

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Évolution des marchés mondiaux et positionnement du portefeuille en octobre

4 novembre 2019

AUTEUR



Diego Gilsanz
Stratégiste
Multi-Asset Solutions

SYNTHÈSE

- Les marchés actions ont rebondi en octobre : les Etats-Unis et la Chine ont semblé se rapprocher d'un accord commercial potentiel de phase 1, la probabilité d'un Brexit sans accord a reculé et les publications de statistiques ont suggéré une stabilisation possible de la croissance dans un avenir proche.
- La résilience du marché de l'emploi aux Etats-Unis a contribué à atténuer la perception des risques de récession et les signaux d'approche d'un plancher dans les statistiques manufacturières mondiales ont rassuré les investisseurs sur le fait que l'industrie mondiale n'est pas en chute libre.
- Les rendements obligataires souverains des marchés développés ont progressé, suivant l'exemple des Bunds allemands, dans un environnement de risque plus positif. Après avoir abaissé ses taux *federal funds* pour la troisième fois cette année, la Réserve fédérale américaine (U.S.) a annoncé la fin possible de sa série de baisses de nature "assurantielle".
- Nos perspectives pour les marchés à risque se sont légèrement améliorées, mais nous continuons de voir des risques plus élevés de baisse avec un marché de l'emploi tendu, des entreprises endettées et un ralentissement de la croissance des profits. Nous sommes neutres sur la durée.

EVOLUTION EN OCTOBRE

Nous examinons les tendances à l'oeuvre sur les marchés et les économies en octobre 2019, étudions ce qu'elles induisent pour nos portefeuilles multi-asset et présentons une mise à jour de notre positionnement.

Les marchés actions ont rebondi en octobre, les investisseurs ayant bien accueilli les nouvelles positives concernant plusieurs risques géopolitiques majeurs au niveau mondial. Deux faits marquants - concernant le commerce sino-américain et le Brexit - ont nettement atténué les risques extrêmes les plus anxiogènes pour les marchés au cours de ces derniers mois. En conséquence, l'indice *MSCI All Country World* a terminé le mois en hausse de 2,8 % et les obligations souveraines des marchés développés (DM) ont été survendues, particulièrement hors des Etats-Unis.

Les dirigeants chinois ont confirmé que leur pays était proche d'un accord sur ce qui est appelé une transaction de phase 1 avec les Etats-Unis, susceptible de mettre un terme à la tendance à la surenchère de mesures protectionnistes. L'accord potentiel verrait les Etats-Unis renoncer à relever de 25 à 30% les droits de douane existants sur 250 milliards USD d'importations en provenance de Chine et retarderait indéfiniment les nouveaux droits de douane sur un volume complémentaire de 160 milliards USD d'importations issues de ce pays, augmentations planifiées pour prendre effet en décembre. En contrepartie, la Chine s'engagerait de nouveau sur l'achat de produits agricoles américains (U.S.) et à faire respecter la propriété intellectuelle et la législation sur les investissements étrangers.

La poursuite des négociations sur le Brexit a apporté par ailleurs un nouveau répit aux investisseurs, de nouvelles élections générales ayant été programmées pour le 12 décembre et un nouvel accord de retrait conclu. Si une incertitude considérable persiste, l'éventualité déstabilisante d'un Brexit sans accord s'est trouvée réduite.

Les statistiques macro-économiques écartent les craintes de récession

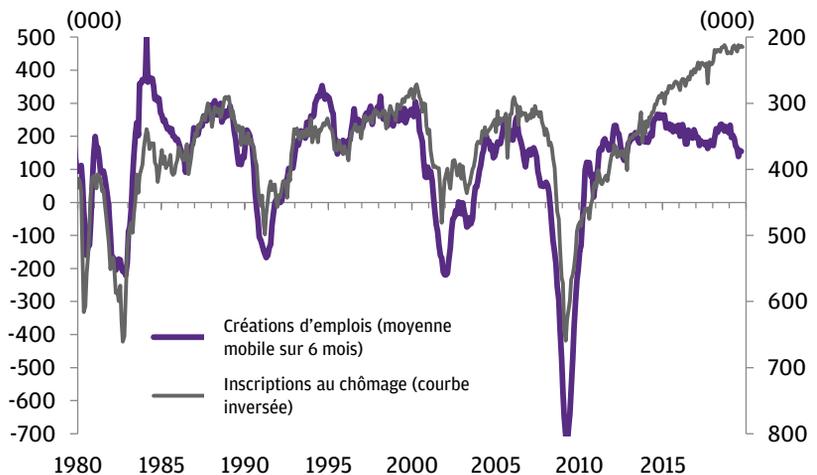
La relative stabilisation qui se dégage de certaines statistiques macro-économiques publiées en octobre a également contribué à soutenir les marchés d'actifs risqués. Nous avons relevé des signes rassurants selon lesquels la croissance aux Etats-Unis devrait se stabiliser dans un futur proche, conforme ou à peine inférieure à sa tendance. Il est certain que la croissance a ralenti, comme l'ont confirmé les chiffres décevants des ventes de détail et des commandes de biens d'équipement en septembre. Pourtant, la création d'emplois, bien que plus lente, reste solide ; les créations brutes d'emplois aux Etats-Unis en octobre ont été nettement supérieures aux prévisions et il n'y a eu que peu d'annonces de licenciements (Exhibit 1). Nous serions inquiets si les inscriptions au chômage ou si les taux de licenciements remontaient dans un contexte de ralentissement des créations d'emplois, dans la mesure où cela pourrait annoncer le début d'un repli des dépenses d'équipement des entreprises plus conforme à une récession. Les indices PMI manufacturiers mondiaux sont restés globalement à des niveaux faibles, mais semblent avoir atteint un plancher. De plus, les statistiques d'activité chinoises se sont améliorées en septembre par rapport à un mois d'août faible et les volumes des exportations asiatiques en général, bien qu'hésitantes, semblent être sur la voie d'une amélioration très progressive - apportant ainsi de la crédibilité à l'idée selon laquelle l'industrie mondiale n'est pas en chute libre.

La performance des actions au niveau mondial a donc été positive, avec des progressions légèrement orientées vers les secteurs pro-cycliques. Les valeurs financières, celles de la consommation discrétionnaire et les valeurs industrielles ont surperformé alors que les secteurs défensifs, comme les services aux collectivités et les REIT (sociétés de placement immobilier), ont souffert. Le rebond du secteur défensif de la santé a constitué une exception notable à la tendance. L'indice S&P 500 a progressé de 2,2 % en octobre dans un contexte de poursuite de la publication des bénéfices du troisième trimestre qui a été dans l'ensemble meilleure que redoutée : avec la publication des résultats d'environ 70% des entreprises de l'indice S&P 500, la croissance des bénéfices en variation annuelle ressort quasiment stable. Les actions émergentes ont surperformé au cours du mois, avec une solide performance générale qui s'est étendue aux marchés au delà des seuls pays asiatiques sensibles au commerce mondial. Les fluctuations des devises ont également influé sur les performances régionales - un accès de faiblesse du yen a facilité la publication par le Japon des meilleures performances actions des marchés développés, alors que le rebond de la livre sterling consécutif aux nouvelles positives sur le Brexit a handicapé les performances des actions du Royaume-Uni.

Le soulagement faisant suite aux inquiétudes sur la croissance a également poussé à la hausse les rendements obligataires souverains des marchés développés, en particulier en dehors du marché des bons du Trésor. Les rendements du Bund allemand ont pris la tête du mouvement de vente massif avec des rendements en hausse de 16 points de base (pb).

GRAPHIQUE 1 : RALENTISSEMENT DU MARCHE DE L'EMPLOI AUX ETATS-UNIS MAIS SANS SIGNES DE TENSION

Les créations d'emploi ont ralenti concomitamment à l'activité globale, continuant à alimenter les craintes d'une récession imminente. Cependant, les précédents historiques montrent que les récessions sont précédées à la fois d'un ralentissement des créations d'emplois et d'une progression des licenciements. Du fait que les demandes d'inscription au chômage sont restées à des niveaux historiquement faibles, nous restons relativement positifs sur les perspectives du marché de l'emploi aux Etats-Unis et interprétons le récent ralentissement comme cohérent avec une économie de fin de cycle empiétant sur les pénuries d'offres d'emplois.



Sources : U.S. Department of Labor, Bureau of Labor Statistics, Haver Analytics, J.P. Morgan Asset Management ; données au 31 octobre 2019. A titre purement indicatif.

Aux Etats-Unis, la Réserve fédérale (Fed) a abaissé le taux *federal funds* de 25 pb pour la troisième fois cette année, mais son Président, Jérôme Powell, a annoncé une fin possible de la série des baisses de nature “assurantielle” lorsqu’il a insisté sur le fait que la politique monétaire actuelle est “globalement appropriée” pour le moment, sauf si de nouvelles données devaient rendre nécessaire un réajustement significatif des perspectives de la Réserve fédérale. Le marché des bons du Trésor a encore réussi à nettement rebondir après la réunion et a terminé le mois en hausse de 3 pb.

Le crédit de qualité inférieure montre des signes de fragilité

Les performances totales du marché du crédit U.S. ont été légèrement positives en octobre. Fait intéressant, les obligations de qualité plus élevée se sont mieux comportées, en termes relatifs, malgré l’attitude favorable au risque du marché des actions. Les spreads sur le marché de la catégorie “*investment grade*” se sont contractés de 5 pb, surperformant par rapport à leur beta historique par rapport à l’indice S&P 500. Le contexte technique du marché a été favorable – les émissions aux Etats-Unis se sont repliées du fait que les entreprises U.S. ont augmenté le rythme des émissions obligataires sur les marchés européens du crédit où les rendements, et donc les coûts de financement, sont plus faibles. Les spreads *U.S. high yield (HY)* se sont en réalité élargis de 19 pb, sous-performant ainsi par rapport à leur lien historique avec l’indice S&P 500. Un biais favorable à la qualité est manifeste dans l’indice HY. Les obligations notées CCC- ont accusé un fort retard, poursuivant leur sous-performance ajustée au risque par rapport au marché du crédit au sens large.

Les spreads sur la dette émergente (EMD) en devises fortes ont rebondi de 9 pb, malgré la prolifération des manifestations dans le monde en voie de développement (Liban, Chili, Equateur).

Les marchés de la dette émergente ont continué à profiter de la poursuite d’un cycle d’assouplissement monétaire généralisé, d’un freinage de l’inflation et de conditions financières externes accommodantes (le dollar U.S. pondéré par le commerce extérieur s’est déprécié au cours du mois).

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D’ACTIFS

Le recul des risques extrêmes de nature géopolitique et la stabilisation des statistiques de croissance ont légèrement amélioré nos perspectives pour les marchés d’actions. Nous constatons cependant toujours une asymétrie à la baisse dans notre perception de la distribution des performances futures du marché à risque. Le cycle économique est nettement parvenu à sa phase ultime, avec un marché du travail tendu et des entreprises endettées. La croissance des résultats ralentit et, si une modeste hausse reste possible au cours de l’année prochaine, la pression progressive des coûts du travail sur les marges nous empêche de prévoir un potentiel de hausse significatif pour les bénéficiaires. De plus, même si le risque géopolitique s’est amélioré au cours du mois, un potentiel négatif considérable à la baisse subsiste. Les marchés ont déjà intégré dans les cours l’accord de phase I entre les Etats-Unis et la Chine bien qu’il ne soit pas encore officiellement achevé. Et celui-ci ne ferait effectivement que rétablir les négociations à leur stade antérieur à l’escalade du mois de mai, maintenant en place les droits de douane préexistants. En outre, les perspectives selon lesquelles les deux pays se mettraient rapidement d’accord sur un accord de phase II nous semblent limitées. Nous estimons que les marchés des actions et du crédit présentent l’asymétrie négative la plus profonde dans les distributions futures de performance. Nous sommes globalement neutres sur la duration : d’un côté, les rendements sont faibles et les obligations semblent chères mais d’un autre côté, la duration offre une certaine assurance contre les chocs de croissance dans un environnement de fin de cycle.

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*

Sylvia Sheng

*Stratégiste
Hong Kong*

Michael Albrecht

*Stratégiste
New York*

Diego Gilsanz

*Stratégiste
New York*

Tim Lintern

*Stratégiste
Londres*

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-MONTHLY-11042019 | 0903c02a82739c95