrement actuel, l'extrémité courte de la courbe pourrait devenir attractive pour les investisseurs multi-actifs.

Lors du cycle de 1994, la Fed a surpris les marchés en augmentant les taux *fed funds* à sept reprises en 12 mois. Les taux à deux ans ont progressé de 400 pb au cours de ce cycle. Dès que le taux *fed funds* s'est approché de la neutralité (selon l'instrument de mesure des taux neutres Laubach-Williams¹), la remontée des rendements de l'extrémité courte a été rapide. Fait important, elle est survenue malgré la poursuite du resserrement de la Fed. Au cours des cycles de hausse des taux de 1999 et 2004, les rendements à deux ans ont également culminé à proximité du moment où la politique monétaire était proche de son point neutre (graphique 1). Ce modèle (dans lequel la hausse des rendements à deux ans décroche dès que la politique monétaire approche de ce qui est perçu comme un point neutre) a prévalu au cours de chacun des trois cycles de resserrement qui sont intervenus depuis les années 1990.

Avec le recul nous identifions clairement ce modèle, mais au cours d'un cycle de hausse il est très difficile d'évaluer le niveau ou le couloir de fluctuation du taux neutre. Le définir n'est pas une mince affaire. Pour l'essentiel, il ne peut pas être observé mais seulement déduit ex-post comme "évident", en se basant sur les données réelles. L'instrument Laubach-Williams de mesure de la neutralité est largement utilisé mais il est sujet à révisions lorsque des corrections de PIB sont effectuées a posteriori. De plus, diverses méthodes fournissent un éventail de taux neutres possibles et les mesures en temps réel de la productivité

sont difficiles à déterminer (et sujettes à des effets retard). Dans le cycle actuel, la mesure du taux neutre est particulièrement complexe du fait des mesures de relance budgétaire sans précédent prises aux États-Unis. De plus, dans la période postérieure à la crise financière, l'interaction entre facteurs cycliques et structurels des taux neutres à long terme est difficile à discerner.

Valorisation d'un taux neutre

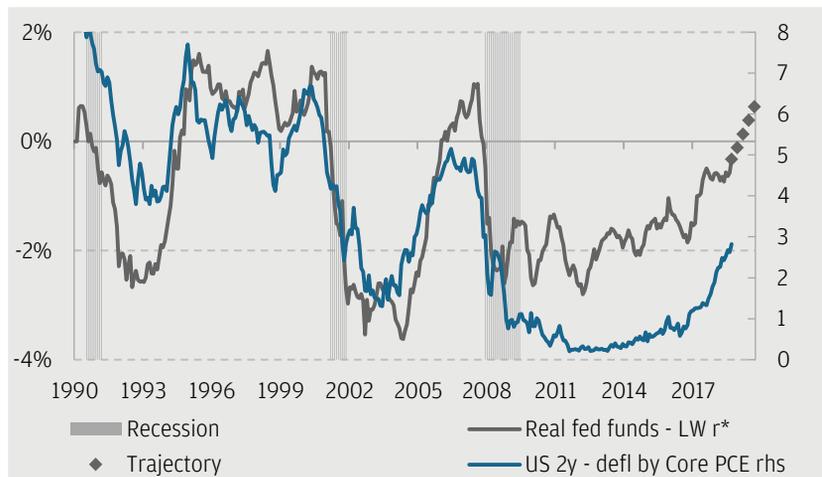
Les investisseurs sont confrontés à une complication supplémentaire : intégrer les taux neutres à court et à long terme dans la valorisation du marché. Les séries statistiques longues suggèrent qu'ils ont ici un historique de performance inégal. On peut le constater à la lecture du graphique 2, qui représente le taux *fed funds* et les estimations de valorisation du marché à divers moments des cycles de hausse de 1999 et 2004. Dans ces deux cycles, le marché a été de peu d'utilité dans l'anticipation des taux finaux. Autrement dit, les cycles ont duré plus longtemps et la Fed a opéré un resserrement plus intense que celui anticipé par les investisseurs au début de chaque cycle. Le cycle de hausse actuel, qui a débuté fin 2015, suit une trajectoire identique, particulièrement après la pause marquée par la Fed en 2016.

Actuellement le marché valorise un taux *fed funds* en fin de cycle proche de 3,2 %. Avec le taux *fed funds* actuel de 2 %-2,25 %, nous estimons que nous entrons en zone neutre.

¹ Celui-ci est défini comme le *taux* ou couloir de *taux* compatible avec le plein emploi, la croissance tendancielle, et des *prix* stables. Une économie dans cette configuration ne devrait pas avoir besoin d'être stimulée ou freinée par la *politique* monétaire.

GRAPHIQUE 1 : TAUX FED FUNDS REELS (DEFLATÉS DU CORE PCE) COMPARES A L'INSTRUMENT DE MESURE LAUBACH-WILLIAMS DES TAUX NEUTRES (R-STAR).

Au cours des précédents cycles de resserrement, la hausse des rendements à deux ans commence à décrocher une fois que la politique monétaire devient neutre et recule significativement par la suite. Il est difficile d'évaluer le degré de resserrement monétaire en temps réel, mais l'utilisation du modèle Laubach-Williams (avec toutes ses limites) est un point de départ raisonnable. A notre avis, la politique monétaire est au niveau plancher de notre fourchette prévisionnelle de politique monétaire neutre et devrait approcher de son plafond vers le milieu de 2019.



Sources : * Prévisions de taux *fed funds* réels basés sur quatre nouvelles hausses de taux au cours des 12 prochains mois. Bloomberg, Federal Reserve Bank of San Francisco, Datastream, J.P. Morgan Asset Management ; données au 30 septembre 2018.

Notre scénario de base (poursuite des hausses de taux trimestrielles au cours des prochains trimestres) suggère que la politique monétaire devrait poursuivre sa trajectoire pour atteindre le plafond de la zone neutre d'ici au milieu de 2019. Lorsque ce moment sera arrivé, l'expérience passée indique que la hausse du rendement à deux ans devrait progressivement décrocher.

Au niveau mondial, nous relevons également que les Etats-Unis sont le seul pays du G10 doté d'un taux directeur réel positif. Les taux de rémunération des dépôts en Europe sont figés à - 40 pb, au Japon les taux directeurs sont à - 10 pb avec une courbe de contrôle des taux qui pèse sur les rendements jusqu'au point à 10 ans, et au Royaume-Uni les taux restent à des niveaux très bas même après deux hausses. Cette divergence se situe à l'opposé des précédents cycles de resserrement monétaire : trois ans avant les cycles de resserrement U.S. passés, la plupart des autres banques centrales avaient, soit commencé, soit étaient sur le point de débiter, leurs propres cycles de resserrement. En prenant en compte le fait que 17 % des obligations d'Etat des marchés développés ont encore des rendements négatifs (selon l'indice BAML Global Developed Market), un rendement réel positif pour un tel instrument de durée courte aux États-Unis est attractif.

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

En résumé, l'extrémité courte de la courbe des taux U.S. est clairement plus attractive qu'elle ne l'a été au cours de ces dernières années.

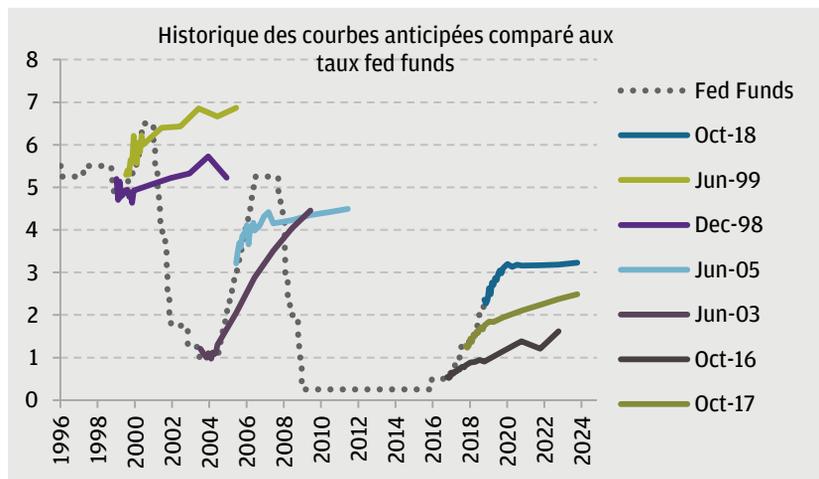
Mais elle ne l'est pas encore suffisamment du fait qu'il existe un vaste potentiel de hausse des taux directeurs au delà du niveau déjà valorisé par les marchés. Nous sommes après tout en fin de cycle et le processus de resserrement monétaire se prolonge habituellement plus longtemps qu'anticipé ex-ante. Cependant, si l'on se projette en 2019, la relance budgétaire américaine (U.S.) va commencer à perdre de son éclat et il ne serait pas étonnant d'assister à une baisse de rythme du resserrement à un moment de l'année 2019. A l'approche de la nouvelle année, nous prévoyons de trouver plus d'opportunités à l'extrémité courte de la courbe. Pour l'instant, nous gardons notre préférence pour la durée par rapport aux liquidités : il n'existe pas de signes de ralentissement du momentum aux Etats-Unis et la Fed est concentrée sur l'accomplissement de ses hausses trimestrielles.

Mais le fait que les investisseurs sont désormais rémunérés d'un rendement positif sans avoir à prendre de risque actif a de profondes implications pour les actifs risqués, y compris la dette émergente et le crédit au sens large. C'est une raison pour laquelle nous avons réduit notre positionnement sur les marchés du crédit au sens large.

Dans nos portefeuilles multi-actifs nous maintenons une préférence pour les actifs américains (U.S.) avec une orientation légèrement favorable au risque. Nous avons réduit progressivement notre exposition au risque depuis le T1 et sommes surpondérés sur la durée.

GRAPHIQUE 2 : TAUX FED FUNDS COMPARES AUX HISTORIQUES DES COURBES DE TAUX ANTICIPEES PRISES EN COMPTE DANS LA COURBE DE TAUX DU MARCHE MONETAIRE

Lors des précédents cycles de resserrement, le marché a été d'un piètre secours pour évaluer la durée du cycle et l'intensité du reserrement mené par la Fed. Ceci tient en partie au fait que les dirigeants politiques deviennent plus dépendants des statistiques au fur et à mesure que la fin de cycle approche. Dans le cycle actuel, le marché a en permanence sous-estimé les prévisions de resserrement de la politique monétaire, particulièrement au cours de la pause marquée par la Fed en 2016.



Sources : Bloomberg, Datastream, Federal Reserve Bank of San Francisco, J.P. Morgan Asset Management ; données au 30 septembre 2018.

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

Mark Richards

Stratégiste
Londres

Diego Gilsanz

Stratégiste
New York

Pour de plus amples informations, veuillez prendre contact avec votre conseiller J.P. Morgan Asset Management.

Important Disclaimer

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-101518 | 0903c02a8219f62b