

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Marchés internationaux et portefeuilles multi-actifs

10 décembre 2018

AUTEUR



Diego Gilsanz
Stratégiste
Multi-Asset Solutions

SYNTHÈSE

- Les marchés américains du crédit se heurtent à des difficultés depuis deux mois, les spreads atteignant des niveaux que nous n'avions pas vus depuis 2016.
- La dynamique défavorable des marchés, tant technique que fondamentale, a secoué les marchés du crédit. L'augmentation de la volatilité, la baisse des prix du pétrole et la crainte d'une nouvelle vague d'anges déchus sont autant de facteurs qui ont contribué au mouvement de baisse.
- Pour la suite, nous pensons que les investisseurs du crédit devraient bénéficier d'un certain répit en raison de la résilience persistante des perspectives de croissance aux États-Unis et de la stabilité, à défaut d'augmentation, des prix du pétrole. Les accès de volatilité et la peur des anges déchus risquent néanmoins de perdurer – sachant notamment que la taille du marché BBB est désormais 2,5 fois celle du marché du high yield.
- Nous restons neutres sur le crédit et continuons de privilégier le haut rendement américain par rapport aux obligations « investment grade ». En dehors des États-Unis, nous sommes conscients que les spreads du crédit des marchés émergents se sont nettement élargis, mais préférons nous abstenir d'investir davantage dans cette classe d'actifs car les fondamentaux ne sont pas favorables.

COMMENT EXPLIQUER LA BAISSÉ DES MARCHÉS DU CRÉDIT ?

Les investisseurs en obligations d'entreprises américaines ont connu des moments difficiles ces deux derniers mois. Les spreads des obligations high yield ont augmenté de plus de 100 points de base (bps) et ceux des obligations « investment grade » (IG) de plus de 30 bps depuis début octobre, et atteignent maintenant des niveaux que nous n'avions pas connus depuis 2016. Les autres actifs financiers ont eux aussi souffert, le S&P 500 baissant d'environ 10 %. La baisse du crédit mérite toutefois qu'on s'y attarde, car certains aspects de la dynamique du marché sur les deux derniers mois (aussi bien techniques que fondamentaux) risquent de perdurer sur notre horizon de placement de 12 à 18 mois.

Plusieurs événements défavorables sont à l'origine des déboires du crédit. Premièrement, la crainte que la croissance des bénéfices des entreprises américaines ait atteint son point culminant a provoqué une forte hausse des indicateurs de volatilité implicite en octobre. La volatilité des marchés a réduit l'attrait des opérations de portage et s'accompagne généralement d'un élargissement des spreads du crédit. La chute de 25 US\$ des prix du pétrole sur la même période n'a pas non plus aidé. Le marché HY est particulièrement exposé aux prix du pétrole car les entreprises du secteur de l'énergie y représentent environ 13 % de l'encours total. Les spreads du secteur de l'énergie HY ont augmenté de près de 200 bps, ce qui correspond à un rendement total d'environ - 6 %. Les investisseurs du crédit s'inquiètent également du rythme de la croissance mondiale. Les indicateurs commencent à signaler un ralentissement de la croissance américaine, et le secteur du logement, sensible aux taux d'intérêt, s'est nettement ralenti à la suite des hausses de taux répétées de la Fed.

Le marché du crédit américain compte également un certain nombre d'exportateurs de biens d'équipement qui sont exposés à la croissance décevante du secteur industriel hors États-Unis. Par conséquent, les obligations de moins bonne qualité (CCC), qui sont les plus vulnérables face aux changements de perspectives de croissance, ont sous-performé leur bêta historique en novembre, y compris si on exclut les entreprises du secteur de l'énergie (figure 1). Les obligations CCC hors énergie sont en baisse de 2 % en termes de rendement excédentaire, ce qui représente leur plus mauvaise performance mensuelle depuis presque trois ans.

Un facteur propre au crédit qui a alimenté la baisse du marché est l'inquiétude croissante quant au poids disproportionné des obligations BBB. Ce marché, dont la taille atteint 2,5 fois celle du marché HY, menace de créer un nombre sans précédent d'anges déchus lors de la prochaine crise du crédit, ce qui pénaliserait à la fois les investisseurs IG et HY. Bien que ce risque soit largement reconnu, la plupart des acteurs du marché étaient convaincus que les conditions économiques solides des États-Unis limiteraient à court terme le nombre d'émissions susceptibles de se transformer en anges déchus. Ce sentiment a toutefois changé lorsque la notation des obligations General Electric (GE) a été abaissée à BBB, et le marché a regardé d'un mauvais œil la déclaration du PDG indiquant que la direction ressentait un « sentiment d'urgence » dans ses efforts de désendettement. En plus de provoquer une dérouté des titres GE, cet événement a suscité la crainte d'un recul plus large et plus grave du crédit.

Les obligations Ge représenteraient à elles seules 5,4 % du marché américain du haut rendement et les investisseurs craignent qu'un nouvel abaissement de la notation de l'entreprise déclenche une cascade d'anges déchus.

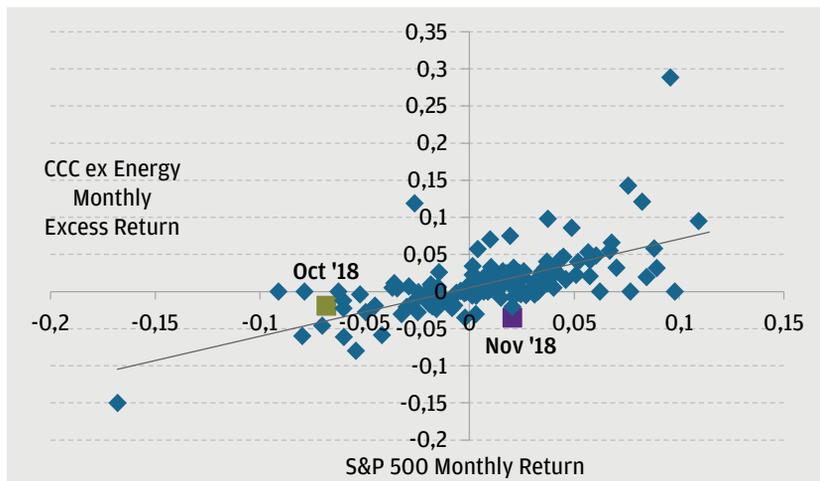
Perspectives du crédit

Pour l'avenir, nous pensons que la volatilité générale des marchés d'actifs restera structurellement élevée dans un contexte de ralentissement de la croissance et de normalisation continue de la politique monétaire américaine. Les marchés, et notamment celui du crédit, devraient continuer à extrapoler rapidement les risques majeurs du moment, qu'il s'agisse des conflits commerciaux ou du plafonnement des bénéfices, inquiets d'une fin prochaine du cycle économique actuel. Cela devrait empêcher les spreads de revenir aux faibles niveaux connus pendant la phase d'expansion.

Nous sommes néanmoins plus optimistes quant aux perspectives de la croissance et de l'énergie. Les conditions économiques américaines nous apparaissent toujours relativement solides, avec peu de risque de récession d'ici la fin de l'année prochaine. La dernière enquête de la Fed auprès des responsables du crédit montre que les banques sont en train d'assouplir leurs critères d'octroi des crédits commerciaux et industriels, ne faisant donc ressortir aucun signe de retournement imminent du cycle du crédit (figure 2). En théorie, le crédit est particulièrement bien placé pour bien performer dans un contexte de croissance ralentie, mais toujours solide, en raison de son rang privilégié par rapport aux fonds propres.

FIGURE 1 : LES OBLIGATIONS CCC ONT SOUS-PERFORMÉ EN NOVEMBRE

Malgré des performances négatives en octobre, le crédit a surperformé sa corrélation historique avec les actions. Cela a changé en novembre, lorsque le S&P 500 a réussi à offrir un mois de performances positives pendant le marché du crédit continuait de baisser. Les obligations de moins bonne qualité affichent les plus mauvaises performances en novembre, et la chute des prix du pétrole n'explique qu'en partie cette mauvaise performance.



Source : Bloomberg, Goldman Sachs, J.P. Morgan Asset Management. Données en date de décembre 2018.

La remontée des prix du pétrole devrait avoir un effet favorable, ou tout au moins cesser de peser sur le marché. Après l'annonce par l'OPEP d'une réduction de la production de 1,2 millions de barils par jour lors de sa réunion du 7 décembre, les cours du pétrole ont aussitôt récupéré une partie de leurs pertes antérieures. Bien qu'il soit toujours possible que certains pays ne respectent pas les réductions de production convenues, le fait que l'OPEP apparaisse disposée à resserrer les conditions de l'offre devrait aider les cours du pétrole à rester au-dessus de leurs points bas récents, apportant un certain répit aux émetteurs HY du secteur de l'énergie.

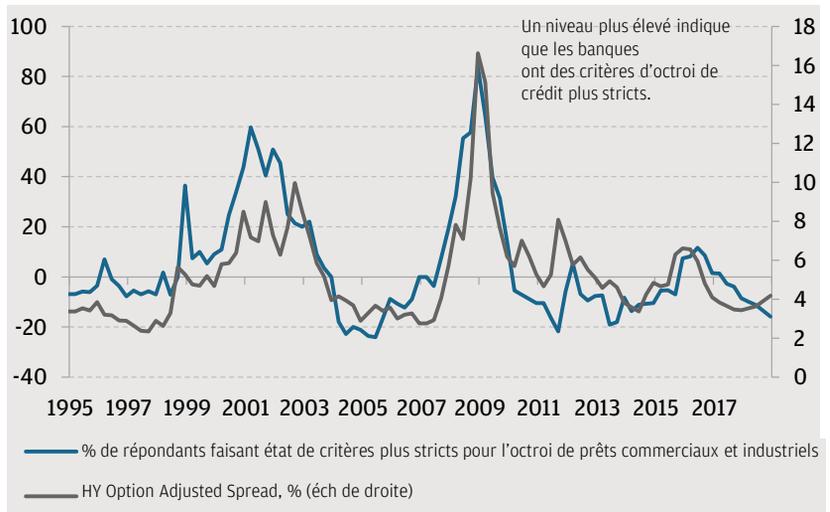
La question des titres BBB est le principal risque que nous surveillons. D'un côté, nous sommes relativement certains de nos prévisions de croissance aux États-Unis, qui devraient, toutes choses étant égales par ailleurs, aider les entreprises à maintenir des revenus suffisants pour continuer à honorer leurs engagements d'emprunt à court terme. Nous sommes toutefois conscients que les inquiétudes liées au refinancement peuvent finir par s'auto-alimenter. Une baisse du marché du crédit peut provoquer, d'elle-même et en elle-même, des défaillances et des baisses de notation en raison de l'augmentation de la charge d'intérêts, même si les fondamentaux des entreprises n'ont pas changé. Les agences de notation ont en outre laissé les entreprises s'endetter de manière considérable pour des opérations de fusion-acquisition, sur la promesse d'un désendettement futur. Une attitude moins complaisante de leur part pourrait conduire à un plus grand nombre d'anges déchus, beaucoup d'émetteurs BBB affichant un taux d'endettement comparable à celui d'entreprises HY.

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

Nous restons neutres sur le crédit, notre optimisme en termes de perspectives de croissance et d'amélioration des valorisations étant tempéré par nos inquiétudes quant à l'augmentation de la volatilité et la vulnérabilité des émetteurs BBB. Nous continuons de préférer le marché HY au marché IG, car les fondamentaux de bilan et les facteurs techniques, en termes principalement d'émissions, sont relativement plus favorables au premier. En ce qui concerne nos portefeuilles de plus petite taille, qui sont plus flexibles, nous avons graduellement accru la part du marché HY au détriment des actions dans le cadre d'une volonté de réduction du risque. Le risque de liquidité nous empêche toutefois de prendre des positions plus substantielles sur le marché HY dans nos portefeuilles de plus grande taille. En dehors de États-Unis, nous sommes conscients que les spreads de la dette souveraine des marchés émergents ont nettement augmenté ces derniers mois. Nous préférons néanmoins nous abstenir d'investir davantage dans cette classe d'actifs, car les spreads étaient plus larges lors des périodes de stress antérieures et la dynamique macro-économique reste faible sur les principaux marchés émergents.

FIGURE 2 : LES BANQUES AMÉRICAINES RESTENT D'HUMEUR PRÊTEUSE

La dernière enquête de la Fed auprès des responsables du crédit montre que les banques continuent d'assouplir leurs critères d'octroi des prêts commerciaux et industriels. Certains s'inquiètent que cet assouplissement alimente des excès sur le marché des prêts à effet de levier. Cependant, les spreads du haut rendement se sont rarement élargis de manière significative lorsque les banques prêtent facilement.



Source : Bloomberg, Federal Reserve, J.P. Morgan Asset Management. Données en date de décembre 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

Patrik Schöwitz

Stratégiste, Éditeur
Londres

Thushka Maharaj

Stratégiste
Londres

Tim Lintern

Stratégiste
Londres

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 2018 JPMorgan Chase & Co. All rights reserved

PI-AA-WEEKLY-1201018 | 0903c02a8219f62b