

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Evolution des marchés mondiaux et positionnement du portefeuille au T3

7 octobre 2019

AUTEURS



Michael Akinyele
Stratège
Multi-Asset Solutions



Tim Lintern
Stratège
Multi-Asset Solutions

SYNTHÈSE

- Les investisseurs ont été confrontés à des conditions difficiles au cours du T3, l'appétit pour le risque fluctuant au gré de la dynamique de l'interaction entre guerre commerciale, politique monétaire et croissance.
- La performance des indices actions au cours du trimestre n'a pas été homogène : l'indice *S&P 500* a approché de nouveaux sommets et les secteurs défensifs ont surperformé alors que les petites capitalisations U.S. et les marchés d'actions émergents ont reculé.
- Pour ce qui concerne les marchés obligataires, l'indice de référence que constitue le rendement du bon du Trésor U.S. à 10 ans a chuté et les obligations des autres marchés développés lui ont emboîté le pas, évolution accompagnée d'un aplatissement des courbes de taux et de brèves périodes d'inversion. Les obligations souveraines italiennes ont fait preuve d'une particulière fermeté après une réunion de la BCE à la tonalité accommodante.
- Sur le marché des changes, le dollar US s'est renforcé, le yen a oscillé au gré du sentiment général sur le risque et le yuan a franchi le seuil important de 7 pour 1 dollar US, alors que les fluctuations de la devise européenne ont été influencées par les risques particuliers liés au Brexit.
- Nous continuons modestement de sous-pondérer les actions et gardons un positionnement neutre sur la duration, détenons un peu plus de liquidités en dollar US et favorisons de façon importante notre penchant pour les actifs américains (U.S.). Nous entretenons un biais favorable à la qualité et à la croissance ainsi qu'une modeste orientation vers une baisse des taux.

Evolution du T3

Nous examinons les tendances à l'oeuvre sur les marchés et les économies au cours du T3 2019, étudions ce qu'elles induisent pour nos portefeuilles multi-asset et présentons une mise à jour de notre positionnement.

Le troisième trimestre a présenté des conditions dans lesquelles même les plus expérimentés des investisseurs ont craint à juste titre d'être pris à contre-pied. Les statistiques manufacturières ont fait état d'une poursuite de la détérioration des perspectives de l'activité mondiale quoique l'indice *S&P 500*, tout en restant cantonné dans un étroit couloir de fluctuation, s'est approché de ses sommets. Les investisseurs ont également observé que le marché de l'emploi aux Etats-Unis semblait insensible à cette évolution. Toutefois, les indicateurs du sentiment général sur la croissance ont été au mieux hésitants, comme l'ont montré les rendements des bons du Trésor U.S. à 30 ans qui ont atteint leurs plus bas historiques.

Nous considérons le T3 comme la poursuite du scénario économique prévalant en 2019 dans son ensemble : une interaction dynamique entre commerce, politique monétaire et croissance, chacun de ces éléments rivalisant d'importance. L'appétit pour le risque a fortement fluctué et la direction de chaque variation importante est issue de l'un de ces trois facteurs. Notre positionnement demeure cohérent avec une économie de fin de cycle mais nous relevons que le sentiment général peut changer considérablement et rapidement, nous contraignant à évaluer les deux extrémités de la distribution des risques.

Forte hétérogénéité parmi les actions au niveau mondial

Les actifs risqués se sont échangés dans un climat d'inquiétude au cours du T3, comme le montre le recul de 0,5 % de l'indice *MSCI All-Country World*. Toutefois, comme c'est souvent le cas, ce chiffre masque une hétérogénéité significative. Le thème principal du trimestre a été celui de la surperformance des valeurs défensives. Les secteurs défensifs de haute qualité ont publié des progressions, l'indice *S&P 500* affichant une hausse de 1,2 %, et son sous-indice *Utilities* (services aux collectivités) une progression de 8,4%. Inversement, les marchés cycliques, tels que les petites capitalisations U.S et les actions émergentes, ont sous-performé en affichant des performances respectives de - 2,8 % et - 5,1 %. Ceci étant dit, la fin du trimestre a été marquée par l'émergence d'une poche de surperformance cyclique, provoquée par un sentiment d'apaisement des risques géopolitiques. En septembre, le TOPIX a progressé de 5 % et l'EuroStoxx de 4,2 %, du fait de la fermeté des valeurs financières et automobiles. La rotation a également permis de constater une période de surperformance pour les actions *value*, en ligne avec une période de hausse des rendements obligataires aux Etats-Unis.

La surperformance des actifs risqués défensifs au cours du trimestre est cohérente, dans une certaine mesure, avec l'affaiblissement de la croissance tendancielle constaté dans l'économie mondiale. Les secteurs manufacturiers de l'économie mondiale, auxquels les actions sont particulièrement exposées, ont souffert au cours du T3. Le PMI manufacturier mondial est resté inférieur à 50 au cours du T3, le dernier chiffre publié s'établissant à 49,7. Accentuant cette évolution, le secteur

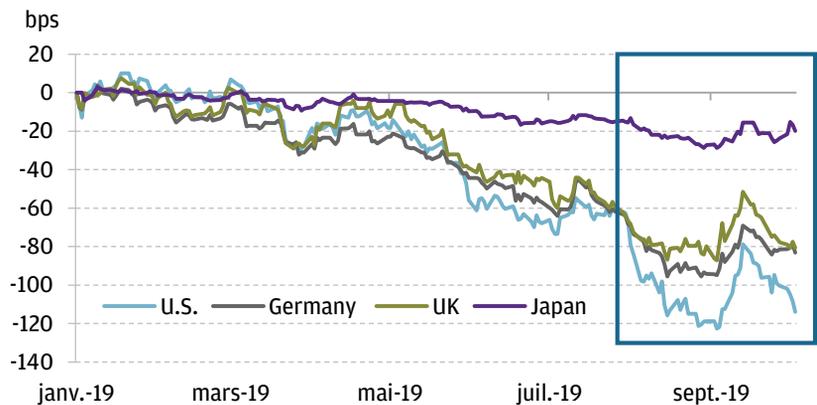
des services n'a pas réussi à offrir un répit, son PMI reculant de 0,7, pour s'établir à 51,8. On relève que les indicateurs à haute fréquence du marché de l'emploi aux Etats-Unis sont demeurés résilients – la moyenne des inscriptions au chômage sur quatre semaines approchant le chiffre de 211.000. La faiblesse des statistiques industrielles chinoises et européennes, allemandes en particulier, continue cependant à déprimer les prévisions de la croissance mondiale.

Sur le front commercial, le T3 a apporté des nouvelles négatives. Fait plus important, la détente négociée au sommet du G20 entre le Président américain Donald Trump et le Président chinois Xi Jinping n'a pas réussi à faire baisser significativement les tensions commerciales. Le Président Donald Trump a annoncé la mise en place de droits de douane de 10 % sur 300 milliards USD de produits chinois, la Chine a répliqué avec ses propres mesures douanières de rétorsion et l'administration Trump est montée de nouveau au créneau avec une augmentation des droits. La guerre commerciale, avec sa versatilité, peut contrecarrer le flux des statistiques et influencer sur les cours. Une meilleure nouvelle sur ce front est un risque de hausse pour notre positionnement.

Les négociations commerciales ont aussi un impact clair sur la politique monétaire. La baisse des taux pratiquée fin juillet par la Réserve fédérale américaine (Fed) dans le cadre de son *"mid-cycle adjustment"* (ajustement de milieu de cycle) a abaissé le taux *fed funds* de 25 points de base (pb), à 2,00%/2,50%, et la banque centrale a repoussé de deux mois l'achèvement de la réduction de son bilan.

GRAPHIQUE 1 : EVOLUTION DES RENDEMENTS OBLIGATAIRES A 10 ANS DEPUIS LE DEBUT DE L'ANNEE

Depuis le début de cette année, les obligations des marchés développés ont fait l'objet d'un mouvement de vente massif record. Cependant, tout au long du T3, cette tendance a eu du mal à maintenir son momentum du fait de l'oscillation des risques géopolitiques rendant volatil le sentiment général des investisseurs.



Evolution des rendements obligataires souverains à 10 ans depuis le début de l'année

Sources : Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions ; données au 30 septembre 2019. A titre purement indicatif.

Bien que les marchés aient été déçus par la réticence du Président de la Fed Jerome Powell à annoncer de nouvelles baisses de taux, celui-ci a laissé l'option ouverte. Un plan vigoureux de stimulation annoncé en septembre par la Banque centrale européenne (ECB) a surpris les investisseurs par sa forme d'une relance d'un dispositif de *quantitative easing* (QE) non limité dans le temps : poursuite des achats d'actifs à hauteur de 20 milliards EUR par mois jusqu'à ce que l'inflation commence à progresser.

Les marchés de la dette souveraine ont réagi à l'assouplissement de la politique monétaire par une baisse générale des rendements au cours du T3. Les rendements des bons du Trésor U.S. à 10 ans ont reculé de 34 pb, à 1,66 %, atteignant un point bas de 1,46 % début septembre ; dans le même temps, les autres marchés développés ont suivi une évolution similaire, ce qui a entraîné une évolution générale du marché vers un aplatissement des courbes de taux et des périodes d'inversion de courbe. Si le sens de la trajectoire a été globalement uniforme, un facteur de performance exceptionnel s'est révélé : les obligations souveraines italiennes ont enregistré une surperformance notable au cours du trimestre (les rendements à 10 ans sont tombés à 1,28 % du fait de la tonalité accommodante de la BCE et du caractère favorable au marché de la nouvelle coalition gouvernementale italienne). Sur le marché du crédit aux Etats-Unis, les spreads n'ont que peu bougé, le rythme record des émissions des entreprises étant absorbé par la quête de rendement des investisseurs.

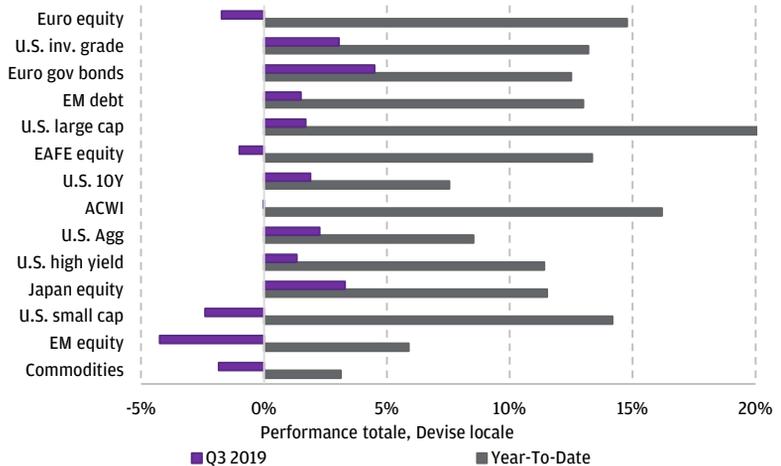
Les marchés des changes ont été caractérisés par la robustesse du dollar US, qui a terminé le trimestre en hausse de 3,4 %, alors que le yen japonais a oscillé au gré du flux et du reflux du sentiment de risque, pour terminer le trimestre quasiment inchangé par rapport au dollar U.S. Le RMB a franchi le seuil psychologiquement important de 7 pour 1 U.S. dollar. Les mouvements de la devise européenne ont été influencés par les risques particuliers liés au Brexit, l'euro et la livre sterling reculant respectivement de 4,2 % et 3,2 % par rapport au dollar U.S.

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

Notre gestion se caractérise par une modeste sous-pondération sur les actions, un positionnement neutre sur la durée, un peu plus de liquidités en USD et un penchant affirmé en faveur des actifs américains (U.S.), tout en adoptant une approche plus prudente dans nos portefeuilles, à la fois dans le risque directionnel en général et le positionnement en valeur relative. Ceci équivaut à un biais favorable à la qualité et la croissance, ainsi qu'une modeste orientation vers un affaiblissement des taux. Cependant, nous ne favorisons plus le segment du *high yield* U.S. dans la mesure où nous considérons le cycle du crédit comme de plus en plus mature. Nous nous appuyons plutôt sur un niveau de conviction raisonnable selon lequel les actifs U.S. continueront à assoir leur domination dans le domaine des actions comme dans celui des obligations. Nous reconnaissons surtout que nous sommes dans une époque de risques extrêmes élevés qui nécessitent à la fois une attitude dynamique en matière de positionnement et un peu de liquidités pour saisir les opportunités qui se présentent.

GRAPHIQUE 2 : PERFORMANCE DES PRINCIPAUX MARCHES

Cette année a vu les actifs financiers évoluer dans un état d'esprit optimiste, malgré des inquiétudes de marché omniprésentes sur l'âge du cycle économique. La performance des actifs risqués depuis le début de l'année est amplifiée par un point de départ particulièrement faible. Le troisième trimestre 2019 a été cependant marqué par une performance mitigée, dans la mesure où l'appétit pour le risque a vacillé et la demande de durée a été soutenue par une politique accommodante des banques centrales.



Sources : Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions ; données au 30 septembre 2019. A titre purement indicatif.

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-WEEKLY-0710219 | 0903c02a826f4a36