

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Marchés internationaux et portefeuilles multi-actifs

25 mars 2019

AUTEUR



Michael Hood
Stratégiste
Multi-Asset Solutions

SYNTHÈSE

- Alors que la dynamique de fin de cycle se prolonge, nous nous attendons à ce que la raréfaction de l'offre sur le marché du travail pèse sur les marges bénéficiaires des entreprises et donc sur leur capacité à afficher des bénéfices supérieurs aux prévisions sur un horizon d'un à deux ans.
- Notre analyse des marges bénéficiaires des entreprises se concentre sur l'évolution des coûts unitaires de main d'œuvre (CUMO), à savoir la différence entre l'inflation des salaires et l'augmentation de la productivité. Après avoir augmenté en 2017, ces coûts ont chuté l'an dernier pour passer largement en-dessous de l'inflation, ce qui a permis une amélioration des marges.
- Nous pensons que la normalisation de la productivité associée à l'inflation des salaires en termes de PIB devrait ramener la croissance des CUMO à plus de 2 % aux États-Unis, ce qui se traduira par des pressions légèrement haussières sur l'inflation et des pressions baissières sur les marges des entreprises.
- La dynamique de fin de cycle explique notre légère sous-pondération des actions. Nous pensons que les actions des marchés émergents pourraient bénéficier d'une croissance un peu plus forte d'ici la fin de l'année et estimons que notre sous-pondération des actions de la zone euro et notre avis neutre sur les actions britanniques en raison de l'incertitude liée au « Brexit » continuent de se justifier.

LA DYNAMIQUE DE FIN DE CYCLE JOUE LES PROLONGATIONS DANS UN CONTEXTE DE REPRISE CONJONCTURELLE

Notre prudence de ces derniers mois à l'égard des marchés actions s'explique en partie par notre évaluation de la performance cyclique de l'économie mondiale. Le ralentissement plus brutal que prévu de fin 2018 s'est traduit par une croissance mondiale inférieure à notre estimation de son taux tendanciel à long terme, et cette dynamique négative a augmenté le risque d'une issue plus inquiétante, et notamment d'une récession. Nos craintes à cet égard se sont toutefois un peu atténuées. Sans être particulièrement exceptionnels, les chiffres en provenance des États-Unis ont pris une tournure plus conforme à une décélération vers un rythme de croissance tendanciel qu'au début d'une véritable récession. Nous observons également des signes timides d'amélioration dans d'autres secteurs de l'économie mondiale, notamment en Chine et dans la zone euro, ce qui nous conforte dans l'idée qu'une légère reprise de la croissance pourrait se produire en milieu d'année.

Nous nous attendons dans le même temps à ce que la dynamique de fin de cycle finisse par reprendre progressivement ses droits, la raréfaction de l'offre sur le marché du travail pesant sur les marges bénéficiaires des entreprises. Aux États-Unis, les données les plus récentes sur ce front ont surpris à la hausse, mais nous nous attendons à une nouvelle détérioration dans les trimestres à venir.

Nous pensons que cet effet de ciseau prévisible sur les marges limitera la capacité des entreprises à afficher bénéfices supérieurs aux prévisions sur un horizon d'un à deux ans et nous incite donc à conserver une légère sous-pondération globale des actions.

Sur le plan macro-économique, nous abordons la question des marges bénéficiaires des entreprises sous l'angle de l'évolution des coûts unitaires de main d'œuvre, qui correspond pour l'essentiel à la différence entre l'inflation des salaires et la croissance de la productivité telle que mesurée par les statistiques des comptes nationaux (PIB). Si la progression de ces coûts est inférieure à l'inflation des prix à la consommation sur la même période, ou, en d'autres termes, si les entreprises arrivent à augmenter leurs prix plus rapidement que leurs dépenses, les marges s'amélioreront. Au début de la phase d'expansion actuelle, l'ampleur des ressources inutilisées sur le marché de l'emploi (« *slack* ») a limité la hausse des salaires. Malgré une augmentation également faible de la productivité, les coûts unitaires de main d'œuvre ont donc augmenté de manière très ralentie. Cette situation a permis aux entreprises d'améliorer leurs marges malgré une inflation relativement limitée.

En 2017 toutefois, la situation s'est un peu inversée, au moins aux États-Unis. L'inflation des salaires s'est progressivement accélérée alors que la croissance de la productivité restait limitée, ce qui a permis aux coûts unitaires de main d'œuvre d'afficher une progression de 2 %. À ce niveau, ils permettent toujours une croissance équilibrée de l'économie, les ménages bénéficiant de flux de revenus solides, les entreprises affichant des marges bénéficiaires stables et l'inflation se maintenant aux alentours de l'objectif de la Réserve fédérale (Fed).

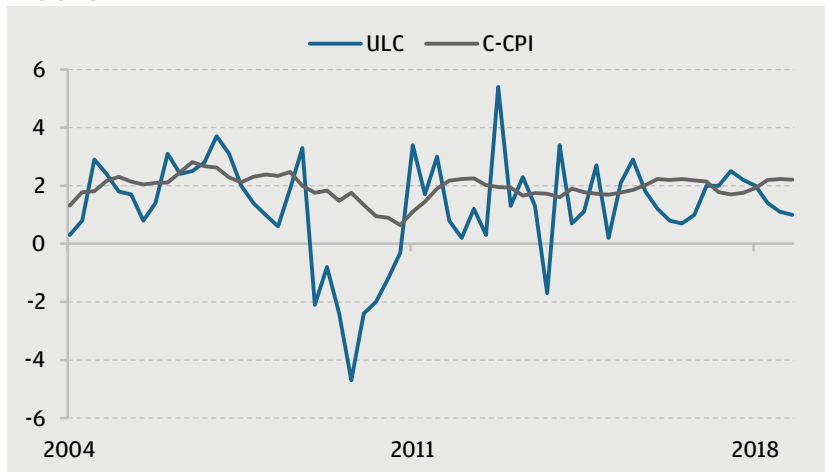
Mais avec une inflation des salaires orientée à la hausse, nous prévoyons que les retombées de la croissance se dirigeront de façon plus nette vers les ménages, l'augmentation des coûts unitaires de main d'œuvre franchissant le seuil de 2 % et générant des pressions haussières sur l'inflation et des pressions baissières sur les marges.

Par rapport à ces prévisions, les chiffres récents font ressortir une évolution en sens contraire. Au cours de l'année écoulée, la croissance des coûts unitaires de main d'œuvre s'est nettement ralentie aux États-Unis pour atteindre un rythme de 1,0 % sur 12 mois au quatrième trimestre, un niveau comparable à sa moyenne de fin de cycle et propice à une nouvelle amélioration des marges bénéficiaires. Le rééquilibrage de la croissance a donc été reporté à plus tard, sans que nous pensions qu'il soit annulé pour autant. Pendant l'année 2018, l'évolution des salaires (tels que mesurés par les statistiques des comptes nationaux) et de la croissance de la productivité a été relativement favorable aux entreprises, mais nous nous attendons à ce que la tendance s'inverse de nouveau en 2019.

Un des freins majeurs qui ont pesé sur les coûts unitaires de main d'œuvre en 2018 est le net ralentissement de l'inflation des salaires (telle que reflétée par les comptes nationaux). Après avoir bondi à 3,9 % sur 12 mois au troisième trimestre de 2017, la croissance de la rémunération du travail dans le PIB s'est ralentie pour atteindre seulement 2,6 % sur 12 mois au second semestre de 2018. Cet indicateur affiche néanmoins une volatilité plus forte que d'autres statistiques de salaire largement suivies, avec d'importantes fluctuations autour de la tendance sous-jacente. En revanche, le salaire horaire moyen (provenant du rapport mensuel sur l'emploi) a progressé de 3,4 % sur 12 mois en février, l'indicateur de suivi des salaires de la Fed d'Atlanta faisant ressortir une augmentation identique sur ce mois, tandis que l'indice trimestriel du coût de l'emploi a progressé de 3,1 % sur 12 mois au 4ème trimestre de 2018.

FIGURE 1 - VARIATION SUR 12 MOIS (EN %) DES COÛTS UNITAIRES DE MAIN D'OEUVRE (ULC) ET DES PRIX À LA CONSOMMATION HORS ÉNERGIE ET ALIMENTATION (C-IPC) AUX ÉTATS-UNIS

Après s'être affaiblis en 2016, les coûts unitaires de main d'œuvre (définis comme la différence entre l'inflation des salaires et la croissance de la productivité) se sont accélérés en 2017 et nous nous attendions à ce qu'ils continuent d'augmenter graduellement. En 2018 cependant, ils ont de nouveau perdu de la vigueur pour passer en-dessous de l'inflation. Cet écart favorable entre les prix facturés par les entreprises et leurs charges d'exploitation leur ont permis d'afficher une nouvelle augmentation de leurs marges.



Source : Haver Analytics, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions. Données en date de T4 2018.

Tous ces indicateurs semblent en outre s'accélérer progressivement. Compte tenu du faible niveau du taux de chômage et des données d'enquête qui montrent que les entreprises ont le sentiment de devoir augmenter en permanence les rémunérations, une inflation des salaires légèrement supérieure à 3 % et orientée à la hausse semble fortement probable.

De son côté, la croissance de la productivité a elle aussi bondi l'an dernier, atteignant 1,8 % sur 12 mois au quatrième trimestre, un des chiffres les plus élevés du cycle actuel. Là aussi, nous nous attendons à ce que cette poussée soit temporaire. Mesurée comme étant la différence résiduelle entre le taux de croissance du PIB et celui des heures travaillées, la productivité évolue de manière cyclique à court terme. Soutenue par les mesures de relance budgétaire, la croissance du PIB s'est accélérée pour atteindre un rythme supérieur à la tendance en 2018, ce qui a tiré la productivité vers le haut. Le ralentissement actuel pourrait ramener la croissance de la productivité à un niveau plus conforme à celui enregistré tout au long de la phase d'expansion actuelle. Même avec le bond de l'an dernier, la croissance de la productivité s'élève en moyenne à tout juste 0,9 % sur les cinq dernières années, et la croissance modeste des dépenses d'investissement des entreprises ne laisse pas présager une croissance vigoureuse pour l'avenir. Nous estimons que les chiffres de 2019 devraient se maintenir aux alentours de cette moyenne. La normalisation attendue de la productivité et de l'inflation des salaires telle que reflétée par les chiffres de PIB devrait porter la hausse des coûts unitaires de main d'œuvre à plus de 2 % aux États-Unis, ce qui génèrera des pressions légèrement haussières sur l'inflation et pourrait ouvrir la voie à une reprise du cycle de resserrement de la Fed.

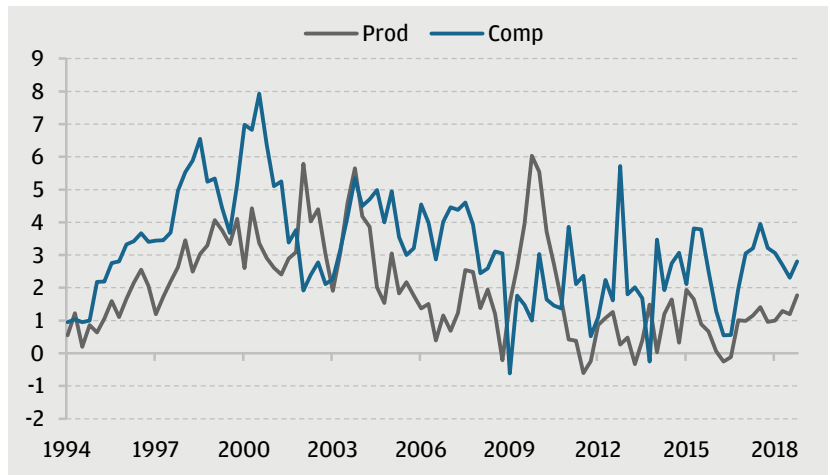
En ce qui concerne les marchés actions, cette hausse risque surtout de comprimer les marges des entreprises et donc de peser sur la croissance des bénéfices. Si les entreprises américaines ont affiché un solide levier opérationnel en 2018, ce phénomène a peu de chances de se reproduire en 2019.

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

La dynamique de fin de cycle que nous venons de décrire explique notre légère sous-pondération des actions. Elle nous incite également à nous intéresser à des économies moins avancées dans le cycle économique, pour lesquelles nos prévisions d'une croissance légèrement plus forte en 2019 pourraient se traduire par un levier opérationnel plus favorable. Nous pensons que les actions émergentes correspondent à ce profil. En revanche, dans la zone euro, l'inflation des salaires s'est nettement accélérée au cours de l'année écoulée et nous nous attendons à ce que les coûts unitaires de main d'œuvre y suivent la même tendance qu'aux États-Unis. Alors que les prévisions de bénéfices du consensus semblent anticiper une *augmentation* des marges dans la zone euro, nous pensons de notre côté que notre sous-pondération continue de se justifier sur ce marché. Les forces de fin de cycle nous apparaissent également à l'œuvre au Royaume-Uni, bien qu'elles soient pour le moment occultées par l'incertitude liée au « Brexit ». Sachant que cette incertitude est susceptible de se dissiper en partie dans les prochains mois, nous sommes passés en sous-pondération sur les *gilts* britanniques, estimant que les pressions inflationnistes sous-jacentes finiront par pousser les rendements à la hausse.

FIGURE 2 - VARIATION SUR 12 MOIS (%) DE LA PRODUCTIVITÉ DU TRAVAIL ET DES RÉMUNÉRATIONS AUX ÉTATS-UNIS

La mesure de l'inflation des salaires tirée des comptes nationaux, qui sert à calculer les coûts unitaires de main d'œuvre, affiche de fortes fluctuations par rapport à la tendance sous-jacente décrite par d'autres indicateurs. Cette série s'est ralentie en 2018, mais la plupart des autres indicateurs de mesure de l'inflation des salaires ont continué d'augmenter pour passer à plus de 3 % sur 12 mois glissants. De son côté, la croissance de la productivité s'est accélérée, ce qui constitue un phénomène inhabituel en fin de cycle, la croissance du PIB ayant largement dépassé son taux potentiel suite aux mesures de relance budgétaire.



Source: Haver Analytics, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions. Données en date de T4 2018.

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 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 2019 JPMorgan Chase & Co. All rights reserved.

PI-AA-WEEKLY-032519 | 0903c02a8219f62b