

# Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Evolution des marchés mondiaux et portefeuilles multi-actifs

22 octobre 2018

## AUTEURS



**John Bilton, CFA**  
Directeur de la Stratégie  
Multi-Asset Solutions



**Diego Gilsanz**  
Stratégiste  
Multi-Asset Solutions

## SYNTHESE

- L'économie américaine (U.S.) est en fin de cycle et devrait devenir progressivement moins résistante aux chocs. De plus, le marché américain (U.S.) des actions a déjà réalisé un beau parcours pendant ce cycle, ce qui soulève la question de l'opportunité d'une prise de risque actions hors des États-Unis.
- En fin de compte, l'économie américaine (U.S.) se porte bien et son rythme de croissance est pour le moment une dynamique puissante qui devrait soutenir les bénéfices des entreprises et la performance du marché des actions. En attendant, la divergence entre les modèles de croissance mondiale a provoqué une certaine perte d'attractivité des marchés hors États-Unis.
- Nous conservons une préférence pour les actifs américains (U.S.), mais avons choisi de modérer notre biais pro-actions. Nous nous intéressons légèrement plus à la durée de la hausse actuelle des rendements. Tout en admettant qu'un choc inflationniste pourrait pénaliser à la fois les actions et les obligations, les anticipations d'inflation restent bien ancrées et nous estimons qu'un mouvement de vente massif sur le marché, provoqué par l'inflation, serait de courte durée.

## REEXAMEN DE LA DIVERSIFICATION SUR LES ACTIONS MONDIALES AU VU DE LA FIN DE CYCLE DE L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE (U.S.)

Le problème spécifique des longues périodes d'expansion économique réside dans le fait que si le rythme positif de la croissance suggère que les actifs risqués, comme les actions, devraient bien se comporter, une large part des performances pourrait avoir déjà été engrangée. C'est le paradoxe auquel sont toujours confrontés les investisseurs : les performances d'un actif sont souvent les plus prometteuses lorsque celui-ci est le moins recherché (lorsque les actions sont habituellement reléguées dans les profondeurs d'une récession) et, lorsqu'il redevient en vogue, ses performances potentielles auront généralement diminué spectaculairement.

Cette particularité est importante dans le contexte actuel du marché, particulièrement aux États-Unis où les statistiques économiques intérieures sont robustes – et même exceptionnelles pour ce qui concerne les indicateurs de l'emploi. Mais investir dans un marché d'actions haussier depuis 10 ans affichant une progression de 320% par rapport à ses points bas ressemble beaucoup à un acte de foi. Dans ces conditions, les statistiques actuelles et la croissance supérieure à la tendance sont-ils les derniers barouds d'honneur d'une économie en surchauffe ? Ou reste-t-il encore du carburant dans le réservoir pour alimenter l'économie américaine (U.S.) et ses actions ? C'est un dilemme qui a des implications pour les investisseurs dans le monde entier, compte tenu de la sensibilité des perspectives mondiales à l'économie américaine.

La vérité se situe probablement quelque part entre ces deux extrémités. L'économie américaine (U.S.) est en fin de cycle et va devenir progressivement moins résiliente aux chocs au fur et à mesure que le temps passe, mais le momentum persistant de la croissance est une tendance puissante et soutient jusqu'à présent les bénéfices des entreprises et la performance du marché des actions. En effet, depuis que le National Bureau of Economic Research a commencé à tenir un registre statistique sur l'économie américaine en 1971, il a recensé 38 années sans récession et, au cours de 35 d'entre elles, l'indice S&P 500 a réalisé des performances totales positives. Alors que l'économie poursuit son expansion, les marchés d'actions baissiers n'ont pas réellement l'histoire de leur côté, bien que ceci ne les empêchera pas de ronchonner - et toujours plus fort alors que cette expansion se poursuit.

**La divergence dans les modèles de croissance mondiale**

Néanmoins, la toile de fond optimiste d'une progression généralisée de la croissance mondiale, dont nous avons bénéficié en 2017, n'est plus désormais qu'un souvenir en voie de dissipation et la médiocre performance des marchés d'actions en 2018 hors des États-Unis reflète la divergence des modèles de croissance dans le monde entier. Pour tout investisseur s'inscrivant dans une perspective mondiale, le potentiel de la diversification régionale est une force puissante et souvent un véritable allié. Il y a deux ans, l'incertitude pesant sur une série de problèmes mondiaux - allant du Brexit à la Corée du Nord ou à l'agenda de l'administration américaine (U.S.) - a été plus que compensée par la progression généralisée de la croissance mondiale.

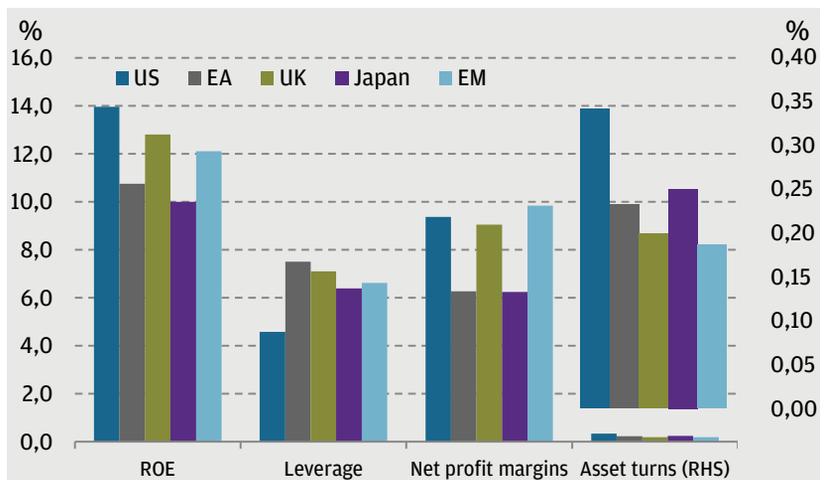
La diversification dans toute une série de marchés d'actions régionaux a permis aux investisseurs de prendre sans difficulté un important risque de marché.

Aujourd'hui cependant, le modèle d'une croissance mondiale plus lente et moins coordonnée a replacé les risques extrêmes sur le devant de la scène. De plus, le contexte général de fin de cycle et l'intensification progressive du resserrement monétaire donne aux marchés une moindre marge de manœuvre pour s'affranchir de l'incertitude. Cette évolution se traduit à son tour par de fréquents plongeons du sentiment général des investisseurs et par des flambées régulières de volatilité. Plus important, le potentiel réduit de la diversification dans les actions internationales laisse les investisseurs avec une plus forte concentration sur le risque régional et, en particulier, une exposition concentrée sur les États-Unis.

Pour ce qui concerne les fondamentaux, les actions américaines (U.S.) continuent à paraître attractives par comparaison avec la plupart des autres marchés d'actions. Les bénéfices sont solides, les dividendes et rachats d'actions se conjuguent pour fournir un profil de robuste performance, les valorisations sont revenues sur des niveaux plus modestes et le rendement des fonds propres est stable et bien supérieur à celui de la plupart des autres marchés. Notre confiance est malgré tout modérée - tout d'abord du fait que nous sommes très avancés dans le cycle actuel et, fait plus important encore, en raison de l'amointrissement des possibilités de se diversifier hors du marché américain (U.S.).

**GRAPHIQUE 1 : RENDEMENT SUPERIEUR DES FONDS PROPRES AUX ETATS-UNIS PROVOQUE PAR DE MULTIPLES FACTEURS**

La formule de DuPont répartit le rendement des fonds propres (ROE) en trois instruments de mesure : l'endettement, les marges bénéficiaires nettes et la rotation des actifs. Le marché des États-Unis présente un ROE plus élevé que les autres marchés d'actions développés et sa force est largement répartie sur toutes les caractéristiques de DuPont. De plus, les entreprises américaines (U.S.) parviennent à dégager des ROE plus élevés tout en recourant moins à l'endettement.



Source : Thomson Reuters Datastream ; données d'octobre 2018.

Cela ne s'explique pas tant par le fait que le marché américain (U.S.) des actions se distingue par son attractivité intrinsèque, mais davantage du fait de faiblesses spécifiques constatées sur de nombreux autres marchés régionaux. Les actions européennes ont un bon levier d'exploitation et un potentiel de progression de leurs marges, mais sont prises en étau entre la montée des risques politiques et la possible mise sous pression de leurs bénéficiaires si l'euro rebondit. Les actions émergentes sont désormais bon marché mais l'inexorable resserrement de la politique monétaire des États-Unis et la poursuite de leur rhétorique commerciale sont de puissants vents contraires. Les actions du Royaume-Uni sont tributaires de la trajectoire de la livre sterling, elle-même otage des difficiles et interminables négociations sur le Brexit. Les perspectives pourraient s'améliorer pour les actions canadiennes du fait du rebond du pétrole ainsi que pour les actions japonaises du fait de l'amélioration de leurs bénéficiaires mais, en fin de compte, restent les États-Unis avec leur marché haussier d'un âge avancé mais résistant, qui se démarquent sur de si nombreux instruments de mesure.

Mais, si l'économie américaine (U.S.) se porte bien, le marché des actions a déjà réalisé un long parcours. Et au moment où les modèles de croissance mondiale divergent, les possibilités de diversification régionale s'amointrissent. Ceci laisse une concentration sur les États-Unis qui pourrait s'avérer correcte à long terme. Néanmoins, dans la mesure où la prudence exigerait davantage de diversification que l'on peut réellement en trouver, les investisseurs devraient logiquement être amenés à réduire leur risque actions par rapport à ce que pourrait justifier les solides données macro-économiques.

## IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

Dans nos portefeuilles multi-actifs nous maintenons encore une préférence pour les actifs américains (U.S.) avec un positionnement modestement favorable au risque. Notre opinion actuelle prend en compte les difficultés de la diversification sous deux aspects. Tout d'abord, la nature concentrée de notre exposition actions, centrée sur les États-Unis. Nous continuons à trouver attractives les actions U.S. à la fois à court terme étant donné leur solide momentum des bénéficiaires, et, si l'on regarde vers la fin du cycle, leur nature défensive qui présente une attractivité supplémentaire.

Le second aspect concerne le risque que notre couverture du risque actions (une position longue sur la durée) puisse se révéler inopérante si l'inflation progresse. Il est certain que les fortes perspectives de croissance, jointes à la détermination de la Réserve fédérale (Fed), ont poussé les rendements vers une fourchette dont le niveau suggère que les bons du Trésor américain pourraient jouer le rôle d'une couverture importante pour amortir les chocs de croissance si, par exemple, les négociations commerciales en cours commencent à affecter de façon plus décisive le comportement des entreprises. Cependant, nous sommes conscients qu'un choc d'inflation pourrait affecter à la fois les actions et les obligations. Tout en admettant que les salaires se raffermissent progressivement aux États-Unis, l'inflation est un phénomène à haute inertie et les anticipations d'inflation restent bien ancrées. De plus, nous estimons que l'impact d'une inquiétude suscitée par l'inflation quant aux perspectives de la politique monétaire devrait être limité. Le Comité de politique monétaire ne devrait pas accélérer le rythme du resserrement monétaire à partir de maintenant et le marché a déjà fait du chemin sur la voie de la valorisation des prévisions actuelles de la Fed. En dernier lieu, nous estimons qu'un mouvement de vente massif sur le marché, qui serait provoqué par l'inflation, serait de courte durée, bien que douloureux pour les portefeuilles équilibrés.

## L'équipe Stratégie Multi-Asset Solutions

**John Bilton**

*Responsable de la Stratégie  
Londres*

**Patrik Schöwitz**

*Stratégiste, Éditeur  
Londres*

**Michael Hood**

*Stratégiste  
New York*

**Thushka Maharaj**

*Stratégiste  
Londres*

**Benjamin Mandel**

*Stratégiste  
New York*

**Tim Lintern**

*Stratégiste  
Londres*

**Michael Albrecht**

*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](http://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-102218 | 0903c02a8219f62b