

# Bulletin de marché

Septembre 2018

## Changer de positionnement : considérations de portefeuille en fin de cycle

### EN BREF

- L'été fut extraordinairement chaud pour une bonne partie de l'Europe. Mais les nuits s'allongent déjà et les feuilles brunissent. Nous savons tous que l'hiver approche.
- Comme les saisons estivales, les phases d'expansion économique ne s'éternisent pas. La reprise observée aux États-Unis est la deuxième de l'histoire du pays par sa longueur. Rien ne laisse à penser qu'elle s'apprête à finir, d'où des pronostics qui restent bons pour les actifs risqués au sens large. Nous savons pourtant qu'à l'instar des prévisionnistes météo, les économistes s'efforcent d'anticiper au plus près les changements à l'horizon.
- Ce document ne cherche donc à mettre le doigt sur le calendrier précis de la prochaine récession mondiale. Il présente plutôt un éventail de stratégies à disposition des investisseurs en quête d'un changement de positionnement progressif à la faveur d'un portefeuille plus défensif. Nous y évoquons les défis auxquels sont confrontés les marchés obligataires aujourd'hui et nous invitons les investisseurs à réfléchir attentivement aux segments de ce marché à même de leur apporter la protection qu'ils recherchent. Nous mettons en avant d'autres stratégies qui ont permis par le passé de mettre les portefeuilles à l'abri des premières chutes de flocons et des marchés.

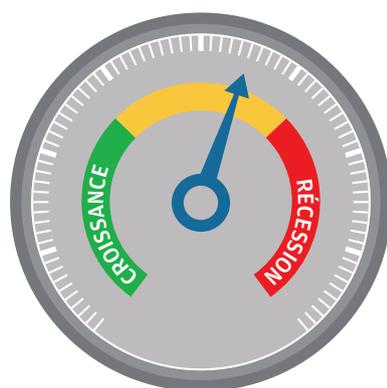
### AUTEURS



**Karen Ward**  
Directrice du programme Market Insights pour la zone EMOA



**Michael Bell**  
Stratégiste de marché



### Considérations pour les investisseurs inquiets quant à un repli de l'économie :

1. Évaluer vers la neutralité sur les actions tout en évitant les sous-pondérations.
2. Maintenir la diversification géographique sur les actions.
3. Éliminer la surpondération des petites et moyennes capitalisations.
4. Revoir la surpondération des valeurs de croissance au profit de la qualité et du profil *value*.
5. Aborder des stratégies obligataires flexibles à même d'évoluer au gré des régions, des durations et des risques.
6. Les instruments liquides et à court terme peuvent faire contrepois.
7. Envisager des stratégies ayant une faible corrélation avec les actifs risqués.

## Pourquoi les périodes expansionnistes ont-elles une fin ?

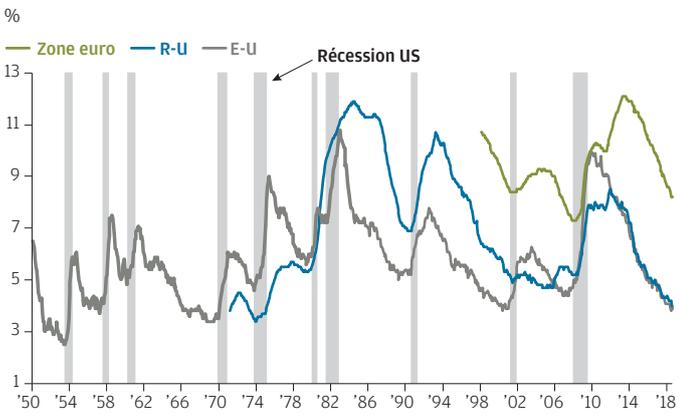
Alors que l'expansion américaine approche de son dixième anniversaire, les investisseurs peuvent se demander combien de temps encore elle va durer.

Si les récessions se suivent sans se ressembler, le scénario est souvent le même : baisse du chômage, incitation des salariés à réclamer des hausses de salaires, augmentation des taux par les banques centrales pour enrayer les pressions inflationnistes, baisse des bénéfices sous l'effet des hausses de salaires et des coûts d'intérêts et suppressions d'emplois consécutives. Dans la crainte de perdre leur emploi, les consommateurs ne consomment plus, la demande recule et la récession pointe son nez.

Le schéma paraît simpliste alors pourquoi les économistes sont-ils réputés si mauvais pour anticiper les récessions ? La raison est que les interactions économiques peuvent varier. Les travailleurs peuvent ne pas demander à être mieux payés. Les banques centrales peuvent ne pas écraser la pédale de frein monétaire. Et foyers comme entreprises peuvent continuer de dépenser malgré la hausse des taux d'intérêts si « l'esprit animal » est puissant. Tous ces paramètres peuvent rallonger le cycle économique. Et bien entendu, le paradigme entier peut changer en cas de crise financière ou de choc géopolitique.

**Le cycle est plus avancé aux États-Unis et au Royaume-Uni que dans la zone euro**

ILLUSTRATION 1 : TAUX DE CHÔMAGE



Source : BLS, Eurostat, ONS, Thomson Reuters Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Les périodes de « récession » sont définies à partir des dates de cycles économiques du National Bureau of Economic Research (NBER) aux États-Unis. La performance passée n'est pas un indicateur fiable des résultats à venir. Données au 31 août 2018.

Il est difficile de dire avec précision où nous en sommes du cycle économique américain en cours. Le taux de chômage, quasi à son plancher depuis un demi-siècle, laisse à penser que le mouvement d'expansion est à son apogée. Pourtant, la hausse de la productivité pointe vers une gestion des entreprises allant vers une réduction de leurs effectifs. La hausse des salaires restant par ailleurs modeste, les bénéfices n'ont pas été comprimés. Même sans tenir compte de l'effet de la réduction de l'impôt sur les sociétés, les bénéfices des sociétés du S&P 500 ont grimpé à un taux à deux chiffres au deuxième trimestre.

Cependant, la Réserve fédérale avance doucement du côté de la hausse des taux d'intérêt. Cela signifie une charge croissante, tout particulièrement pour les entreprises qui se sont endettées ces dernières années. La hausse des taux d'intérêts pourrait se mettre à peser au moment même où les effets tout puissants de la relance budgétaire commencent à s'estomper.

Le cycle économique européen est à un stade moins avancé. Après un double plongeon de l'emploi sous l'effet de la crise souveraine, le chômage reste relativement élevé dans une bonne partie de la région. Les capacités disponibles restent nombreuses, ce qui maintient l'inflation sous-jacente au plus bas. Du coup, la Banque Centrale Européenne semble bien peu encline à relever les taux d'intérêt avant au moins l'été 2019.

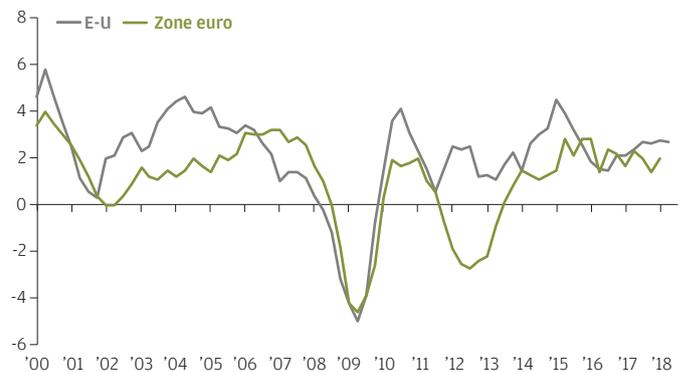
Au Royaume-Uni, la reprise suivait davantage le rythme des États-Unis avant que l'incertitude autour du référendum sur le Brexit ralentisse le volume d'activité. Même si le chômage n'a pas été aussi bas depuis des décennies, la Banque d'Angleterre semble pour le moment hésiter à remonter ses taux d'intérêts.

Bien que ces cycles économiques ne soient pas alignés les uns sur les autres, il est probable qu'un mouvement de repli aux États-Unis entraînerait un ralentissement mondial. L'Europe reste une région très dépendante des exportations et qui a besoin de la demande des consommateurs américains.

**Il suffit que les États-Unis éternuent pour que l'Europe s'enrhume**

ILLUSTRATION 2 : PIB INTÉRIEUR RÉEL

Évolution en glissement annuel exprimée en %



Source : BEA, Eurostat, Thomson Reuters Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Le PIB intérieur réel correspond au PIB réel total hors exportations nettes. La performance passée n'est pas un indicateur fiable des résultats à venir. Données au 31 août 2018.

## Une récession à l'ancienne

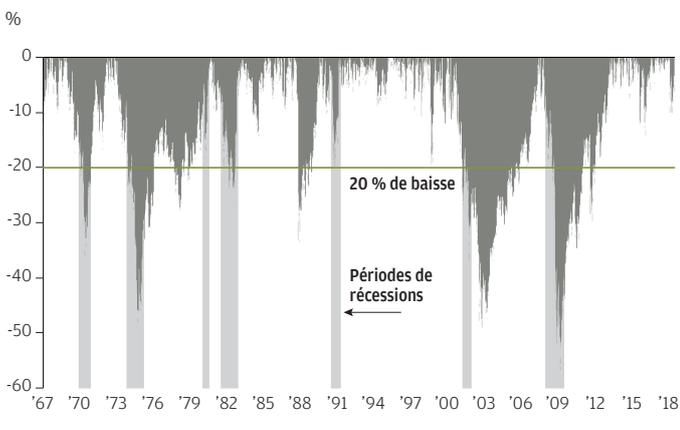
Bien qu'il soit difficile de situer précisément le point de démarrage de la prochaine récession, on peut avancer avec plus de conviction que la prochaine contraction du marché d'actions sera probablement moins sévère que les baisses violentes (de presque 50 %) des deux dernières récessions.

L'effort règlementaire pour réduire le risque d'une nouvelle crise financière a été énorme. Le système financier est mieux capitalisé et plus transparent, ce qui devrait réduire le risque de contagion. Le scénario le plus probable est celui d'une récession « traditionnelle » dans laquelle les bénéfices des entreprises finissent par être comprimés par la hausse des coûts d'intérêts et de main d'œuvre.

Et les prévisions concernant la croissance future des marchés d'actions sont beaucoup plus modestes qu'elles ne l'étaient en amont de la bulle technologique. En mars 2000, le secteur des technologies du S&P 500 a atteint un sommet avec un ratio PER de 55x pour un multiple du marché d'actions dans son ensemble à 25x. Si certaines entreprises du secteur présentent encore aujourd'hui des valorisations très élevées, le ratio PER du secteur technologie est de 19x pour un multiple du S&P 500 généralement dans la lignée de sa moyenne de ces 25 dernières années.

### Une dégringolade de moitié des marchés d'actions n'est pas la norme

**ILLUSTRATION 3 : DÉCLINS DU S&P 500 PAR RAPPORT AUX PLUS HAUTS HISTORIQUES**



Source : Bloomberg, NBER, Robert Shiller, Standard & Poor's, J.P. Morgan Asset Management. Les Périodes de « récession » sont définies à partir des dates de cycles économiques du National Bureau of Economic Research (NBER) aux États-Unis. La performance passée n'est pas un indicateur fiable des résultats à venir. Données au 31 août 2018.

### Résilience du portefeuille : Être *sélectifs* sur l'obligataire

Tant que l'économie américaine reste en plein essor et que les valorisations sont raisonnables, un changement radical de l'allocation des portefeuilles ne s'impose pas. Les investisseurs désireux de «timer» le marché ont rarement été récompensés de leurs efforts. Il semble par contre prudent de s'interroger sur les actifs à ajouter en portefeuille pour augmenter la résilience.

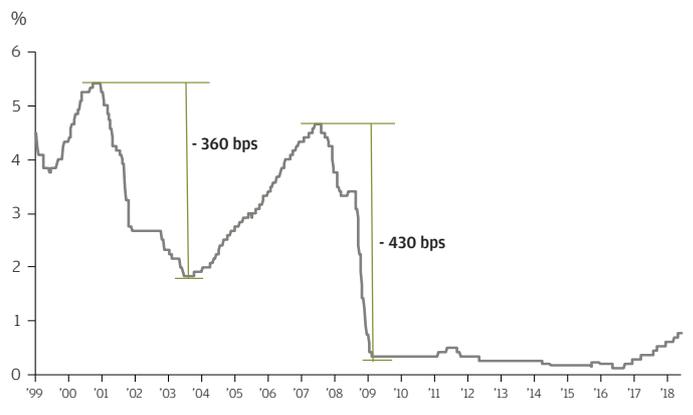
Par le passé, ceux en quête de lests supplémentaires ont pu viser une allocation plus grande aux obligations d'État.

Ils amortissaient ainsi les pertes pour un portefeuille global lors des phases de replis des marchés d'actions (cf. tableau détaillé de l'illustration 5).

La difficulté que nous connaissons est que les taux d'intérêts restent proches de planchers records dans une bonne partie du monde développé. Prenons simplement la moyenne des taux directeurs des banques centrales aux États-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni. La mesure est passée de 5,5 % environ en 2000 à moins de 2 % en 2003, puis de 4,7 % en 2007 à moins de 0,5 % en 2009. Compte tenu de la moyenne actuelle de ces taux directeurs, à tout juste 0,8 %, un recul des taux d'intérêt de cette ampleur n'est clairement pas envisageable.

### Moins de marge de manœuvre pour les banques centrales, c'est aussi moins de marge de manœuvre pour une hausse des prix des obligations

#### ILLUSTRATION 4 : MOYENNE DES TAUX DIRECTEURS



Source : Thomson Reuters Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Moyenne simple du taux des fonds fédéraux de la Fed aux États-Unis, du taux de dépôt au jour le jour de la BCE et du taux de base de la Banque d'Angleterre. L'abréviation pb signifie points de base. La performance passée n'est pas un indicateur fiable des résultats à venir. Données au 31 août 2018.

Le marché américain des obligations d'État offre une protection grâce à la hausse des taux qui est intervenue. En effet, si le rendement de l'obligation d'État américain à 10 ans reculait de 2,9 % à 1,5 %, cela ferait monter le prix d'environ 15 %.

La couverture apportée par les marchés des obligations d'État européennes est beaucoup moins évidente. Le rendement du Bund allemand à 10 ans ne dépasse pas 0,4 %. Ailleurs en Europe, la croissance n'a pas été assez forte pour permettre aux États d'assainir leurs finances publiques. Un ralentissement à court terme pourrait une nouvelle fois conduire à des questions sur la capacité de certains gouvernements européens à supporter des niveaux d'endettement élevés. Et si une nouvelle crise économique devait provoquer un nouveau glissement politique vers les idées plus radicales prônées par les partis populistes, le marché pourrait alors s'interroger sur l'absence de risque censée caractériser les obligations d'État. La question pourrait se poser au-delà de la périphérie européenne.

Les investisseurs doivent également être attentifs aux risques potentiels sur certains segments de l'obligataire. L'endettement des entreprises s'est considérablement accru et près de la moitié de l'indice investment grade des États-Unis se compose désormais du niveau de qualité le plus bas (BBB) de la catégorie.

En d'autres termes, les investisseurs à la recherche d'un abri dans l'obligataire doivent être prudents à l'égard du toit qu'ils mettront au-dessus de leur tête.

Dans cette perspective et au vu de l'expérience des différentes classes d'actifs et secteurs par le passé, nous pouvons synthétiser sept stratégies globales à considérer par les investisseurs en quête d'un profil de portefeuille plus défensif :

1. **Évoluer vers la neutralité sur les actions tout en évitant les sous-pondérations**, parce que les marchés d'actions ont tendance à performer en fin de cycle.
2. **Maintenir la diversification géographique des actions**. Un changement d'allocation géographique aide rarement à protéger la performance en phase de correction des marchés.
3. **Éliminer la surpondération des petites et moyennes capitalisations**. Les grandes capitalisations ont tendance à s'en sortir plutôt mieux en périodes troublées.
4. **Revoir la surpondération des valeurs de croissance au profit de la qualité et du profil value**. Les titres de qualité sont le seul style d'investissement à avoir surperformé l'indice dans tous les replis récents des marchés. Les titres value surperforment généralement l'indice dans un marché baissier. La seule exception fut la crise financière mondiale, mais en raison de la pondération élevée des valeurs financières dans l'indice value alors que le système financier était en crise. Les titres value tendent à surperformer largement lorsque la période qui précède la crise a été l'occasion d'une hausse importante de la valorisation relative des titres de croissance.
5. **Aborder des stratégies obligataires à même d'évoluer au gré des régions, des durations et des risques à mesure de la maturation du cycle**. La capacité à passer d'une région à l'autre est essentielle pour exploiter les marchés qui offrent des perspectives de réduction des taux par les banques centrales.
6. **Accorder un rôle plus grand aux instruments liquides et à court terme** pour faire contrepoids.
7. **Envisager des stratégies ayant une faible corrélation avec les actifs risqués** comme les fonds macro et long-short, notamment ceux ayant la capacité de réduire à zéro leur exposition nette aux actions.

## CONCLUSION

Peu de signes laissent présager d'un prochain plongeon de l'économie américaine ou mondiale dans la récession. Pourtant, à mesure que les taux d'intérêts américains reviennent à la normale et que la relance budgétaire se tasse, les obstacles vont s'accumuler. Si le risque d'une correction de 50 % des marchés d'actions semble écarter, certains investisseurs, notamment ceux qui sont le plus exposés face à une baisse potentielle, pourraient avoir envie de songer aux modifications à apporter à leurs portefeuilles.

Traditionnellement, les obligations d'État étaient considérées comme la première ligne de défense. On peut se demander si elles s'avèreront aussi utiles cette fois compte tenu de la marge de manœuvre limitée du côté des taux d'intérêt, notamment en Europe. Les investisseurs doivent se demander comment ils peuvent faire une utilisation dynamique des produits obligataires et de liquidité, comment ils pourraient modifier les styles actions dans leurs portefeuilles et si les stratégies alternatives, comme les fonds macros et equity long-short, pourraient leur permettre de mieux se protéger dans les années à venir.

**ILLUSTRATION 5 : PERFORMANCES DES CLASSES D'ACTIFS EN PHASE DE BAISSÉ DU S&P 500**

Classes d'actifs (Performances totales)	août 1987 - déc. 1987	juil. 1990 - oct. 1990	mars 2000 - oct. 2002	oct. 2007 - mars 2009
S&P 500	-27 %	-19 %	-47 %	-55 %
US Small cap (Russell 2000)	-38 %	-29 %	-41 %	-59 %
Russell 1000 Growth	-29 %	-15 %	-64 %	-51 %
Russell 1000 Value	-24 %	-14 %	-28 %	-60 %
S&P 500 Quality	-	-12 %	-39 %	-36 %
MSCI Europe ex-UK	-29 %	-25 %	-53 %	-57 %
MSCI Europe ex-UK SMID cap	-	-	-51 %	-61 %
FTSE All-share	-30 %	-13 %	-40 %	-44 %
FTSE Small cap	-33 %	-18 %	-46 %	-56 %
FTSE Mid cap (FTSE 250)	-31 %	-16 %	-32 %	-47 %
MSCI Emerging Markets	-	-15 %	-32 %	-50 %
Etats-Unis Bons du Trésor	2 %	1 %	31 %	15 %
IG États-Unis	1 %	-1 %	26 %	-6 %
Haut rendement États-Unis	-	-	-9 %	-29 %
Macro hedge funds	-	-1 %	10 %	8 %
Dollar américain pondéré par les échanges	-4 %	-3 %	10 %	13 %
Dollar américain vs. euro	-	-	2 %	-10 %
Dollar américain vs. livre sterling	11 %	9 %	-2 %	-32 %
Dollar américain vs. yen japonais	8 %	15 %	-13 %	18 %
Dollar américain vs. franc suisse	11 %	12 %	10 %	2 %
Point haut S&P 500	mardi 25 août 1987	lundi 16 juillet 1990	vendredi 24 mars 2000	mardi 9 octobre 2007
Point bas S&P 500	vendredi 4 décembre 1987	jeudi 11 octobre 1990	mercredi 9 octobre 2002	lundi 9 mars 2009

Source : Bloomberg Barclays, Federal Reserve, FTSE, HFRI, MSCI, Russell, Standard & Poor's, Thomson Reuters Datastream, J.P. Morgan Asset Management. L'indice S&P 500 Quality est le quartile supérieur des titres de qualité du S&P 500 tel qu'établi dans les stratégies Quantitative Beta de JPMAM sur la base des mesures de la rentabilité, du risque financier et de la qualité des résultats. Les indices Russell Value et Growth s'articulent autour de trois facteurs de sélection différents. Pour l'axe Value, les titres sont sélectionnés sur la base du ratio cours/valeur comptable. Pour l'axe Croissance, les titres sont sélectionnés sur la base des prévisions de croissance à moyen terme et des chiffres historiques par la croissance de l'action. Bons du Trésor américain : Bloomberg Barclays US Agg. Treasury ; IG États-Unis : Bloomberg Barclays US Corporate Investment Grade ; Haut rendement États-Unis : BofA/Merrill Lynch US High Yield Constrained; Hedge funds : HFRI Macro Hedge Fund Index. Toutes les valeurs sont les performances totales en devises locales, sauf précision d'une autre devise. Périodes de baisse définies entre le plus haut et le plus bas du S&P 500. La performance passée n'est pas un indicateur fiable des résultats à venir. Données au 31 août 2018.

Le Programme Market Insights fournit des données et des commentaires détaillés sur les marchés financiers internationaux sans aucune référence à des produits d'investissement. Conçu comme un outil permettant aux clients d'appréhender les marchés et d'accompagner leur prise de décision en matière d'investissement, le programme examine les répercussions des statistiques économiques actuelles et de l'évolution des conditions de marché.

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 communiquez 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](http://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. Tous droits réservés.

0903c02a823b82d2

LV-JPM51427 | 10/18