

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Evolution des marchés mondiaux et portefeuilles multi-actifs

23 juillet 2018

AUTEUR



Michael Hood
Stratégiste
Multi-Asset Solutions

SYNTHESE

- La perception par le marché des risques pesant sur les perspectives d'inflation aux États-Unis a fortement fluctué depuis mi-2017.
- Après une période de surprises à la baisse qui a favorisé un rallye du marché obligataire, la publication de chiffres faisant état d'une hausse de l'inflation en fin d'année a encouragé un mouvement de vente massif qui a également pénalisé les actions.
- Les récentes statistiques d'inflation ont apaisé ces inquiétudes sans pour autant abaisser sensiblement la valorisation de l'inflation.
- Nos prévisions prenant en compte une accélération seulement modérée de l'inflation, nous anticipons, pour le moment, une vulnérabilité limitée du marché obligataire aux craintes de hausse de l'inflation.
- La duration devrait par conséquent servir de couverture relativement efficace à la surpondération des positions en actifs risqués au sein des portefeuilles multi-actifs.

QUELLES SERONT LES PROCHAINES ETAPES POUR L'INFLATION ET LA VALORISATION DU MARCHE ?

L'opinion des marchés financiers sur l'inflation aux États-Unis a fortement fluctué au cours de l'année dernière. Au milieu de l'année 2017, une série de surprises à la baisse dans les chiffres mensuels a intensifié le débat sur la persistance durable de freins pesant sur l'inflation et a contribué à propulser les rendements du bon du Trésor américain à 10 ans vers le seuil de 2 %. L'inflation *core* a ensuite nettement progressé en fin d'année, pour s'approcher en définitive de 3 % en termes de tendance séquentielle. Des craintes selon lesquelles la Réserve fédérale (Fed) pourrait être en retard sur l'ajustement nécessaire de sa politique ont provoqué un accès de faiblesse simultanée des actions et des obligations. Des chiffres mensuels plus récents sur l'inflation ont atténué ces craintes (**Graphique 1**).

Le marché reste-t-il pour autant vulnérable à une nouvelle alerte sur l'inflation ? Si nous admettons un risque de hausse de l'inflation du fait de la faiblesse du taux de chômage, nous continuons à ne prévoir qu'une accélération progressive et ne pensons pas que la valorisation actuelle de l'inflation par le marché est insuffisante. Nous n'attribuons par conséquent qu'une faible probabilité à une répétition de l'épisode de début 2018 et estimons que la duration peut continuer à jouer, dans les portefeuilles multi-actifs, un rôle de couverture contre les craintes d'un prochain affaiblissement de la croissance économique.

Le rebond de l'inflation au tournant de l'année dernière a été provoqué par deux facteurs principaux. Tout d'abord, la disparition de plusieurs facteurs spécifiques qui avaient pesé antérieurement sur l'inflation, notamment le plongeon des tarifs des services de téléphonie mobile et l'extrême faiblesse des prix des véhicules d'occasion.

Dans le même temps, les prix des biens *core*, qui reculent dans leur ensemble depuis 2013, ont grimpé entre décembre et février. L'évolution plus récente à la baisse s'explique en grande partie par de récents reculs des prix des biens concomitant avec une légère faiblesse dans quelques catégories de services, incluant les services médicaux et d'autres services professionnels. Si le taux exprimé en glissement annuel (y/y) de l'inflation *core* est resté à 2,2 % en juin, sa tendance à plus court terme (taux en variation trimestrielle corrigé des variations saisonnières, 3m/3m, SAAR) a reculé au niveau relativement modéré de 1,8 %.

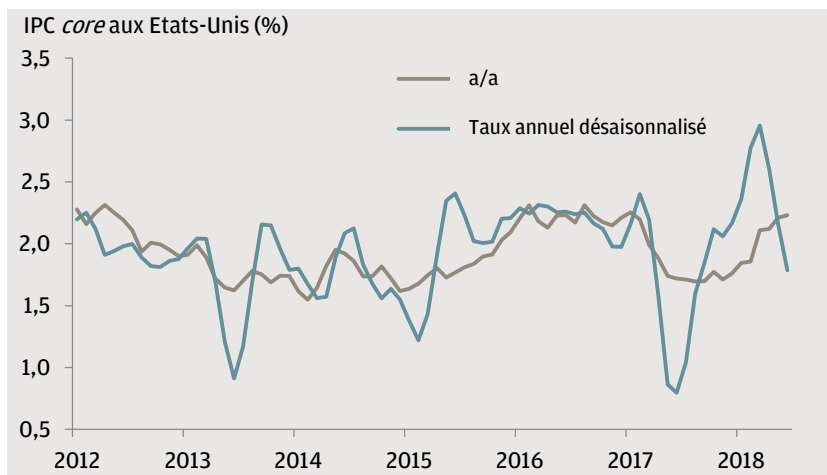
D'où vient donc l'inflation ? Nous ne pouvons écarter une nouvelle hausse étant donné le faible niveau du chômage. En effet, lorsque le taux de chômage est tombé en dessous de 4 % il y a quelques mois, il s'agissait de sa première incursion sous ce seuil depuis la fin des années 60, période désormais connue comme le début de l'épisode de forte inflation "Great Inflation". Les enquêtes auprès des entreprises renforcent dans leur ensemble l'idée que l'économie fonctionne désormais à un niveau élevé d'utilisation de ses ressources avec des goulets d'étranglement dans différents secteurs. Dans le même temps, une nouvelle menace a émergé sous forme d'une escalade dans la mise en place de droits de douane. Bien que négatifs pour la croissance, cette augmentation des droits de douane constitue clairement un facteur positif d'inflation (comme on peut le constater dans la composante de l'IPC couvrant les machines à laver, en progression depuis que les États-Unis ont imposé un droit de douane minimum de 20 % sur ce type de produits en janvier de cette année). Toutes ces conditions nécessitent de la vigilance sur le front de l'inflation.

Notre opinion est plus positive sur les perspectives d'inflation à court terme. Ce faisant, nous en appelons en partie à divers faits caractérisés concernant l'inflation, que nous avons identifiés dans une précédente recherche. Tout d'abord, en glissement annuel, l'inflation a tendance à n'accélérer que progressivement, en n'opérant que rarement un mouvement discontinu. En effet, le recul de mi-2017 et le rebond qui a suivi font figure d'exceptions dans le récent historique des données. En second lieu, le caractère cyclique de l'inflation – ou, autrement dit, sa sensibilité au taux de chômage – a reculé spectaculairement au cours de ces dernières décennies. La courbe de Phillips s'est aplatie. Troisièmement, l'inflation des prix des biens a tendance à s'établir autour de zéro à moins que l'utilisation des ressources au niveau mondial ne soit inhabituellement forte ou faible. Les capacités de production plus fortement excédentaires hors des États-Unis devraient par conséquent continuer à freiner l'inflation interne.

Plusieurs aspects du contexte actuel plaident également contre une forte poussée inflationniste. Le dollar s'est renforcé depuis le début du second trimestre et les prix des importations ont déjà montré des signes d'affaiblissement. La croissance des salaires s'est globalement récemment stabilisée. Les anticipations d'inflation des ménages apparaissent bien ancrées (l'enquête mensuelle sur la confiance des consommateurs la plus récente publiée par l'Université du Michigan a enregistré un léger recul). La distribution des chocs particuliers sur les prix semble encore orientée à la baisse comme le montre la chute des tarifs hôteliers en juin.

GRAPHIQUE 1 : L'INFLATION AUX ETATS-UNIS A FORTEMENT FLUCTUE DEPUIS 2017

Après un brutal recul mi-2017 suivi d'un rebond au début de cette année, la tendance séquentielle de l'inflation *core* aux États-Unis a de nouveau ralenti au cours de ces derniers mois. L'inflation des biens durables a ralenti récemment et certains composants des services ont également décéléré. Cependant, grâce aux effets de base, le taux en glissement annuel a évolué sans tendance claire, à un niveau globalement compatible avec l'objectif de la Fed.



Sources : Haver Analytics, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions ; données de juin 2018. A titre purement indicatif.

Tout bien considéré, nous prévoyons un maintien durable de l'inflation *core* autour de 2,2 % en glissement annuel (y/y) au cours de ces prochains mois avant une légère progression en 2019. Les dirigeants de la Réserve fédérale, si l'on en juge par la synthèse trimestrielle de leurs prévisions la plus récente, anticipent également un dépassement très modeste de leur objectif de 2 % pour l'an prochain.

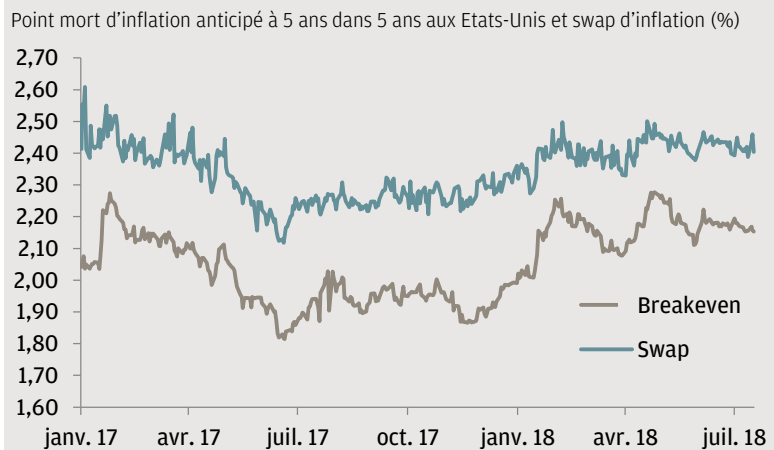
Qu'en est-il de la prise en compte de l'inflation dans les cours ? Nous avons relevé dans le passé que la prise en compte de l'inflation dans les valorisations affiche plus de volatilité que l'inflation elle-même. La dissipation récente des inquiétudes suscitées par l'inflation pourrait ainsi avoir provoqué un soulagement excessif dans la valorisation de l'inflation, qui laisserait les marchés obligataires vulnérables à un retournement. Au contraire, la valorisation de l'inflation s'est bien maintenue. Les points morts d'inflation (dérivés des TIPS) n'ont baissé que de quelques points de base au cours du mois dernier et les swaps d'inflation se sont comportés de façon similaire (**Graphique 2**). Tous deux restent fortement supérieurs aux niveaux qui prévalaient au second semestre 2017. Il est certain que ces prix ne paraissent pas encore incorporer une quelconque prime de risque (c'est à dire un coussin de sécurité par rapport aux prévisions du consensus concernant le devenir de l'inflation, pour compenser l'incertitude), contrairement aux années 1990 et au début des années 2000. Mais le risque d'un brutal mouvement de vente massif en réponse à une lecture maximaliste des chiffres de l'inflation semble plus faible qu'il n'était à la fin de l'an dernier.

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

Les craintes suscitées par l'inflation début 2018 ont posé un sérieux problème aux portefeuilles multi-actifs en freinant la corrélation habituellement négative (provoquée par la croissance) entre actions et obligations. Plus récemment, du fait que les acteurs de marché ont focalisé leur attention sur les risques de baisse de la croissance, cette corrélation négative s'est réaffirmée d'elle-même. Avec une inflation raisonnablement valorisée par rapport à nos prévisions, nous estimons que la durée va rester une couverture assez efficace pour nos portefeuilles présentant une orientation pro-risque modérée et qu'ils souffriraient si l'activité économique mondiale devait ralentir plus que nous ne le prévoyons. Il convient d'admettre qu'une nouvelle vague d'inquiétudes sur l'inflation pourrait être doublement pénalisante pour les investisseurs multi-actifs : elle pourrait inverser les corrélations en territoire positif et accentuer les craintes d'un resserrement agressif de sa politique monétaire par la Fed menaçant l'expansion économique. Dans ces circonstances, les expositions aux actions et aux obligations ne pourraient pas servir de couverture réciproque. Nous allons par conséquent scruter minutieusement les informations à la recherche de tout signe de renforcement de l'inflation *core* aux États-Unis.

GRAPHIQUE 2 : LA VALORISATION DE L'INFLATION EST RESTÉE STABLE AU COURS DE CES DERNIERS MOIS

Les instruments de mesure de la valorisation de l'inflation - que ce soient les points morts d'inflation extraits des TIPS ou les swaps d'inflation - ont nettement progressé début 2018, contribuant à favoriser un mouvement de vente obligataire massif au cours de cette période. Depuis lors, ils ont globalement évolué sans direction claire. Le point mort d'inflation est proche de l'objectif implicite de la Fed pour l'inflation IPC, mais sans incorporer la prime de risque positive qui a généralement caractérisé ce marché avant le cycle actuel.



Sources : Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions ; données au 18 juillet 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***Michael Hood***Stratégiste
New York***Michael Albrecht***Stratégiste
New York***Patrik Schöwitz***Stratégiste, Éditeur
Hong Kong***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 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-072318 | 0903c02a81f59f1d