

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Evolution des marchés mondiaux et portefeuilles multi-actifs

21 mai 2018

AUTEURS



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



Thushka Maharaj
Stratégiste
Multi-Asset Solutions

SYNTHESE

- Alors que les courbes des taux se sont dans l'ensemble aplaties au cours de ces dernières années, les mises en garde se sont proportionnellement multipliées, selon lesquelles une courbe de taux plate annonce une récession économique.
- Si la courbe des taux est en général un bon indicateur, c'est plutôt l'inversion de la courbe que son aplatissement qui émet un puissant signal incitant à la réduction du risque. L'aplatissement de la courbe, conséquence naturelle d'un cycle de hausse des taux, est fréquent au cours des derniers stades du cycle conjoncturel.
- Les courbes des taux ont été déformées par le quantitative easing (QE) et sont plus plates que ce que les purs facteurs macro auraient permis d'anticiper, réduisant ainsi sans cependant l'éliminer, leur pouvoir prédictif.
- Dans notre scénario de base fondé sur une croissance supérieure à la tendance dans les principaux marchés développés et une normalisation de l'inflation, nous prévoyons un faible risque d'inversion de la courbe des taux cette année. Nous maintenons par conséquent une approche modérément positive du couple actions/obligations, nos régions de prédilection pour les actions étant les États-Unis, les marchés émergents et le Japon.

SURVEILLANCE DES SIGNAUX EMIS PAR LA COURBE DES TAUX

Il est souvent instructif d'observer comment les investisseurs interprètent des thèmes extérieurs aux classes d'actifs qui polarisent habituellement leur intérêt – par exemple des investisseurs obligataires cherchant à expliquer les fluctuations des rendements en tournant du côté des bénéfices des actions, ou des investisseurs en actions tentant de rapprocher les valorisations des actions des prévisions de la politique monétaire de la banque centrale. Il convient d'admettre que les marchés sont inextricablement liés et que la stabilité repose en dernier ressort sur l'équilibre existant entre les classes d'actifs.

Il est à la fois paradoxal et nécessaire que nous tentions de trouver une explication logique à des fluctuations inexplicables dans une classe d'actif en observant d'abord les autres classes d'actifs. Mais, lorsque nous recherchons des indices dans une classe d'actifs avec laquelle nous sommes moins familiers, il existe un risque de contresens. Nous devrions faire preuve de prudence dans l'application de règles générales communément admises pour d'autres classes d'actifs.

Le débat sur la courbe des taux en est un bon exemple. Les courbes de taux s'étant dans leur ensemble aplaties au cours de ces dernières années, les mises en garde se sont accrues proportionnellement, selon lesquelles des courbes plates sont annonciatrices de problèmes économiques. Il existe des précédents historiques tangibles du pouvoir de prédiction de la courbe des taux, particulièrement aux États-Unis. Nous pourrions même affirmer que lorsque la courbe des taux des États-Unis s'inverse, cette évolution constitue un important signal incitant à la réduction du risque. Une courbe des taux inversée et un aplatissement de la courbe sont cependant deux choses très différentes. De plus, les courbes de taux actuelles présentent des nuances locales importantes dans l'ère postérieure au QE et ceci réduit leur pouvoir prédictif.

L'inversion de la courbe, plutôt que son aplatissement, peut annoncer une récession

Depuis le début des années 1960, une inversion de la courbe des taux des États-Unis - mesurée comme étant les rendements U.S. à 10 ans moins les taux rémunérant les liquidités ou fed funds - a précédé chacune des sept récessions (voir graphique 1). Il y a eu deux fausses alertes : l'une en 1966, lorsqu'un resserrement budgétaire pendant deux ans environ a poussé les États-Unis vers un ralentissement de milieu de cycle, et l'autre en 1998, à l'époque du défaut sur la dette russe et de la crise financière asiatique. Avec un tel taux d'occurrence, il est peu surprenant que les investisseurs scrutent attentivement les courbes de taux, particulièrement lorsqu'elles s'aplatissent.

Pourtant, un examen plus attentif révèle que le problème ne réside pas tant dans le processus d'aplatissement de la courbe des taux que dans celui de son inversion. Au cours des neuf phases d'aplatissement de la courbe des taux aux États-Unis depuis le début des années 1960, l'indice S&P 500 a enregistré une performance, en moyenne, supérieure à 30 % entre le moment où la courbe a commencé à s'aplatir et celui où elle a commencé à s'inverser. Mais entre le point de première inversion de la courbe et celui de l'apogée de cette inversion, le S&P 500 a performé en moyenne de - 2,5 %.

Les précédents historiques suggèrent que, si une inversion de la courbe des taux aux États-Unis est un signal d'appel à la prudence, ce n'est pas le cas d'un aplatissement de cette courbe. En effet, l'aplatissement de la courbe est une conséquence d'un cycle de hausses des taux, fréquent au cours des dernières phases d'un cycle économique.

De plus, les dispositifs de *quantitative easing* adoptés dans le monde entier ont déformé les courbes de taux. La Réserve fédérale américaine (Fed) détient environ 20 % de l'encours de la dette du Trésor américain (U.S.) ce qui fausse l'équilibre de l'offre et de la demande obligataire longue et réduit le pouvoir d'alerte économique de la courbe des taux. Tout en surveillant attentivement la courbe des taux, nous estimons qu'il est encore un peu trop tôt pour annoncer la fin de l'expansion.

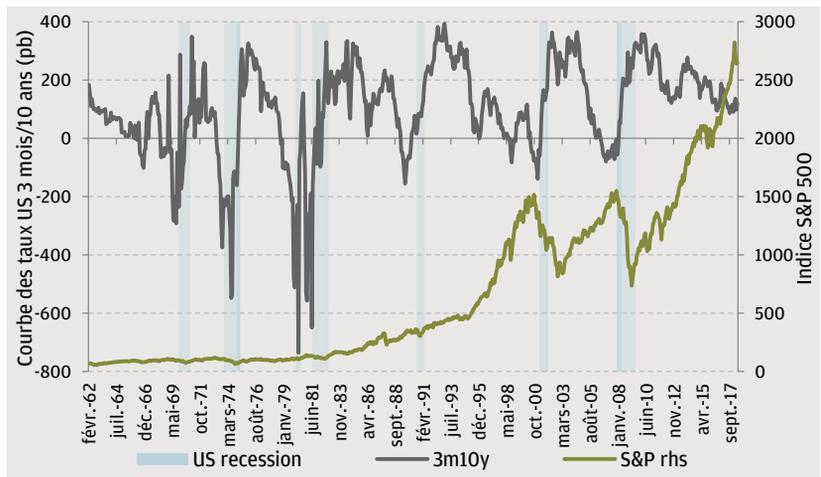
Au Royaume-Uni cependant, nous constatons des signes tangibles que les déséquilibres offre/demande ont réduit le pouvoir d'alerte de la courbe des taux - avant même l'introduction du QE. La courbe des taux du Gilt (U.K.) présente certaines similitudes avec la courbe U.S., les inversions ayant tendance à précéder les récessions, mais avec beaucoup plus de fausses alertes (voir le graphique 2). Par exemple, lorsque la courbe du Royaume-Uni s'est inversée entre 1984 et 1987 et de nouveau à la fin des années 1990, cette inversion n'a pas précédé une récession économique.

Il y a eu en fait une période (du début des années 1990 jusqu'au milieu des années 2000) au cours de laquelle la courbe des taux des liquidités comparés à ceux du 10 ans au Royaume-Uni était en moyenne de 100 points de base (pb) plus plate que la courbe des États-Unis. L'essentiel de cette différence s'explique par les taux directeurs, le taux de base réel au Royaume-Uni (c'est à dire corrigé de l'inflation) ayant été tout au long de cette période, en moyenne supérieur de 130 pb au taux réel des fed funds (U.S.). Les différences dans la structure du marché hypothécaire de l'époque sont souvent citées pour expliquer une courbe structurellement plus plate au Royaume-Uni.

GRAPHIQUE 1 : COURBE DES TAUX 3 MOIS/10 ANS U.S. COMPAREE AUX PICS DE L'INDICE S&P 500 (avec les épisodes de récession)

Il existe des précédents historiques tangibles du pouvoir de prédiction de la courbe des taux aux États-Unis. Lorsque la courbe des taux s'inverse aux États-Unis, elle fournit un important signal incitant à la réduction du risque.

Depuis le début des années 1960, une inversion de la courbe des taux aux États-Unis - mesurée de la manière suivante : rendements des taux U.S à 10 ans moins liquidités ou taux des fonds fédéraux - a précédé chacune des sept récessions, avec seulement deux fausses alertes. Le QE a réduit le pouvoir prédictif de la courbe mais reste un instrument de mesure clé à surveiller attentivement.



Sources : Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions ; données au 17 mai 2018. A titre purement indicatif.

Aujourd'hui cependant, ce scénario de taux de base relativement élevés au Royaume-Uni comparativement à ceux des fed funds aux Etats-Unis ne s'applique pas du fait que le taux de base au Royaume-Uni n'est que de 0,5 % alors que celui des Etats-Unis en est à sa sixième hausse (pour le moment) et qu'il s'inscrit dans un cycle de hausse de taux. Par conséquent, les spreads de taux à l'extrémité courte de la courbe n'expliquent pas son aplatissement au Royaume-Uni. Les caractéristiques du marché local sont un facteur plus important pour calibrer le pouvoir prédictif de la courbe du Royaume-Uni aujourd'hui.

Tout d'abord, un quart de l'encours des Gilts est détenu par la Banque d'Angleterre et ceci ne devrait pas changer avant que le cycle de hausse des taux au Royaume-Uni ne soit bien enclenché. En second lieu, il convient de relever que la structure du marché des pensions dans ce pays présente un puissant acteur de la demande à l'extrémité longue de la courbe britannique soutenue par une proportion importante d'obligations au titre des prestations définies, accompagnées d'incitations réglementaires à détenir des Gilts indexées à maturité longue.

Le résultat final est que, même avec des taux de base au Royaume-Uni encore exceptionnellement bas, la courbe des taux est tout à fait plate et que même une hausse modeste des taux à l'extrémité courte provoquera un nouvel aplatissement. Le Royaume-Uni est un parfait exemple d'un marché sur lequel le pouvoir prédictif de la courbe des taux est affaibli et fournit une leçon sur la manière dont nous devrions interpréter les autres courbes de taux dans l'ère post-QE.

En conclusion, nous ferons trois observations. En premier lieu, la courbe des taux est un puissant indicateur mais c'est une courbe inversée plutôt qu'un aplatissement de la courbe qui produit un signal d'alerte. En second lieu, même pour un investisseur ne détenant pas d'actifs américains (U.S.), c'est une inversion de la courbe des taux U.S. qui importe le plus, plutôt que la courbe locale. Enfin, si un aplatissement de la courbe possède une certaine capacité d'alerte, d'autres facteurs (incluant le QE) annoncent des courbes structurellement plus plates à ce stade du cycle que ce que nous avons constaté au cours des périodes antérieures.

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

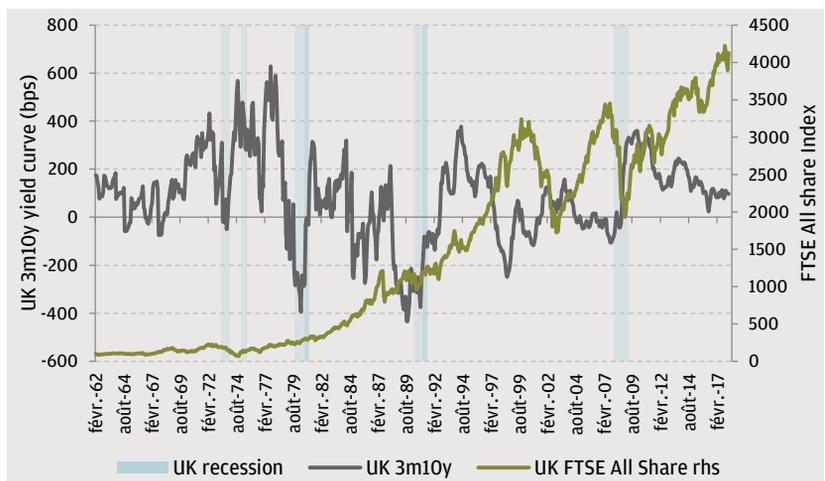
Pour le reste de 2018, nous anticipons trois nouvelles hausses des taux directeurs aux Etats-Unis et une croissance supérieure à son potentiel pour les principales économies développées. Comme la Fed continue à relever progressivement ses taux, ceci devrait provoquer un nouvel aplatissement de la courbe aux Etats-Unis. Mais les risques d'inversion de la courbe sont faibles à court terme du fait que les marchés ont déjà intégré 70 à 80 % des hausses de taux attendues et la prime de terme se situe à des niveaux historiquement faibles.

Dans nos portefeuilles multi-actifs, nous restons favorables au risque, tout en ayant réduit notre positionnement au cours de ces derniers mois. Nos perspectives fondées sur des fondamentaux robustes justifient un positionnement positif sur les actions aux Etats-Unis, sur les marchés émergents et au Japon. Sur le segment obligataire, l'Australie reste notre marché obligataire préféré et nous devenons lentement plus positif sur la duration dans son ensemble après la récente hausse des rendements.

GRAPHIQUE 2 : COURBE 3 MOIS/10 ANS DU ROY-UNI COMPAREE A L'INDICE UK FTSE ALL SHARE (PICS ET RÉCESSIONS)

Le pouvoir prédictif de la courbe des taux des Gilt (Royaume-Uni) a été bien plus faible qu'aux Etats-Unis. La courbe britannique est structurellement plus plate que celle des autres marchés développés, ce qui s'explique largement par les déséquilibres structurels offre/demande à l'extrémité longue de la courbe.

La courbe du Royaume-Uni fournit un exemple de la façon dont les forces structurelles peuvent déformer le pouvoir prédictif de la courbe en matière de récessions à venir.



Sources : Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions ; données au 17 mai 2018. A 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 Schowitz

*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 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 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-051418 | 0903c02a81f59f1d