

Marchés internationaux et portefeuilles multi-actifs

Un examen des marchés internationaux et du positionnement des portefeuilles au 4^{ème} trimestre

7 janvier 2019

AUTEUR



Diego Gilsanz
Stratégiste
Multi-Asset Solutions

EN BREF

- Le dernier trimestre de 2018 a donné lieu à certaines des plus mauvaises performances enregistrées par les actifs risqués pendant la phase actuelle d'expansion, l'indice *MSCI All Country World* (ACWI) reculant de 12,7 %. La crainte d'un ralentissement de fin de cycle, le resserrement de la liquidité au niveau mondial, le protectionnisme commercial, l'endettement des entreprises et l'impasse politique ont tous contribué à une réévaluation des perspectives de croissance.
- Comme prévu, la croissance mondiale s'est ralentie. Bien que le risque de récession se soit accru pour l'an prochain, nos indicateurs dans ce sens restent dans leur ensemble modérés.
- Les obligations souveraines ont offert un certain répit aux investisseurs, mais les rendements ont finalement été soutenus par des perspectives économiques encore satisfaisantes et un cycle de resserrement monétaire qui se poursuit au niveau mondial, même s'il s'est ralenti.
- Nous conservons une légère sous-pondération des actions, faute de pouvoir identifier clairement un catalyseur susceptible de modifier le sentiment des marchés à court terme. Nous avons atténué notre surpondération de la durée compte tenu de la forte hausse récente et continuons de privilégier les bons du Trésor américain au sein de la classe d'actifs. Nous conservons une surpondération des liquidités.

LE POINT SUR LE T4

Nous revenons sur les tendances des marchés et des économies au 4^{ème} trimestre 2018 pour analyser leurs répercussions sur nos portefeuilles multi-actifs et présenter un positionnement actualisé

Le marché des actions internationales a connu sa plus mauvaise performance depuis la crise de la zone euro en 2011, l'indice *MSCI All Country World* (ACWI) perdant 12,7 % sur le trimestre. Sur l'année, l'indice est en recul de 8,9 %, sa plus mauvaise performance annuelle depuis la crise financière de 2008. Les investisseurs ont cédé au quatrième trimestre face à une longue liste d'inquiétudes, comprenant le ralentissement de la croissance, le resserrement de la liquidité au niveau mondial, le protectionnisme commercial sino-américain, le niveau d'endettement des entreprises et la situation politique aux États-Unis. Ces inquiétudes ont alimenté un scénario de fin de cycle, provoquant une réévaluation des prévisions de croissance et la crainte croissante que, sans être imminente en 2019, une récession se produise peu de temps après. Les investisseurs ont eu du mal à identifier des risques positifs par rapport à leur scénario de base. L'asymétrie de la distribution des risques, associée à un taux de liquidité plus élevé, a découragé le comportement « d'achat dans le creux » qui avait caractérisé la plupart des baisses de marché pendant la phase d'expansion actuelle. Les obligations internationales ont apporté un certain répit, mais son ampleur a été limitée par rapport aux fluctuations des actions : l'indice *Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond* a gagné 1,2 % sur le trimestre (figure 1).

Malgré la baisse considérable des rendements souverains dans l'ensemble du monde développé, le marché a été soutenu par la perspective d'une croissance économique encore satisfaisante et la poursuite (certes ralentie) du resserrement monétaire au niveau mondial.

Bien que la croissance mondiale reste solide – notamment aux États-Unis, où la résilience du marché de l'emploi alimente une consommation qui reste soutenue – elle s'est ralentie, surtout au 4^{ème} trimestre. Les indicateurs de récession font ressortir une probabilité plus forte, bien que toujours modérée, de récession au cours de l'année à venir. L'indicateur à forte périodicité que nous préférons, à savoir les demandes d'inscription à l'assurance-chômage, a augmenté pendant le mois de novembre pour se rapprocher ensuite en fin d'année de ses points bas des phases d'expansion antérieures. La confiance du secteur privé a néanmoins continué de s'éroder doucement : notre mesure agrégée est désormais à peine supérieure à sa moyenne historique.

En dehors des États-Unis, la croissance a continué de décevoir. Le rebond de la zone euro ne s'est pas matérialisé et les récentes manifestations en France ont pesé sur le sentiment des entreprises : les enquêtes de la zone euro annoncent désormais une croissance inférieure à la tendance. L'activité économique chinoise continue elle aussi de décevoir, les ventes au détail, le crédit et la production industrielle affichant tous une croissance plus lente que prévu en novembre. Avec le ralentissement des échanges commerciaux en Asie de l'Est, les deux pays « baromètre » que sont la Corée et Taïwan ont vu leurs chiffres d'exportations et d'activité économique stagner tout au long du quatrième trimestre.

Leurs PMI manufacturiers continuent de faire ressortir un malaise à court terme. L'économie japonaise semble être épargnée, avec une belle reprise de la consommation et de l'activité industrielle après une série de catastrophes naturelles au troisième trimestre.

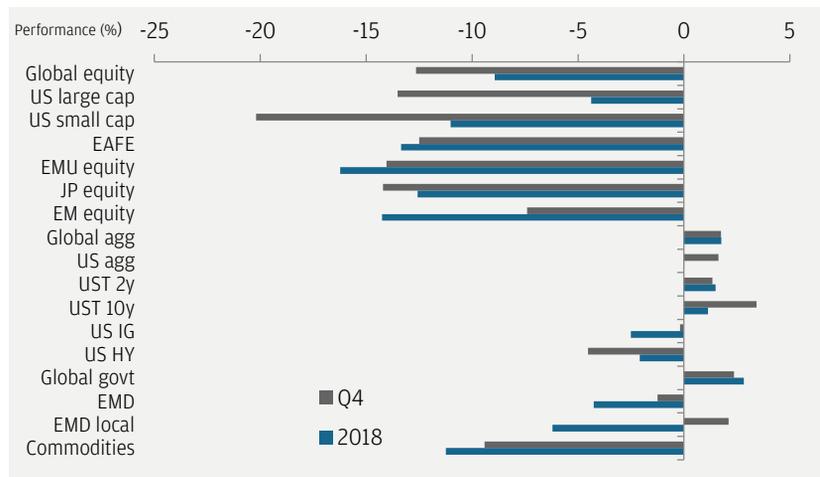
Un mauvais trimestre pour tous les actifs risqués

Le marché américain des actions a beaucoup souffert pendant le trimestre, les indices *S&P 500* et *Russell 2000* perdant respectivement 13,5 % et 20,2 % sur la période. Ces chiffres figurent parmi les plus mauvaises performances du marché notamment parce que ces indices faisaient partie des rares à s'être appréciés tout au long de l'année, ce qui les rendait d'autant plus exposés à un changement de sentiment. Les prévisions de croissance des bénéfiques du S&P 500 sont en outre passées de 10 % à un peu plus de 7 % - cette baisse reflète en partie l'importance relative du secteur de l'énergie, durement frappé par la baisse des prix du pétrole. Le prix du *West Texas Intermediate* (WTI) a chuté de 38 % à 45 \$ le baril suite à la clémence inattendue des sanctions américaines sur le brut iranien, aux doutes concernant le respect du dernier accord de l'OPEP et à l'atonie de la demande du marché chinois et indien.

Les performances des marchés actions en dehors des États-Unis sont à peine meilleures. L'Euro Stoxx 50 a chuté de 11,4 % tandis que l'indice MSCI Emerging Markets, aidé par des valorisations plus basses en début de trimestre et par la baisse des rendements américains, affiche un recul moins marqué à -7,6 %. Le raffermissement du yen a pénalisé les actions japonaises, le Topix perdant 17,7 % sur le trimestre.

FIGURE 1 : RECU GENERAL DES ACTIFS RISQUES, PEU DE REPIT DE LA PART DES OBLIGATIONS

Il s'agit globalement d'un mauvais trimestre et d'une mauvaise année pour les actifs risqués. En termes relatifs, les grandes capitalisations américaines sont le segment qui affiche la meilleure performance des marchés actions (ou tout au moins la moins mauvaise) pour l'année, ayant été le seul à afficher une performance positive au moment d'entamer le quatrième trimestre. La forte hausse de fin d'année des obligations souveraines a poussé les rendements obligataires des titres de meilleure qualité (« *high grade* ») en terrain positif pour 2018.



Source : Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management. Données au 2 janvier 2019.

Les marchés du crédit ont souffert avec les actions. Les obligations américaines à rendement élevé ont reculé de - 4,5 %, leur plus mauvaise performance trimestrielle des trois dernières années. Comme en 2015, le marché a été pénalisé par sa forte exposition à la chute des prix du pétrole. S'y est ajouté un mouvement de fuite des obligations General Electric suite à leur récente baisse de notation, qui a fait craindre aux investisseurs qu'un grand nombre d'« anges déchus » viennent plomber le marché du haut rendement. Les obligations américaines « *investment grade* » (IG) ont reculé de - 0,2 %, cette relative résilience s'expliquant principalement par la durée plus longue de ce segment. Les spreads IG ont augmenté de 47 points de base (bps), leur plus forte variation trimestrielle depuis 2008. La dette des marchés émergents a relativement bien résisté, abandonnant seulement 1,3 % grâce à des valorisations relativement favorables et à la baisse du rendement des bons du Trésor américain.

Peu de réconfort en provenance des obligations

Les obligations souveraines des marchés développés ont fortement augmenté sur le trimestre grâce à la baisse des prix du pétrole et à des prévisions de resserrement monétaire plus modéré pour 2019. Le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans a baissé de 37 bps à 2,68 %. Le point mort à 10 ans (la part du rendement qui rémunère les investisseurs pour l'inflation prévisionnelle) a chuté de 43 bps, manifestant toujours sa forte corrélation historique avec les cours du pétrole. La Réserve fédérale a joué un rôle dans cette forte hausse : bien que sa réunion du mois de décembre se soit conclue par une hausse du taux cible des fonds fédéraux, dans une fourchette de 2,25 à 2,50 %, elle a également revu à la baisse ses prévisions de politique de taux pour 2019, avec trois hausses prévues au lieu de quatre. Bien que la courbe des taux se soit brièvement redressée après la réunion de la Fed, en raison de la baisse des rendements à court terme, le trimestre a malgré tout été caractérisé par un fort aplatissement de la courbe des taux des bons du Trésor américain.

La forte hausse des *Bunds* allemands a entraîné une baisse de 30 bps des rendements à seulement 0,24 %. La Banque centrale européenne (BCE) a mis fin à son programme d'assouplissement quantitatif, tout en faisant état d'une relance léthargique et d'un environnement de croissance affaibli, tant sur le plan intérieur qu'au niveau mondial. Le resserrement du marché de l'emploi et la hausse des salaires pourraient inciter la BCE à augmenter ses taux, mais sur le trimestre, le marché a ramené ses prévisions de hausse de taux d'environ 60 % à 20 % pour 2019. Les rendements des obligations de l'État japonais (JGB) ont chuté de 12 bps à 0,0 % sur 10 ans, la politique de contrôle des taux de la Banque du Japon étant toujours en vigueur.

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

Nous avons modéré le positionnement de risque de nos portefeuilles à l'approche de la nouvelle année. Bien en le jugeant encore faible en valeur absolue, nous estimons que le risque de récession aux États-Unis a augmenté ces derniers mois. Nous avons décidé de légèrement sous-pondérer les actions, faute de pouvoir identifier clairement un catalyseur susceptible de modifier le sentiment des marchés à court terme. Les États-Unis restent notre marché actions favori, car nous estimons qu'il devrait surperformer en cas de baisse des actions provoquée par une récession. Nous restons neutres sur le crédit dans son ensemble et envisageons une pondération plus importante du haut rendement américain comme un moyen de réduire le risque actions dans les portefeuilles qui sont suffisamment flexibles pour tolérer la liquidité plus réduite de la classe d'actifs. Notre surpondération de la durée a été atténuée par la récente remontée des obligations et nous continuons de privilégier les bons du Trésor américain au sein de la classe d'actifs. Enfin, au vu de l'augmentation de la volatilité, nous conservons des liquidités plus importantes.

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 Schowitz

*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 2019 JPMorgan Chase & Co. All rights reserved.

PI-AA-MONTHLY-010719 | 0903c02a8219f62b