

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Marchés internationaux et portefeuilles multi-actifs

28 janvier 2019

AUTEUR



Michael Hood
Stratégiste
Multi-Asset Solutions

SYNTHÈSE

- Le « *shutdown* » partiel, mais prolongé, du gouvernement américain s'est produit alors que l'économie connaissait déjà un net ralentissement.
- Nous pensons cette perturbation n'aura pas de conséquences directes significatives sur les perspectives de croissance des États-Unis ou les marchés financiers. Elle pourrait toutefois avoir des conséquences indirectes si elle influait sur le sentiment ou avait des conséquences préjudiciables pour certaines activités du secteur privé, comme par exemple le transport aérien.
- L'économie est confrontée à d'autres sources d'incertitude, dont notamment les perspectives mitigées du secteur manufacturier, qui est représenté de manière disproportionnée sur le marché des actions.
- En l'absence d'augmentation rapide de l'inflation, la Réserve fédérale pourrait faire preuve de patience dans les prochains mois, réduisant ses velléités de resserrement monétaire, mais peut-être pas forcément autant que les marchés ne l'ont anticipé ces derniers temps.
- Dans nos portefeuilles multi-actifs, nous conservons un avis prudent à l'égard des actifs risqués, compte tenu des risques baissiers associés à nos prévisions de croissance à court terme et des importantes révisions à la baisse des prévisions de bénéfices, avec un avis neutre sur la durée.

LE « SHUTDOWN » DU GOUVERNEMENT AMÉRICAIN, UN ÉVÈNEMENT À RELATIVISER

En date de rédaction*, le « *shutdown* » du gouvernement américain, découlant de l'incapacité du Congrès à approuver les budgets de fonctionnement de plusieurs départements, avait franchi le cap des 30 jours pour devenir la plus longue perturbation de cette nature dans l'histoire des États-Unis. Dans un contexte de croissance déjà ralentie, cette situation fait peser un risque baissier supplémentaire sur l'économie américaine, et donc sur les cours des actifs risqués. Si les conséquences *directes* de ce « *shutdown* » ne semblent pas spécialement inquiétantes, nous surveillons en revanche le risque de conséquences *indirectes* susceptible de conduire à des résultats plus défavorables que ceux prévus par notre scénario de base.

Sachant que le Congrès avait réussi à faire adopter une loi de financement couvrant une grande partie de l'État américain avant la fin de l'exercice budgétaire actuel, cette fermeture concerne une partie plus restreinte de la branche exécutive que lors des épisodes précédents de cette nature, et devrait donc avoir un coût plus limité pour l'activité économique. Mais au rythme d'un peu plus de 0,1 % du PIB chaque semaine (correspondant aux heures non travaillées des fonctionnaires mis à pied), l'impact cumulé sur le PIB du 1^{er} trimestre apparaît déjà sensible. Notre prévision antérieure d'une croissance de 2 % au 1^{er} trimestre pour les États-Unis pourrait ainsi laisser la place à un chiffre plus proche de 1,5 %, ce qui représente un net ralentissement par rapport au rythme de croissance moyen de 3,8 % enregistré sur T2 et T3 en 2018.

*Le document a été finalisé le 25 janvier au matin. Il a donc été rédigé avant que l'accord temporaire de cessation du « *shutdown* » ne soit adopté, le 25 janvier dans l'après midi.

Cette déduction mécanique du PIB déclaré ne nous inquiète pas outre mesure. À plusieurs égards, on peut la comparer à l'impact d'un cyclone ou d'un blizzard : un passage à vide temporaire qui ne remet pas en cause les perspectives d'expansion future. Premièrement, il est peu probable que cette fermeture partielle de l'État ait un impact significatif sur les bénéfices des entreprises. Deuxièmement, nous associons les perspectives de croissance aux flux de revenus, et les fonctionnaires de l'État fédéral devraient recevoir leur salaire une fois que ce « *shutdown* » sera terminé. Enfin, même s'il est source de difficultés pour les personnes concernées, il ne devrait pas affecter la solvabilité des ménages ou des entreprises au point de provoquer un changement majeur de comportement. Et même s'il se prolongeait suffisamment longtemps pour pousser le taux de croissance du PIB en terrain négatif pour le 1^{er} trimestre, cela ne constituerait pas à nos yeux une véritable récession, que nous définissons comme un recul durable et généralisé de l'activité économique qui entraîne une forte augmentation du taux de chômage et une forte baisse des bénéfices des entreprises.

Les conséquences indirectes

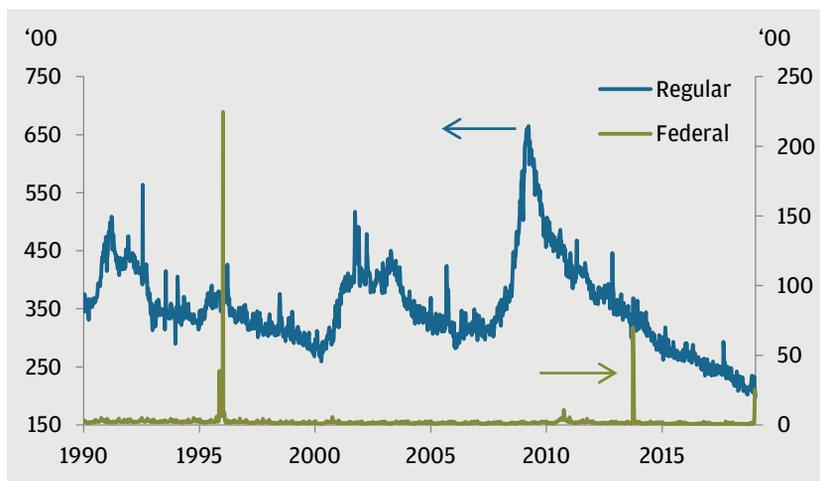
Bien que nous en minimisions les conséquences directes, nous sommes conscients que ce « *shutdown* » pourrait avoir des conséquences indirectes plus préoccupantes. Plusieurs phénomènes, dont notamment la forte baisse des actions de fin 2018, la remontée des taux d'intérêt et l'incertitude liée au commerce, ont récemment fait vaciller la confiance du secteur privé.

Le « *shutdown* » du gouvernement, qui a bénéficié d'une forte couverture médiatique, pourrait entraîner une détérioration supplémentaire. La confiance des consommateurs, telle que mesurée par l'enquête de l'Université du Michigan, a fortement baissé en janvier et se situe désormais juste au-dessus de sa moyenne à long terme. Les résultats des enquêtes auprès des entreprises apparaissent moins inquiétants, mais nous nous attendions à ce que l'évolution solide des dépenses de consommation vienne compenser le risque de ralentissement de l'économie dans son ensemble. Une perte de confiance pourrait remettre en cause ces prévisions. Le « *shutdown* » du gouvernement pourrait également avoir des répercussions sur l'activité du secteur privé. Par exemple, les contrôleurs aériens travaillent, mais ne sont pas payés. Il serait concevable qu'une augmentation des absences dans ce métier provoque des perturbations dans la logistique d'expédition des marchandises, bien qu'il n'y ait pas encore eu de problèmes de cette nature. Plus généralement, nous sommes rassurés par la stabilité des demandes d'inscription au chômage, qui sont l'un des indicateurs à forte périodicité que nous préférons pour identifier d'éventuels renversements de tendance. Cette stabilité laisse à penser que les répercussions du « *shutdown* » du gouvernement restent limitées pour le moment.

Le « *shutdown* » du gouvernement américain laisse toutefois présager des difficultés ultérieures, car elle fait ressortir l'ampleur des contraintes qui pèsent sur les négociations entre la Maison-Blanche et le Congrès.

FIGURE 1 : DES SIGNAUX ENCOURAGEANTS EN PROVENANCE DES DEMANDES D'INSCRIPTION AU CHÔMAGE

Les statistiques des demandes d'inscription au chômage fournissent des indications quant à l'ampleur des conséquences directes du « *shutdown* » du gouvernement américain et de ses répercussions sur le reste de l'économie. Le fait qu'une partie plus restreinte de l'appareil d'État soit fermée par rapport aux autres situations de cette nature signifie que son coût est moins élevé dans l'immédiat, comme le montre la faible augmentation des demandes d'inscription de la part de fonctionnaires fédéraux. Les demandes d'inscriptions « normales » (hors fonctionnaires) n'affichent pas de hausse liée au « *shutdown* ».



Source : Haver Analytics, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions. Données au 19 janvier 2019.

L'État fédéral atteindra probablement son plafond statutaire d'endettement d'ici la fin de l'année. Si le Congrès ne parvenait pas à se mettre d'accord sur un relèvement du plafond de la dette, il pourrait y avoir un risque de défaillance technique sur les bons du Trésor. Lorsque cela s'était presque produit en 2011, le sentiment de marché en avait été gravement affecté. Ultérieurement, le dysfonctionnement du Congrès associé à l'inconfort des législateurs quant à l'ampleur du déficit de l'État fédéral pourrait retarder d'éventuelles mesures de relance lors de la prochaine récession, ce qui pèserait sur les premières phases de la reprise.

À l'approche de 2019, nous avons le sentiment que le risque de récession à court terme avait augmenté aux États-Unis, compte tenu de la dynamique négative affichée par l'économie et du durcissement marqué des conditions financières qui s'était produit fin 2018. Nous estimions toutefois que les équilibres toujours solides du secteur privé réduisaient le risque d'un recul majeur des dépenses et pensions que la croissance se stabiliserait dans une fourchette de 1,5 à 2 %. Abstraction faite du *shutdown*, nous avons le sentiment que les événements récents confortent ce point de vue. Les données à forte périodicité semblent refléter une expansion tendancielle (bien que le « *shutdown* » ait créé des problèmes ici aussi, en retardant notamment la publication des statistiques de vente au détail, qui auraient sinon servi de baromètre des dépenses de consommation). Les conditions financières se sont quant à elles légèrement assouplies, réduisant le risque d'une implosion autoréalisatrice de la confiance et de l'activité. Le « *shutdown* » semble en outre avoir peu de répercussions sur les bilans du secteur privé, les flux de trésorerie ou la disponibilité du crédit.

Un retour rapide à un fonctionnement normal de l'État ne fera pas pour autant disparaître l'incertitude qui plane sur l'économie. Un souci particulier à l'heure actuelle concerne les perspectives du secteur manufacturier. Ce secteur fortement cyclique est représenté de manière disproportionnée sur le marché des actions. À l'échelle mondiale, le secteur industriel s'est affaibli tout au long de 2018, et après avoir surperformé pendant un moment, le secteur manufacturier américain a lui aussi été touché par ce ralentissement au 4^{ème} trimestre. Les enquêtes industrielles se sont affaïssées, avec notamment une forte baisse des composantes « nouvelles commandes » et « nouvelles commandes d'exportation ». Les effets contraires des perturbations du commerce international semblent s'être intensifiés, bien qu'un accord de portée restreinte semble être en train de prendre forme entre les États-Unis et la Chine et pourrait apporter un peu de répit.

Des inquiétudes à plus long terme concernant l'évolution future des flux commerciaux et financiers pourraient peser de façon prolongée sur les dépenses d'investissement des entreprises (qui sont un moteur important de l'activité industrielle), comme le laissent craindre certaines enquêtes récentes. Et les stocks sont loin d'être à leur plus bas niveau, bien que ce problème apparaisse plus prononcé sur les marchés de l'Asie émergente qu'aux États-Unis.

Le « *shutdown* » n'a pas interrompu la publication des chiffres d'inflation des prix à la consommation, qui s'avèrent globalement stables à un niveau légèrement inférieur à l'objectif de la Réserve fédérale (Fed). L'incertitude qui pèse sur les perspectives de croissance associée à des inquiétudes limitées quant à l'inflation à court terme devrait permettre au Comité fédéral de l'Open Market (FOMC) de donner suite à sa promesse de faire preuve de « patience » en renonçant à sa hausse de taux trimestrielle du mois de mars et en ramenant le nombre de hausses prévues pour l'année de quatre à peut-être une ou deux. Mais avec un taux de chômage toujours faible, il serait prématuré d'y voir la fin du cycle de resserrement monétaire.

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

Nous conservons un avis prudent à l'égard des actifs risqués étant donné les risques à la baisse qui pèsent sur nos prévisions de croissance à court terme et les importantes révisions à la baisse des résultats prévisionnels des entreprises. Le plongeon des marchés actions de fin 2018 a créé de la valeur, mais une partie de celle-ci s'est évaporée suite à la rapide remontée des cours. Notre avis selon lequel l'économie devrait éviter une récession signifie que l'environnement est favorable aux obligations d'entreprises, sans pour autant éliminer toutes les inquiétudes concernant la liquidité de fin de cycle. Après la remontée du marché obligataire de fin 2018, nous avons adopté une position neutre sur la durée, estimant que les anticipations de taux de la Fed avaient peut-être été trop loin et qu'elles risquaient de s'inverser en partie.

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

Sylvia Sheng

Stratégiste
Hong Kong

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.

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 2019 JPMorgan Chase & Co. All rights reserved.

PI-AA-WEEKLY-012819 | 0903c02a81f59f1d