

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Marchés mondiaux et portefeuilles multi-actifs

17 décembre 2018

AUTEURS



Thushka Maharaj

Stratégiste
Multi-Asset Solutions



Michael Albrecht, CFA

Stratégiste
Multi-Asset Solutions

SYNTHESE

- Au cours du mois écoulé, le rallye des obligations d'Etat sur les marchés développés, entraîné par les bons du Trésor américain (U.S.), a confirmé les avantages de la diversification apportée par la duration aux portefeuilles multi-actifs.
- La courbe des bons du Trésor U.S. s'est aplatie bien plus rapidement que ce qu'impliquaient les taux futurs, notamment dans la différence entre les rendements à 2 et à 10 ans. La baisse des rendements à long terme a été provoquée principalement par le marché et l'air e sentiment général des investisseurs.
- Nous prévoyons une inversion de la courbe 2 ans/10ans d'ici au milieu de l'année 2019 alors que la Réserve fédérale (Fed) entre dans la zone neutre de sa politique monétaire. L'inversion de la courbe des taux va indubitablement affecter le sentiment du marché mais nous relevons également que, historiquement, il existe d'importants décalages entre l'inversion de la courbe des taux et le début d'une récession.
- Le ralentissement du momentum économique et un resserrement des conditions de la politique monétaire nous ont conduit il y a un mois à réduire le risque de nos portefeuilles multi-actifs, principalement en faisant évoluer notre position d'ensemble actions/obligations vers une légère sous-pondération. Cohérents avec la prudence accrue qu'inspirent ces perspectives, nous continuons à porter un jugement positif sur la duration.

Merci de prendre note que ce bulletin est le dernier de l'année. Nous reprendrons sa publication le 7 janvier 2019.

FAISONS LE POINT SUR L'IMPORTANT RALLY OBLIGATAIRE

Les actions et autres actifs risqués ont connu des hauts et des bas au cours du mois dernier, l'indice S&P 500 étant actuellement proche de ses points bas de 2018. Mais, au cours de cette période, l'un des marchés les plus importants a uniquement évolué à la hausse : les obligations d'Etat des marchés développés. Les rendements sur l'indice des bons du Trésor américain (U.S.) à 10 ans a brutalement chuté de 36 points de base (pb), pour revenir d'un récent point haut de 3,24 % le 8 novembre à 2,88 % à mi-journée le 14 décembre. Cette évolution a confirmé l'avantage en matière de diversification que procure la duration pour les portefeuilles multi-actifs.

Au cours de cette même période, la courbe des taux américaine (U.S.) s'est rapidement aplatie, les rendements de l'extrémité courte ayant reculé beaucoup moins que ceux positionnés à plus long terme sur la courbe. Les rendements des obligations arrivant à échéance l'an prochain sont presque inchangés et les rendements à deux ans (2s) ont moins reculé que les rendements à 10 ans (10s). La pente clé 2-10 ans a reculé d'environ 30 pb début novembre vers de nouveaux points bas de cycle : précisément 15 pb (**graphique 1**). Parallèlement, les rendements 2-5 ans et 3-5 ans ont subi une inversion pour la première fois au cours de ce cycle.

L'extrémité courte de la courbe des taux a été stimulée par les anticipations de plus en plus accommodantes des investisseurs concernant la politique de la Fed. La récente rhétorique développée par la Fed a retenti comme une légère inflexion vers une plus forte dépendance aux statistiques ; les investisseurs l'ont interprété comme suggérant une pause imminente dans les hausses de taux d'intérêt. Les anticipations du marché sur la politique de la Fed ont nettement reculé, affichant une hausse de 25pb pour toute l'année 2019, contre deux anticipées début novembre.

A notre avis, la baisse des rendements à long terme doit moins aux fondamentaux. Les anticipations évoluant vers une guerre commerciale ont ébranlé les actifs à risque au cours du mois dernier, mais l'évolution des cours sur les marchés d'actions a connu des hauts et des bas alors que les rendements obligataires ont évolué sans une seule direction. Les statistiques d'activité économique aux États-Unis ont connu une inflexion au cours du mois dernier, comme cela a été constaté dans le ralentissement du rythme d'expansion de l'emploi et d'un marché immobilier résidentiel sensible à l'évolution des taux d'intérêt. Toutefois, une modération de cette évolution par rapport à la croissance de mi-année dopée par l'expansion budgétaire est attendue depuis longtemps et les instruments de mesure de surprise des statistiques agrégées par rapport aux prévisions des économistes [comme l'indice de surprise économique de Citigroup (Citigroup's Economic Surprise) pour les États-Unis] n'ont enregistré qu'une très légère baisse. De toute façon, la détérioration des prévisions à court terme et le ralentissement des taux de croissance ne devraient pas affecter de façon disproportionnée l'extrémité longue de la courbe des taux.

Au contraire, la baisse des rendements à long terme semble refléter des facteurs techniques et le sentiment général des investisseurs, non les anticipations des futurs taux directeurs. La volatilité du marché des actions apparaît *en elle-même* avoir incité de nombreux investisseurs à se tourner vers le confort des obligations valeurs refuge et la faiblesse de la liquidité a provoqué un impact sur les cours supérieur à ce qui aurait dû être le cas en d'autres circonstances. Dans le recul de 33 pb des rendements au cours du mois dernier, 31 pb environ sont attribuables à la baisse de la prime de terme¹ (différence entre les rendements à long terme du marché et les taux directeurs moyens futurs anticipés sur le même horizon temporel. Les baisses constatées ne semblent pas refléter des anticipations de baisse des taux directeurs futurs.

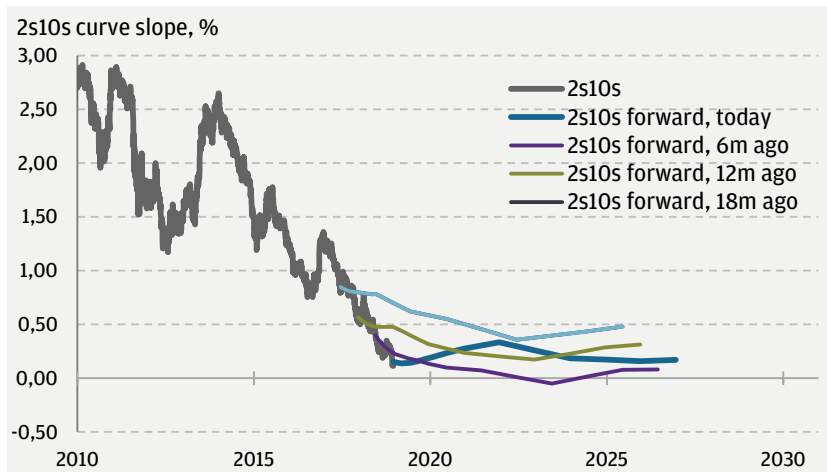
Un aplatissement de la courbe implique-t-il une hausse du risque de récession ?

La très observée courbe des taux américains (U.S.) 2-10 ans ne s'est pas encore inversée. Mais une inversion de la courbe des taux américains (U.S.) impliquerait que, dans un futur proche, les rendements à court terme reculent par rapport à leurs niveaux élevés, sans doute comme la conséquence d'une baisse des taux directeurs en réaction à la récession. En effet, la courbe des taux s'est inversée avant chaque récession au cours de ces 50 dernières années, avec un seul résultat positif erroné (au cours des trois derniers cycles, la courbe 2-10 ans s'est inversée 20, 35, et 23 mois avant le début d'une récession).

¹ Tobias Adrian, Richard Crump and Emanuel Moench ("ACM"), Treasury Term Premia estimate, Federal Reserve Bank of New York as of December 12.

GRAPHIQUE 1 : L'APLATISSEMENT RAPIDE DE LA COURBE DES TAUX U.S.

La courbe du bon du Trésor U.S. s'est aplatie bien plus rapidement que ce les taux futurs ont impliqué, notamment dans l'instrument de mesure clé "2s10s" (2-10 ans) ou différence entre les rendements à 2 et à 10 ans. Contrairement à la valorisation du marché actuel, nous prévoyons une poursuite de cet aplatissement, avec une inversion d'ici mi-2019 en raison d'une action rigoriste de la Fed poussant les rendements à la hausse à l'extrémité courte alors que les fondamentaux et les facteurs techniques continuent à réduire les rendements de la partie longue.



Sources : Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions ; données au 14 décembre 2018.

Une inversion de la courbe de taux possède certainement un certain pouvoir de prédiction mais, comme nous l'avons indiqué, celui-ci est devenu moins évident dans le cycle actuel et devrait être pris en compte conjointement avec d'autres indicateurs. Nous estimons que son pouvoir de prédiction est atténué par le fait que les rendements de l'extrémité longue de la courbe ont été artificiellement abaissés par des facteurs comme le *quantitative easing* (en d'autres termes par une prime de terme négative). Cette évolution structurelle rend l'inversion plus vraisemblable mais pour une raison faiblement liée à l'économie.

L'aplatissement de la courbe au cours de ces dernières semaines apparaissant en très grande partie dû à une prime de terme de plus en plus négative plutôt qu'à une modification de la trajectoire anticipée des taux directeurs, nous ne décelons pas un signal clair de probabilité accrue d'une récession. Pourtant, si la courbe ne subit pas d'inversion au cours des mois à venir, nous ne l'ignorons pas pour autant. La réputation néfaste d'un aplatissement de la courbe des taux pourrait aboutir à susciter une détérioration du sentiment général, contribuant elle-même à un affaiblissement de l'activité réelle, devenant ainsi potentiellement une prophétie auto-réalisatrice. Et des conséquences économiques directes seraient possibles, bien que nous prévoyons que celles-ci seraient modestes, comme pour les banques qui prêtent à long terme à taux fixe, en se finançant par des dépôts à court terme.

Que va-t-il se passer désormais pour les rendements ?

Nous restons globalement positifs sur la duration à moyen terme. Si le récent rallye obligataire a tempéré notre conviction sur les valorisations (depuis mars notre fourchette de fluctuation pour le rendement du 10 ans américain (U.S.) est resté inchangée à 2,50 %-3,25 %), un contexte inflationniste modéré, une décélération de la croissance américaine (U.S.) et la poursuite de l'afflux de capitaux vers les obligations devraient continuer à favoriser les obligations à long terme.

Nous sommes plus baissiers sur la partie courte de la courbe. La politique de la Fed évolue vers une plus forte dépendance aux statistiques et, en définitive, elle fera une pause dans ses hausses régulières pour évaluer les effets différés du resserrement précédent sur l'économie. Mais la valorisation par les marchés de moins d'une hausse de 25 pb pour toute l'année 2019 semble beaucoup trop accommodante et nous voyons une possibilité de hausse des rendements à court terme si, comme nous l'anticipons, la Fed relève ses taux le 19 décembre.

Si un ajustement de politique monétaire aussi agressif serait vraisemblablement jumelé à des messages accommodants, les projections économiques du FOMC (Comité fédéral de politique monétaire) devraient indubitablement annoncer un nouveau resserrement. Selon nous, le rythme trimestriel actuel des hausses de taux devrait se poursuivre en mars, qui devrait constater un franchissement par le taux directeur de la limite basse des estimations de son niveau "neutre".

Notre prévision plus baissière pour les rendements à court terme par rapport à ceux à long terme implique un renforcement de notre conviction à moyen terme dans une poursuite de l'aplatissement de la courbe des taux et nous anticipons une inversion de la courbe U.S. 2-10 ans vers le milieu de 2019. Il convient cependant de faire preuve de prudence, en s'abstenant de supposer que la rapidité du récent aplatissement persistera à court terme ; nous ne prévoyons pas une évolution rectiligne de la courbe vers son inversion.

Les bons du Trésor américain (U.S.) ont provoqué une baisse des rendements obligataires et la plus grande surprise de ce récent rallye obligataire est que les obligations U.S. à 10 ans ont surperformé par rapport aux Bunds allemands, leur spread de taux à 10 ans se resserrant de 280pb à 263pb. Nous continuons à maintenir une préférence pour le segment obligataire U.S. par rapport aux autres marchés obligataires en raison des valorisations, des positions relatives des pays dans leurs cycles économiques et des perspectives de politique monétaire. L'Allemagne reste notre dernier choix de marché en raison des valorisations et des attentes d'une focalisation de la Banque centrale européenne sur l'accélération des salaires et d'un début de normalisation des taux l'an prochain.

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

Le ralentissement du momentum économique et le resserrement des conditions de la politique monétaire nous ont amené il y a un mois à réduire le risque de nos portefeuilles multi-actifs, principalement en faisant évoluer notre position globale actions/obligations vers une légère sous-pondération. En cohérence avec ces perspectives plus prudentes, comme indiqué précédemment, nous continuons à avoir une opinion positive sur la duration. Dans l'ensemble, nous ne maintenons qu'une opinion directionnelle modeste sur les plus importantes classes d'actifs, avec une concentration accrue sur la valeur relative. Nous préférons les actifs américains (U.S.) à ceux des autres régions, dans le domaine des actions, des bons du Trésor et du crédit. Pour être clair, un resserrement de la politique monétaire et un ralentissement du rythme de la croissance n'implique pas qu'une récession menace. Mais un infléchissement du momentum de la croissance, dans un contexte de cycle économique mature, justifie une approche plus prudente.

L'équipe Stratégie Multi-Asset Solutions

John Bilton

*Responsable de la Stratégie
Londres*

Patrik Schöwitz

*Stratégiste, Éditeur
Londres*

Michael Hood

*Stratégiste
New York*

Thushka Maharaj

*Stratégiste
Londres*

Benjamin Mandel

*Stratégiste
New York*

Tim Lintern

*Stratégiste
Londres*

Michael Albrecht

*Stratégiste
New York*

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-121718 | 0903c02a8219f62b