

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Marchés internationaux et portefeuilles multi-actifs

16 juillet 2018

AUTEUR



Tim Lintern

Stratégiste

Multi-Asset Solutions

SYNTHÈSE

- Le marché du pétrole affiche une dynamique divergente, entre l'extrême déport de la première partie de la courbe du West Texas Intermediate et l'aplatissement de la courbe des prix à terme du Brent suite à la forte baisse du marché la semaine dernière. Cette situation est révélatrice de tensions sur les marchés américains par rapport au reste du monde, mais résulte probablement aussi d'un certain nombre de phénomènes techniques.
- La phase d'accélération des prix du pétrole semble être terminée pour le moment, compte-tenu de la volonté de l'Arabie saoudite et de la Russie d'augmenter l'offre (et aussi d'une rhétorique commerciale négative), mais les prix du Brent apparaissent soutenus dans leur nouvelle fourchette autour de 75 dollars le baril.
- Nos portefeuilles privilégient le marché canadien des actions fortement influencé par l'énergie, dans le cadre d'une surpondération plus générale des actions par rapport aux obligations. Nous avons réduit notre exposition aux actions et à la dette des pays émergents, ces deux marchés étant fortement exposés au dollar américain, qui pourrait bénéficier d'une éventuelle détérioration du commerce mondial.

UNE HISTOIRE DE COURBES, DE MARCHÉ ET DE PÉTRO-POLITIQUE

Que se passe-t-il sur les marchés mondiaux du pétrole ? Examinons d'abord la première partie de la courbe des prix du West Texas Intermediate (WTI). Depuis le début de l'année, elle est passée en situation de déport, les prix à terme affichant une décote par rapport aux contrats à échéance plus proche, ce qui est signe de tensions sur les fondamentaux du marché à court terme. Ce déport s'est toutefois fortement aggravé au cours du mois écoulé, ce qui se produit généralement lorsque l'offre disponible est gravement affectée par des pénuries ou des conflits (figure 1). La courbe du pétrole brut Brent ne reflète quant à elle aucun signe de pénurie de l'offre, l'aplatissement de la courbe des prix à terme signalant des conditions de marché plus souples. Dans ce bulletin, nous analysons la dynamique du marché pétrolier, son impact sur le secteur de l'énergie et ses implications pour les portefeuilles multi-actifs.

Plusieurs facteurs influencent probablement les prix du WTI. En premier lieu, il y a eu une interruption de l'offre d'environ 350 000 barils par jour (kb/j) dans le complexe des sables bitumineux de Syncrude au Canada. Ce volume ne semble toutefois pas suffisant pour expliquer une réaction d'une telle ampleur au niveau de la courbe des prix. Deuxièmement, la demande des raffineries américaines se situe à des niveaux record, entraînant une forte baisse des stocks au niveau du centre de transaction du WTI à Cushing dans l'Oklahoma. Les raffineries vont également passer en maintenance obligatoire pendant les mois de septembre et d'octobre, ce qui réduit probablement la demande de contrats à terme sur ces dates.

Troisièmement, l'écartement des prix entre le Brent et le WTI favorise les exportations de pétrole américain, ce qui pèse aussi sur les stocks américains et fait monter les prix à court terme. Mais même en tenant compte de ces trois facteurs, les prix apparaissent tendus. La pièce manquante du puzzle pourrait provenir de la liquidation de positions de vente à découvert ou de l'existence d'accords privés non conventionnels sur la propriété des barils en stock.

La courbe des prix du Brent reflète une situation très différente. La forte baisse de la semaine dernière a effacé la quasi-totalité du déport entre les contrats à terme à 6 mois et à 1 mois. Amplifiée par les opérations de marché automatisées, cette baisse s'est produite après un certain nombre d'annonces importantes pour le marché. Il y a d'abord eu la nouvelle des droits de douane entre les États-Unis et la Chine, qui pourraient potentiellement réduire la demande chinoise de pétrole américain et amener la Chine à importer du pétrole iranien. Il a ensuite été annoncé que la National Oil Corporation de Libye mettrait fin à la situation de force majeure sur plusieurs terminaux clés, ce qui ramènerait plus tôt que prévu sur le marché une partie des 600,000 kb/j qui en avaient été écartés par les récentes perturbations. Le manque de visibilité concernant ces événements, associé à l'éternelle question de savoir de combien la production vénézuélienne peut encore baisser, avait ouvert la voie à une période de volatilité.

Dans le même temps, les acteurs du marché pétrolier s'efforcent de rester du bon côté de la pétro-politique, qui est en train de s'accélérer. Les relations entre Arabie saoudite et les États-Unis semblent de plus en plus étroites sous l'administration Trump, les représentants américains passant du temps avec leurs homologues saoudiens pour déterminer les meilleures manières de sanctionner le secteur pétrolier iranien et de punir les acheteurs de pétrole iranien.

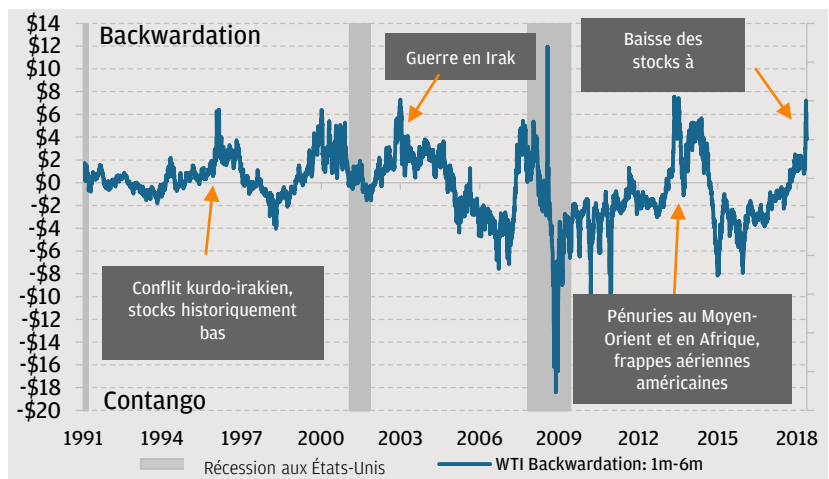
Bien qu'elle se soit alliée à l'Iran dans certains conflits récents au Moyen-Orient, la Russie semble être en phase avec l'Arabie saoudite lorsqu'il est question du marché du pétrole. De son côté, l'Inde a annoncé son intention de créer un « club des acheteurs de pétrole » avec la Chine. Représentant les deux principales sources de demande supplémentaire de pétrole dans un avenir proche, ces deux pays pourraient avoir une influence considérable sur le marché. Dans le cadre d'efforts visant à asseoir son pouvoir de marché, la Chine a ainsi renforcé ses réserves stratégiques de pétrole, l'Agence internationale de l'énergie (AIE) les qualifiant de « programme de réserves stratégiques de pétrole brut le plus ambitieux du monde » depuis les années 1970.

Des prix soutenus et un secteur énergétique américain en pleine forme

L'affaiblissement de la structure à terme du Brent, sa baisse de prix de 5 dollar le baril la semaine dernière et l'absence de rebond durable semblent avoir modifié la psychologie des marchés de l'énergie. Nous estimons toutefois que les prix du pétrole devraient être soutenus par la bonne santé de l'économie mondiale, le respect des réductions de l'offre de l'OPEP, la diminution continue de la production vénézuélienne et les goulets d'étranglement de la production du schiste bitumineux aux États-Unis. S'agissant de la demande, les prévisions institutionnelles de croissance pour 2019 ont été actualisées la semaine dernière, l'OPEP et l'AIE prévoyant toutes deux un solide 1,4 Mb/j pour l'année prochaine.

FIGURE 1 : Écart de prix entre les contrats à 1 mois et à 6 mois sur le West Texas Intermediate

L'écart de prix entre les contrats à 1 mois et à 6 mois sur le WTI affiche un important déport, ce qui est normalement révélateur d'une pénurie de pétrole sur le marché américain. Sur la base des prix en fin de séance, ce déport a atteint jusqu'à 5,30 USD avant de se réduire. Bien que la baisse des stocks au centre de transaction du WTI à Cushing dans l'Oklahoma ait une influence, d'autres phénomènes de marché plus financiers que physiques jouent probablement un rôle.



Sources : Bloomberg, Agence internationale de l'énergie, Morgan Stanley, J.P. Morgan Asset Management. Données en date de juillet 2018.

Malgré la hausse des cours et les appels répétés du ministre indien de l'énergie indiquant que le comportement de l'OPEP sapait la demande de pétrole, la demande indienne de produits pétroliers a rebondi de 8,7 % d'une année sur l'autre. La phase d'accélération des prix du pétrole semble être terminée pour le moment, compte-tenu de la volonté de l'Arabie saoudite et de la Russie d'augmenter l'offre (et aussi d'une rhétorique commerciale négative), mais les prix du Brent apparaissent soutenus dans leur nouvelle fourchette autour de 75 dollars le baril.

Nous estimons en outre qu'il n'est pas nécessaire que les prix du pétrole augmentent davantage pour que les valeurs américaines du secteur de l'énergie continuent de bénéficier de ce contexte de prix plus élevés. Même après la forte baisse de la semaine dernière, le WTI est en hausse de 16 % d'une année sur l'autre et de 5 % par rapport au mois précédent. Une enquête réalisée par la Federal Reserve Bank de Dallas montre que le seuil de rentabilité pour le forage de nouveaux puits va de 47 à 55 dollars le baril selon la région pour le WTI, ce qui est largement inférieur aux prix actuels.

La maîtrise des dépenses et le retour des capitaux constituent maintenant les principaux facteurs de performance pour les valeurs américaines d'exploration et de production pétrolière, avec une surperformance de 20 % sur l'année écoulée pour les entreprises qui rachètent leurs actions par rapport à celles qui n'ont pas de programme de rachat.

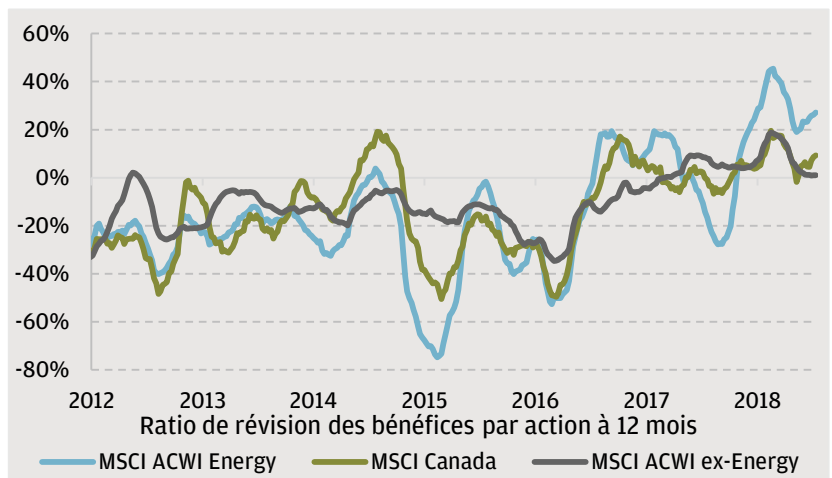
IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

La bonne santé du marché pétrolier a d'autres implications pour notre exposition aux actions. Nous surpondérons ainsi les actions canadiennes pour plusieurs raisons : l'énergie représente 20 % de la capitalisation boursière de l'indice MSCI Canada, ce qui pousse le ratio des révisions de bénéfices à la hausse (figure 2). La valorisation des actions canadiennes est également attrayante et nous pensons que le secteur bancaire canadien pourrait continuer de surperformer avec la remontée des taux canadiens. Nous avons par ailleurs une sous-pondération des obligations de l'État canadien en faveur des bons du Trésor américain.

Notre surpondération des actions canadiennes s'inscrit dans le cadre d'une surpondération plus large des actions par rapport aux obligations dans nos portefeuilles, dans lesquels nous favorisons également le marché américain, qui a une composition sectorielle plus défensive. Au cours des derniers mois, les risques extrêmes pesant sur nos prévisions économiques favorables se sont quelque peu accrus avec l'intensification des tensions commerciales. Notre scénario de base reste toutefois que la confiance des entreprises devrait résister aux annonces commerciales négatives et que les perspectives de croissance mondiale devraient rester soutenues. Nous avons réduit notre exposition aux actions et à la dette des pays émergents, ces deux marchés étant fortement exposés au dollar américain, lequel pourrait bénéficier d'une éventuelle détérioration du commerce mondial. Dans le crédit, nous préférons le haut rendement à la dette « *investment grade* ».

FIGURE 2 : Ratio de révision des BPA prévisionnels à 12 mois

Le secteur de l'énergie enregistre des révisions à la hausse des bénéfices largement supérieures à celles de l'ensemble des marchés. Les prix pétroliers plus élevés favorisent le marché des actions canadiennes, sur lequel l'énergie est fortement représentée, ce qui nous amène à surpondérer ce marché.



Source : Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Données en date de juillet 2018.

L'équipe Global Multi Asset Group de J.P. Morgan Asset Management :

John Bilton*Responsable de la Stratégie
Londres***Thushka Maharaj***Stratégiste
Londres***Michael Hood***Stratégiste
New York***Jonathan Lowe***Stratégiste
Hong Kong***Michael Albrecht***Stratégiste
New York***Patrik Schöwitz***Stratégiste, Éditeur
Londres***Mark Richards***Stratégiste
Londres***Timothy Lintern***Stratégiste
Londres***Benjamin Mandel***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-07162018 | 0903c02a81f59f1d