

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Evolution des marchés mondiaux et portefeuilles multi-actifs

29 octobre 2018

AUTEUR



Michael Hood
Stratégiste
Multi-Asset Solutions

SYNTHESE

- Les marchés d'actions ont été l'objet d'un *sell-off* (mouvement de vente massif) pour la seconde fois cette année, provoqué de nouveau par les inquiétudes que suscite l'approche de la fin du cycle.
- Si plusieurs aspects du contexte économique ont récemment déçu, nous ne pensons pas que le flux des informations justifie en lui-même ce *sell-off*.
- Nous estimons que c'est plutôt le ralentissement de l'évolution de plusieurs aspects du contexte économique qui est en cause, avec le resserrement régulier de la politique monétaire de la Réserve fédérale, le passage à vide des moteurs de croissance hors des États-Unis et la saison des bénéfices des entreprises amenant les investisseurs à s'interroger sur la pérennité de l'expansion actuelle.
- En lui-même, le *sell-off* des actions ne devrait pas fortement affecter les perspectives économiques et, du moins pour le moment, il ne semble pas à même d'empêcher la prochaine hausse de taux.
- Nous maintenons notre préférence pour les actions américaines (U.S.) malgré leur rôle dans le déclenchement de ce *sell-off*, prévoyant que leur haute qualité devrait s'imposer d'elle-même dans l'éventualité d'un recul plus sérieux et plus durable.

LE CONTEXTE MACRO DU *SELL-OFF* SUR LES ACTIONS

Pour la deuxième fois cette année, les marchés d'actions ont plongé, le *sell-off* (mouvement de vente massif) de ces dernières semaines émanant de nouveau des actions américaines (U.S.). L'ampleur de ce mouvement (l'indice S&P 500 reculant de plus de 8 % par rapport à son pic de septembre) pose deux questions si l'on se place dans une perspective macroéconomique. Tout d'abord, y a-t-il eu un décrochage important dans les prévisions économiques justifiant un tel plongeon ? En second lieu, le recul du marché des actions modifie-t-il par lui-même le paysage économique ? Si les récents chiffres économiques ont déçu sur certains plans, nos prévisions concernant l'économie américaine n'ont évolué que marginalement. S'il se maintenait, le *sell-off* des actions devrait représenter un facteur négatif marginal pour la croissance en 2019, mais nous ne pensons pas que l'évolution constatée à ce jour dissuadera la Réserve fédérale (Fed) de continuer à resserrer sa politique monétaire, une hausse de taux restant probable en décembre.

Nous ne constatons aucun indice probant d'une forte détérioration des conditions économiques américaines (U.S.) au cours du mois dernier ou du précédent. Notre indicateur à haute fréquence favori des points de retournement de la croissance aux États-Unis (les nouvelles demandes d'allocation chômage) a très peu évolué, les demandes restant proches de leur plus bas niveau de ces 50 dernières années (les demandes d'inscription ont annoncé de façon fiable la détérioration de l'économie avant les récessions précédentes et n'envoient pas un tel message actuellement).

Plus largement, les indices de surprise économique aux États-Unis se sont légèrement améliorés depuis septembre et les autres témoins lumineux de notre tableau de bord de surveillance des récessions ne sont pas au rouge. Nous continuons à prévoir une décélération progressive de la croissance du PIB des États-Unis par rapport à son emballement de mi-2018 mais estimons qu'un rythme supérieur à la tendance va persister pendant trois nouveaux trimestres.

Il est certain que nous observons depuis quelque temps une détérioration de plusieurs aspects importants de l'économie mondiale :

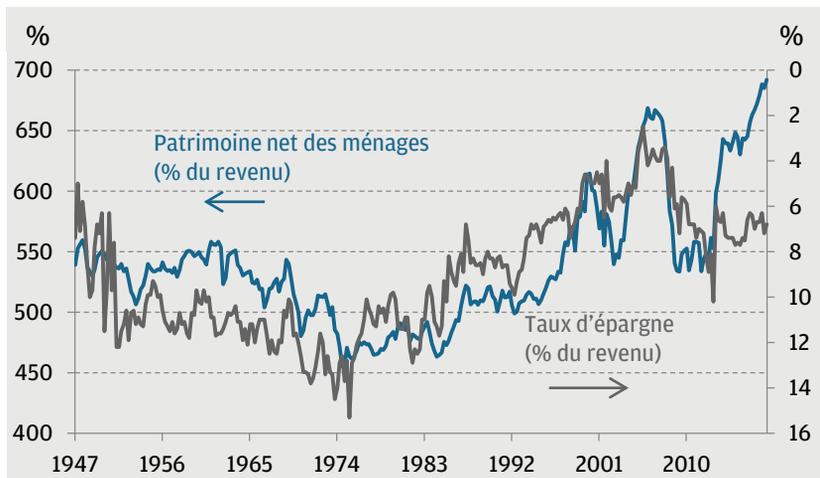
- *Un accès de faiblesse du secteur du logement aux États-Unis.* Les statistiques du secteur du logement ont pris un tour défavorable au cours de ces derniers mois, avec une forte baisse des ventes. Nous attribuons ce ralentissement à la hausse des taux des prêts hypothécaires cette année, intervenue lorsque le niveau d'activité du secteur du logement a atteint notre fourchette d'équilibre estimée. Si nous n'anticipons pas une forte contribution de ce secteur à la croissance d'ici à la fin de l'expansion actuelle, les chiffres récents de nos indicateurs suggèrent que l'investissement résidentiel pourrait nettement reculer au cours des prochains trimestres. Le vacillement du secteur du logement fait resurgir les souvenirs désagréables de la Grande Récession mais nous estimons que la vulnérabilité actuelle de l'économie à un retournement de ce secteur est bien moindre que celle du milieu des années 2000, et nous estimons qu'une contraction du secteur du logement ne génère qu'un modeste risque de baisse pour nos prévisions d'ensemble de la croissance.

- *Déception persistante sur la zone euro.* Nous avons abaissé régulièrement nos prévisions de croissance pour la zone euro depuis le début de cette année et un recul brutal du PMI flash d'octobre indique un nouveau risque de baisse (il a évolué vers un niveau cohérent avec une croissance du PIB proche de 1,5 %, à comparer avec notre prévision de 1,75 % pour le quatrième trimestre). Les facteurs sous-jacents de la croissance de la zone euro ne semblent pas avoir beaucoup évolué, mais la combinaison de l'incertitude politique, des perturbations subies par l'important secteur manufacturier automobile de la région et d'inquiétudes sur les perspectives du commerce international et de l'activité des pays émergents pourrait peser sur l'économie plus durablement que ce que nous avons anticipé.

- *L'incertitude concernant la Chine.* Nous nous attendons à une politique de relance pour stabiliser la croissance chinoise d'ici la fin de cette année. Les indicateurs de septembre sont restés sans véritable relief et les statistiques du crédit suggèrent que l'assouplissement monétaire peine à produire ses effets. Les sorties de capitaux ont progressé, ce qui devrait avoir pour effet de resserrer les conditions financières. La relance budgétaire étant également en action, nous prévoyons toujours que l'économie va passer ce moment critique au cours des mois qui viennent mais toute amélioration devrait faire pâle figure par rapport aux caractéristiques des précédentes périodes d'assouplissement.

GRAPHIQUE 1 : LE TAUX D'ÉPARGNE DES MÉNAGES EST RESTÉ ÉLEVÉ MALGRÉ LA HAUSSE DES ACTIONS

Le comportement du taux d'épargne des ménages américains (U.S.), dans l'ensemble soutenu au cours de ces dernières années même avec l'amélioration nette des situations financières, ne suggère qu'un effet de richesse limité sur les dépenses de consommation au cours de l'expansion actuelle. D'un côté, ce phénomène n'implique que des dégâts limités pour l'économie générés par le *sell-off* intervenu sur le marché des actions. De l'autre, il suggère également que la Réserve fédérale ne sera pas pressée de devenir accommodante en réaction aux reculs du marché des actions.



Sources : Federal Reserve, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions ; données du second trimestre 2018

Bien que ces nouvelles économiques fragmentaires ne soient pas d'une grande utilité, nous ne les estimons pas suffisantes pour justifier le *sell-off* de ce mois. Nous pensons plutôt que c'est le ralentissement de l'évolution de certains aspects du contexte économique qui est en cause, en particulier : le resserrement en cours mené par la Réserve fédérale accompagné d'anticipations du même type, un sentiment général selon lequel la croissance hors des États-Unis est sujette à un risque de baisse (en partie lié à aux inquiétudes suscitées par la guerre commerciale) et les craintes (en partie liées à la politique de la Fed) que les États-Unis eux-mêmes soient en train d'évoluer vers la fin de leur cycle actuel. Des prévisions ambiguës au cours de la saison actuelle des bénéfices semblent avoir cristallisé ces deux dernières inquiétudes. Nous continuons à estimer que le risque de récession aux États-Unis est assez faible au cours de l'année qui vient et prévoyons que le marché va finalement se focaliser de nouveau sur un climat général de croissance encore solide des bénéfices. Mais les inquiétudes de fin de cycle devraient désormais s'imposer de nouveau périodiquement, générant des périodes de flambée de la volatilité.

Qu'en est-il des effets du *sell-off* lui-même sur l'économie ? Les conditions financières se sont resserrées sans ambiguïté au cours de ces dernières semaines et elles se sont désormais libérées de l'essentiel de leur assouplissement en 2016 et 2017. Elles sont ainsi devenues un facteur neutre à négatif pour les perspectives de 2019, au lieu du facteur favorable qu'elles représentaient au cours de la plus grande partie de cette année. De plus, nous n'avons pas encore entendu la communication de la Fed suggérer que le processus de resserrement monétaire était susceptible d'évoluer à court terme. Si le Comité fédéral de politique monétaire (FOMC) finira par être sensible aux évolutions du marché financier, nous estimons qu'avec un taux de chômage inférieur à 4 %, une inflation très proche de l'objectif de la Fed, et des prévisions à court terme basées sur une croissance supérieure à la tendance, c'est un resserrement plus net des conditions financières qui serait requis pour modifier l'opinion de la Fed. La probabilité d'une hausse en décembre s'est, selon nous, légèrement réduite mais reste bien supérieure à 50 %.

Nous relevons cependant deux facteurs d'atténuation du scénario des conditions financières. Tout d'abord, le dollar a progressé moins que ce que l'on aurait pu envisager au cours de la chute du marché des actions, limitant le handicap subi par les bénéfices des entreprises américaines (U.S.). En second lieu, le prix du pétrole a également reculé brutalement, inversant ce qui semblait constituer un frein important aux dépenses de consommation en fin d'année. Plus généralement, l'économie américaine (U.S.) ne semble pas avoir subi un effet de richesse important en provenance des fluctuations du marché des actions au cours de l'expansion actuelle, le taux d'épargne des ménages se situant à un niveau plus élevé que celui qu'impliquerait des conditions de situation financière hautement favorables (**graphique 1**).

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

Du fait de la modestie de la détérioration constatée dans nos perspectives économiques de base, nous considérons le recul actuel des actions, en termes macro-économiques, comme une correction plutôt que comme le signal d'une récession imminente (et un *sell-off* sur les actions bien plus important). Ceci dit, compte tenu de la performance des liquidités et de celle attendue des obligations d'Etat, désormais bien moins inintéressante que précédemment, et avec la dynamique de fin de cycle aux États-Unis qui devrait se rappeler régulièrement au bon souvenir des investisseurs, nous anticipons des ratios de Sharpe faibles pour les actifs risqués. Ceci dit, le *sell-off* a propulsé la prime de risque sur les actions dans le haut de la fourchette de sa norme de long terme, ce qui justifie à notre avis une légère préférence pour les actions au détriment des obligations. Nous maintenons notre préférence pour les actions américaines (U.S.) malgré leur rôle dans le déclenchement de ce *sell-off*, prévoyant que leur nature de haute qualité s'imposera d'elle-même dans l'éventualité d'un recul plus sérieux et plus durable.

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*

Patrik Schöwitz

*Stratégiste, Éditeur
Londres*

Thushka Maharaj

*Stratégiste
Londres*

Tim Lintern

*Stratégiste
Londres*

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 constituent 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-102918 | 0903c02a8219f62b