

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Marchés internationaux et portefeuilles multi-asset

28 octobre 2019

AUTEUR



Thushka Maharaj

Stratégiste
Multi-Asset Solutions

SYNTHÈSE

- Aussi faibles qu'ils soient à première vue, les rendements obligataires ne devraient plus beaucoup augmenter et les obligations apparaissent toujours attractives. Les économies en fin de cycle sont propices à la détention d'actifs sûrs et la duration sera également soutenue par l'attitude conciliante des banques centrales et la demande des investisseurs institutionnels.
- Nous estimons que la duration a un rôle à jouer dans les portefeuilles au même titre que les liquidités. Nous affectons un risque significatif à l'hypothèse d'une récession (35 %) et le reste à notre scénario de base, qui prévoit un ralentissement de la croissance vers son niveau tendanciel aux États-Unis. Dans tous nos scénarios, le profil risque/rendement est favorable à la duration.
- Dans leur ensemble, nos portefeuilles reflètent une vision prudente du contexte macro-économique mondial. Nous prenons progressivement une position de plus en plus positive sur la duration non couverte, conviction qui se renforcerait si les rendements des bons du Trésor américain à 10 ans passaient au-dessus de 2 %. Nous avons une légère surpondération du marché monétaire américain.

L'INTÉRÊT DE LA DURATION DANS UN UNIVERS DE FAIBLES RENDEMENTS

L'été a été particulièrement agité pour les marchés obligataires. Après un mois de mai qui s'est avéré le cinquième mois le plus mauvais de l'histoire du S&P 500, les obligations ont entamé un mouvement de hausse qui a culminé au mois d'août, lorsque les rendements des bons du Trésor américain (UST) à 10 ans ont atteint 1,45 % dans un contexte de marché dominé par la crainte croissante d'une récession, par le risque d'escalade des droits de douane et par le souci d'un « Brexit » brutal au Royaume-Uni.

Depuis lors, ces risques extrêmes se sont progressivement atténués (du moins pour le moment). Les rendements sont repartis à la hausse alors que les investisseurs réévaluaient le risque imminent d'événements extrêmes négatifs. Pendant que cette réévaluation se poursuit, nous pensons que les rendements ont encore un léger potentiel de hausse par rapport à leurs niveaux actuels. Cette hausse des rendements devrait toutefois rester limitée et les obligations commencent maintenant à présenter davantage d'intérêt. Dans ce bulletin, nous expliquons les raisons de notre position de plus en plus favorable à la duration.

Avec des rendements obligataires peu élevés à première vue, qu'est-ce qui explique notre intérêt pour les obligations? Nous pensons que nous nous trouvons maintenant clairement en fin de cycle, ce qui est favorable à la détention d'actifs moins risqués. Les freins qui pèsent actuellement sur la croissance devraient perdurer dans les douze prochains mois et les problèmes structurels autour des droits de douane et des frictions commerciales ne sont pas près de disparaître. D'après nos analyses, la baisse de 110 pb des rendements UST à 10 ans depuis le début de l'année s'explique à hauteur de 70 pb par les inquiétudes croissantes concernant la croissance et des préoccupations d'ordre plus général quant à la longévité du cycle économique.

Par conséquent, si les marchés devaient se revaloriser pour éliminer tous les risques de récession, les rendements pourraient augmenter de 70 pb, toutes choses étant égales par ailleurs. Compte tenu du degré de maturité du cycle actuel, il semble néanmoins peu probable que les marchés se mettent à refléter une absence totale d'inquiétude quant à la situation actuelle du cycle.

La fonction de réaction conciliante des banques centrales est elle aussi susceptible de soutenir la duration. Nous nous attendons à ce que la Réserve fédérale américaine (Fed) abaisse ses taux encore une ou deux fois au cours des douze prochains mois, même si l'ampleur de ces baisses de taux « de précaution » reste sujette à discussion, et nous attribuons une probabilité peu élevée (5 % seulement) à l'éventualité d'une hausse des taux sur cette période. Le redémarrage des rachats d'actifs de la Banque centrale européenne (BCE), l'offre nette fortement déficitaire à laquelle l'Europe sera confrontée au 4^e trimestre, la demande persistante de duration de la part des caisses de retraite des entreprises et la fin imminente de la réduction du bilan de la Fed sont autant de facteurs qui se cumulent dans nos analyses pour annoncer une forte augmentation de la demande d'obligations.

Cela fait un moment que nous affirmons que les perspectives des douze prochains mois sont bimodales. Cela signifie que nous affectons un risque significatif à l'hypothèse d'une récession (35 %) et le reste à notre scénario de base, qui prévoit un ralentissement de la croissance vers son niveau tendanciel aux États-Unis.

Dans les deux cas, il est difficile de prévoir une fourchette centrale pour les rendements UST à 10 ans. Qu'est-ce qui explique par conséquent notre certitude que la duration se comportera favorablement face à cette distribution bimodale des scénarios possibles ?

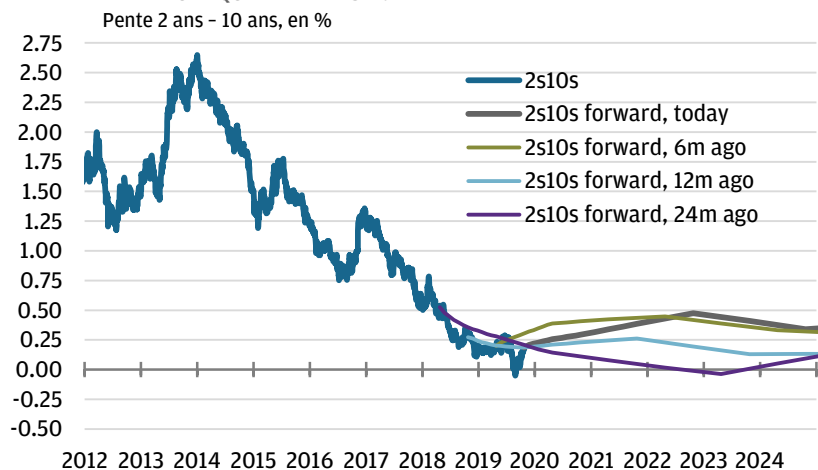
Nous sommes arrivés à la conclusion que notre scénario de base implique nécessairement des rendements peu élevés. Conformément à ce scénario, et comme évoqué plus haut, une Fed toujours conciliante devrait plafonner la remontée des rendements. En outre, dans ce scénario, même si une récession est évitée, une politique accommodante reste nécessaire pour maintenir des conditions financières favorables ainsi que l'expansion actuelle. Les vents contraires en provenance du commerce perdurent et il n'est pas certain que l'assouplissement de la politique monétaire suffise à compenser leur effet. En d'autres termes, il est difficile d'imaginer que les rendements obligataires augmentent dans cet environnement.

On peut donc se demander : pourquoi acheter de la duration lorsque la courbe des taux est si plate ? Il est vrai qu'elle s'est même inversée sur certains segment et que la courbe des taux de 2 à 10 ans est quasiment aussi plate qu'elle l'était au moment de la crise financière (graphique 1). On notera que les rendements ultra-faibles amènent nos signaux quantitatifs à être négatifs sur la duration, les modèles lui préférant une allocation monétaire. Nous sommes également conscients des risques à court terme provenant de plusieurs facteurs techniques, comme par exemple la couverture de la convexité des prêts hypothécaires et l'activité de refinancement, qui pourraient exercer des pressions haussières sur les rendements obligataires.

Mais même dans ce cas, nous pensons qu'une demande significative de duration commencerait à se manifester aux alentours d'un taux de 2 % sur les UST à 10 ans. Il y a des arguments valables en faveur de la détention de liquidités, et nous sommes effectivement passés à une position positive sur le marché monétaire américain lors de notre sommet trimestriel du mois de septembre, mais nous sommes également convaincus que la duration a elle aussi un rôle à jouer dans les portefeuilles.

GRAPHIQUE 1: LA COURBE DES TAUX DE 2 À 10 ANS DES BONS DU TRÉSOR AMÉRICAIN (UST) EST TRÈS PLATE. LE SOUTIEN DE LA DURATION PAR RAPPORT AU MARCHÉ MONÉTAIRE RELÈVE D'UN ÉQUILIBRE DÉLICAT.

La courbe de 2 à 10 ans n'a jamais été aussi plate depuis la crise financière, ce qui réduit l'attrait de la duration par rapport aux produits de taux à court terme. Nous estimons néanmoins que la duration a un rôle particulier à jouer dans les portefeuilles multi-asset. La figure ci-contre présente l'évolution de la courbe des taux de 2 à 10 ans prolongée par les courbes de taux déduites des prix des contrats de taux à terme. Les prix de marché actuels font apparaître une pentification de la courbe pour les prochaines années.



Sources : Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management. Données à fin octobre 2019. Informations fournies à titre purement indicatif.

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

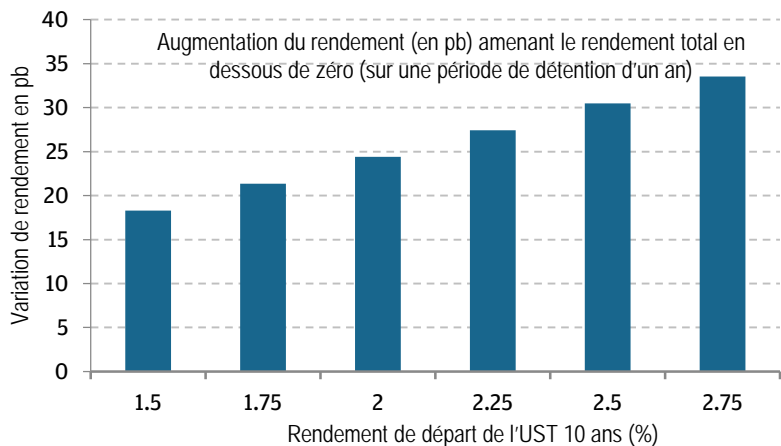
Dans leur ensemble, nos portefeuilles reflètent notre vision plutôt circonspecte du contexte général dans lequel les investisseurs opèrent. Nous sommes en fin de cycle après tout. Compte tenu de la prudence reflétée par nos positions, nous continuons de surveiller les chiffres de près pour guetter les signes d'une éventuelle amélioration des indicateurs prospectifs de l'activité industrielle mondiale, des dépenses d'investissement et du commerce qui pourrait alimenter un rebond durable des actifs cycliques et une augmentation des rendements obligataires.

Nous prenons progressivement une position de plus en plus positive sur la duration non couverte, notamment aux États-Unis, et pourrions avoir une conviction plus forte si les rendements des UST à 10 ans passaient à plus de 2 %.

Même si les rendements continuaient à augmenter au-dessus de 2 %, il existe une marge de protection en termes de rendement total pour la détention de duration (figure 2). De plus, les rendements attendus dans les autres classes d'actifs sont asymétriques dans le sens baissier, alors que les rendements obligataires affichent une tendance positive dans tous nos scénarios. Nous avons également une légère surpondération du marché monétaire américain, ce qui nous permet de saisir rapidement les opportunités à mesure qu'elles se présentent.

GRAPHIQUE 2 : SI LES INVESTISSEURS ACHETAIENT DE LA DURATION À 2 %, ILS POURRAIENT ABSORBER UNE HAUSSE DE 25 PB DES RENDEMENTS SUR 1 AN AVANT DE SUBIR UNE PERTE

Des rendements de départ entre 1,75 et 2,0 % offrent une bonne marge de protection pour les revenus des investisseurs. Par exemple, des investisseurs qui achètent des bons du Trésor américain à 10 ans au taux de 2 % peuvent absorber une hausse de 0,25 % avant de subir une perte sur un horizon d'un an. En cas de hausse supplémentaire des rendements, cette marge de protection s'élargit et la détention de la duration devient d'autant plus intéressante à nos yeux.



Sources : Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management. Données à fin octobre 2019. Informations fournies à titre purement indicatif.

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

Sylvia Sheng

Stratégiste
Hong Kong

Diego Gilsanz

Stratégiste
New York

Michael Akinyele

Stratégiste
Londres

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-WEEKLY-102819 | 0903c02a8272102d