

# Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

## Évolution des marchés mondiaux et positionnement du portefeuille au T3

8 octobre 2018

AUTEUR



**Tim Lintern**

Stratégiste  
Multi-Asset Solutions

### SYNTHESE

- Les actions internationales ont affiché une performance de 4,3 % au troisième trimestre, favorisées par de solides bénéfices malgré le risque généré par la politique commerciale des États-Unis et une croissance mondiale modérée.
- L'administration américaine (U.S.) a mis en place une deuxième série de droits de douane sur les importations chinoises et en a annoncé une troisième ; les rendements du bon du Trésor américain à 10 ans ont progressé de 20 points de base (pb) au cours du trimestre.
- L'économie mondiale a continué à croître à un rythme supérieur à la tendance, les États-Unis en particulier ont surperformé par rapport aux prévisions.
- La Chine a mis en place un grand nombre de mesures d'assouplissement budgétaire et monétaire pour soutenir son économie.
- Nous restons surpondérés sur les actions mais avons atténué ce positionnement au cours de cette année. Nous continuons à surveiller attentivement la perspective selon laquelle l'incertitude planant sur le commerce mondial pourrait éroder la confiance des entreprises. Pour ce qui concerne les actions, tout comme les obligations, nous favorisons les États-Unis et avons réduit nos positions sur les marchés émergents.

### EVOLUTION DU T3

***Nous examinons les tendances à l'oeuvre sur les marchés et les économies au cours du T3 2018, étudions ce qu'elles induisent pour nos portefeuilles multi-actifs et présentons une mise à jour de notre positionnement.***

Le troisième trimestre a été fertile en inquiétudes multiples pour la communauté des investisseurs : un budget italien expansionniste, une escalade dans les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine, un mouvement brutal de délestage des actifs turcs et une évolution de la politique de contrôle de la courbe des taux de la Banque du Japon. Malgré ces événements, les actifs risqués ont terminé le trimestre en hausse, l'indice MSCI All-Country World (ACWI) affichant une performance de 4,3 %. Le dollar U.S., qui reste un facteur clé de la performance des économies et marchés émergents ne s'est apprécié que de 0,7 % au cours du trimestre, performance plus faible que celle du premier semestre de cette année. Les obligations d'Etat ont fait l'objet d'un mouvement de vente massif au T3 dans pratiquement toutes les régions sauf la Chine, provoquant un recul de 1,6 % de l'indice FTSE World Government Bond.

La solide performance des actions a été favorisée par la robustesse du contexte économique. Nos prévisions sur la croissance économique se sont infléchies depuis le début de l'année et nous avons observé la progression des risques extrêmes que l'évolution de la politique commerciale fait courir à la croissance.

L'économie mondiale continue cependant à croître à un rythme supérieur à la tendance, les États-Unis faisant la course en tête parmi les économies les plus importantes. Dans les statistiques américaines (U.S.) les plus récentes, les enquêtes auprès des entreprises ont fait preuve de robustesse et la confiance des consommateurs a atteint des seuils de haut de cycle, suggérant une faible probabilité de ralentissement imminent. En Asie, les exportations se sont maintenues à un niveau raisonnable, bien que les chiffres aient fait état d'un trou d'air dans les perspectives des exportations chinoises. L'ensemble manufacturier émergent au sens large paraît robuste, avec des exportations coréennes solides et des économies émergentes asiatiques probablement de nouveau soutenues par le cycle des smartphones. En Europe, les instruments de mesure de l'activité ont déçu, l'indice PMI manufacturier ressortant à 53,2 en septembre, rythme de croissance le plus faible depuis septembre 2016.

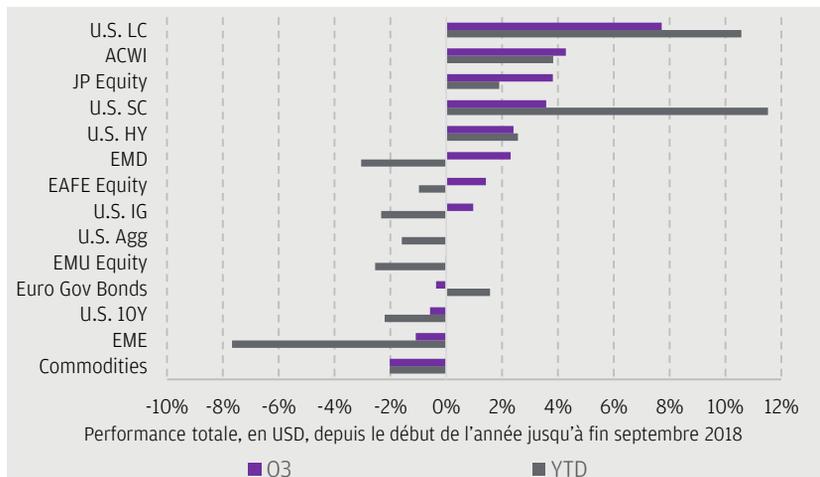
De concert avec la performance économique du trimestre, les actions américaines (U.S.) ont continué à battre leurs homologues dans le monde entier. L'indice S&P 500 a performé de 7,7 % au T3 (**graphique 1**). Les qualités défensives du marché américain (U.S.) des actions, de robustes révisions de bénéfices et une composition dans l'ensemble de haute qualité continuent à attirer les acheteurs. Le marché des actions japonais a également surperformé, favorisé par la faiblesse du yen qui s'est déprécié de 2,6 % contre le dollar U.S. (USD).

L'indice FTSE 100 a enregistré une performance médiocre, malgré un trimestre marqué par une hausse du prix du Brent de 4,1 % et une dépréciation de la GBP de 1,3 % contre l'USD. Cette piètre performance a été due en partie au regain des inquiétudes sur un "no deal Brexit" (absence d'accord). Le rebond des prix du pétrole s'explique par une tension sur le marché physique et des anticipations d'aggravation de l'impact des sanctions américaines contre l'Iran. La performance la plus médiocre a été enregistrée par le marché des actions italien (en recul de 4,2 %) au moment où le gouvernement de ce pays a annoncé un budget expansionniste susceptible de raviver les tensions avec la Commission européenne. Si les dirigeants politiques italiens ont semblé prêts à ignorer les règles budgétaires imposées par la Commission, ils pourraient bien être amenés à prêter davantage attention aux coûts d'emprunt du pays, qui ont explosé au cours du troisième trimestre : les rendements de l'obligation d'Etat italienne à 10 ans a progressé de 47 pb pour atteindre 3,1 %.

Aux États-Unis, les rendements du 10 ans ont pour l'essentiel évolué autour de 2,9 % au cours du T3. En fin de trimestre, la Réserve fédérale (Fed) a augmenté ses taux de 25 pb, portant ainsi son couloir de fluctuation cible pour les taux fed funds à 2,00/2,25 %. La tonalité d'ensemble de la réunion a été assez équilibrée. D'un côté, la conviction dans la trajectoire de taux à court terme semble forte : les perspectives de croissance sont robustes, le nombre médian de hausses de taux que prévoit le FOMC (Federal Open Market Committee) dans l'année qui vient est inchangé (encore une en 2018, trois en 2019) et les projections à 2021 montrent la persistance d'une période de taux supérieur au point neutre.

**GRAPHIQUE 1 : EXPRIME EN USD, LE MARCHE DES ACTIONS AMERICAIN (U.S.) CONTINUE A SURPERFORMER**

Nous avons pu observer au troisième trimestre que la performance de la dette souveraine émergente a enregistré un rétablissement. En dehors des marchés d'actions, le segment du *high yield* U.S. est un facteur de surperformance clé depuis le début de l'année, soutenu par des facteurs techniques, la robustesse de l'économie américaine et sa relative insensibilité aux inquiétudes générées par la politique commerciale.



Sources : Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management ; données de septembre 2018.

D'un autre côté, la fin du resserrement monétaire est désormais en vue et nous avons assisté à une orientation claire suggérant un positionnement plus stable à moyen terme. La déclaration du FOMC ne mentionne plus le mot "accommodant", pour signifier que la situation actuelle approche de la neutralité et que la trajectoire des taux va atteindre son niveau le plus élevé en 2020, en ligne avec des prévisions de taux de chômage qui devraient atteindre leur plancher à ce moment-là. Fin septembre, les rendements ont dépassé leur moyenne de 2,9 %, favorisés par la robustesse des statistiques américaines (U.S.) et une communication plutôt agressive de la part de certains membres du Comité, évolution qui s'est accélérée début octobre.

Sur les autres marchés obligataires souverains, après un ralentissement de la croissance et une menace accrue de guerre commerciale avec les États-Unis, les dirigeants politiques chinois ont commencé à mettre en place des mesures d'assouplissement en juillet : relance budgétaire et conditions de liquidité. L'ampleur et l'étendue de la relance chinoise ne sont pas encore claires ; nous observons par ailleurs que la croissance en Chine pourrait être handicapée par une politique immobilière résidentielle restrictive. Ailleurs en Asie, la Banque du Japon a maintenu ses objectifs de taux directeurs mais a annoncé un ensemble de modifications concernant sa politique de contrôle de la courbe des taux. Elle a élargi sa marge de tolérance enserrant son objectif de taux de 0 % pour l'obligation d'Etat japonaise à 10 ans, pour la porter de +/- 10 pb à +/- 20 pb, tout en renforçant son engagement de pilotage des anticipations à maintenir plus longtemps une politique monétaire accommodante. En Europe, le commentaire de la Banque centrale européenne (BCE) a occupé le devant de la scène après l'intervention du Président Mario Draghi décrivant les projections d'inflation de la BCE comme indiquant un redressement "relativement vigoureux". Les chiffres de l'inflation réelle se sont cependant modérés, le taux de l'inflation s'établissant autour de 0,9 % en glissement annuel en septembre.

Dans le domaine du crédit, le segment du *high yield* U.S. reste le facteur de surperformance, en s'établissant à 2,4 % au T3. Il s'est montré remarquablement résistant depuis le début de l'année ; les spreads ont oscillé autour de 330 pb avant de rebondir au troisième trimestre pour finir autour de 310 pb.

Le rebond des prix du pétrole a favorisé l'indice *energy-heavy* mais, fait plus important, la robustesse de l'économie américaine (U.S.) et l'insensibilité supposée des entreprises émettant de la dette *high yield* aux perturbations affectant la politique commerciale. A l'inverse, le crédit *investment grade* a enregistré une performance de 1,1 % au T3 et a reculé de 2,3 % depuis le début de l'année, handicapé par sa durée longue, un contexte technique moins favorable et des fondamentaux plus faibles. La dette souveraine émergente a connu un trimestre solide, en performant de 2,3 %, bien que la dette locale ait de nouveau sous-performé, avec un recul de 1,8 % en termes de performance. Le rallye de la dette souveraine a été favorisé par la stabilisation de l'environnement financier en Turquie et en Argentine : les hausses de taux en Turquie et l'activation des paiements du FMI à l'Argentine ont stimulé le marché dans son ensemble. La hausse des prix du pétrole a été aussi un facteur de soutien pour la dette des pays exportateurs de pétrole.

## IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

Nous conservons une orientation favorable au risque dans nos portefeuilles, anticipant un niveau satisfaisant pour la croissance mondiale au cours des trimestres qui viennent. Nous avons modéré nos niveaux de risque au cours de ces derniers mois, en tenant compte des évolutions dans les négociations commerciales et de certaines poches de faiblesse économique particulièrement dans les marchés émergents. Notre positionnement sur les actions est surpondéré sur les États-Unis : nous y anticipons une solide performance économique capable de stimuler la croissance des bénéficiaires. Les actions européennes restent sous-pondérées dans un contexte d'inquiétudes persistantes sur le budget italien et de perspectives de renforcement de l'euro. Pour ce qui concerne les marchés obligataires, nous préférons les bons du Trésor américain (U.S.) et devenons progressivement plus positifs sur la durée. Nous sommes neutres sur le crédit dans son ensemble avec une légère préférence pour le segment *high yield* U.S., tout en étant conscients que les spreads *high yield* semblent particulièrement tendus.

## 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*

### Mark Richards

*Stratégiste  
Londres*

### Diego Gilsanz

*Stratégiste  
New York*

Pour de plus amples informations, veuillez prendre contact avec votre conseiller J.P. Morgan Asset Management.

NACM: National Association of Credit Management; LC: Large Cap; SC: Small Cap; HY: high yield; EMD: emerging market debt; EAFE: the MSCI Europe, Australasia and the Far East Index; IG: investment grade; Agg: aggregate bond index; EMU: MSCI *EMU* Index tracking euro zone stocks; EME: emerging market equities.

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](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. All rights reserved

PI-AA-MONTHLY-100818 | 0903c02a8219f62b