

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Les marchés internationaux et le positionnement des portefeuilles en octobre

5 novembre 2018

AUTEUR



Diego Gilsanz
Stratégiste
Multi-Asset Solutions

SYNTHÈSE

- Le mois d'octobre a été le plus mauvais depuis 2012 pour les actions internationales, tous les grands marchés finissant le mois en baisse. Les investisseurs craignent de plus en plus que les bénéfices des entreprises aient atteint leur point culminant du cycle, tandis que les risques géopolitiques persistants continuent de peser sur le sentiment des investisseurs.
- Les conditions économiques sous-jacentes se sont légèrement affaiblies à l'échelon mondial, et notamment en dehors des États-Unis, mais pas suffisamment pour justifier une baisse généralisée des actions au vu du rythme toujours soutenu de la croissance mondiale.
- Les obligations souveraines n'ont pas joué leur rôle de protection contre les fluctuations des actions. Les rendements sont solides, les banques centrales ne montrant aucun signe de fléchissement dans leurs politiques de resserrement monétaire.
- Nous avons continué à modérer notre biais pro-risque; bien qu'elle se soit ralentie, la croissance mondiale reste solide. Nous conservons une légère surpondération des actions américaines, estimant qu'une récession imminente est peu probable. Nous avons également accru notre duration sur les États-Unis à la suite de la récente remontée des rendements.

LE POINT SUR LE MOIS

Nous revenons sur les tendances des marchés et des économies en octobre 2018 pour analyser leurs répercussions sur nos portefeuilles multi-actifs et présenter un positionnement actualisé.

Les préoccupations de fin de cycle ont secoué les actifs risqués en octobre, avec pour résultat l'une des plus mauvaises performances mensuelles des marchés actions de la phase d'expansion actuelle. L'indice MSCI All Country World a baissé de 7,6%, le recul concernant toutes les régions. Comme en février, le catalyseur du mouvement de baisse a été la crainte que la croissance de l'économie et des bénéfices, bien que toujours solide, se soit ralentie et qu'elle ne fasse que décélérer par la suite, notamment aux États-Unis. Dans le même temps, les tensions commerciales sino-américaines, les inquiétudes liées au déficit budgétaire en Italie et les incertitudes liées au Brexit ont persisté sans progrès d'un côté ou de l'autre. Les obligations souveraines n'ont pas joué leur rôle de protection pendant le mois, l'indice Bloomberg Barclays Global Agg Treasuries perdant 0,9%. En fin de compte, les banques centrales n'ont pas dévié de leur trajectoire de resserrement monétaire, fixant le plancher auquel les rendements pourraient finir par baisser. Bien que les indicateurs de croissance se soient légèrement affaiblis pendant le mois, l'ampleur du recul ne justifiait pas les fluctuations boursières observées. L'indice mondial des directeurs achats (PMI) a poursuivi sa tendance baissière des douze derniers mois, tout en se maintenant à un niveau cohérent avec un taux de croissance mondial d'environ 3% (notre estimation de la croissance tendancielle).

De son côté, l'économie américaine affiche une belle croissance au troisième trimestre, le PIB augmentant de 3,5% en base annuelle. Cette croissance se ralentira probablement à l'avenir, mais le marché du travail continue d'ajouter des emplois à un bon rythme, les demandes d'assurance-chômage sont proches de leur point le plus bas de la phase d'expansion actuelle et les indicateurs de confiance des consommateurs restent élevés malgré la volatilité des actions. En bref, les perspectives de l'économie américaine nous apparaissent solides.

Cependant, en dehors des États-Unis, les chiffres économiques se sont avérés plus décevants. En Europe, l'activité industrielle reste handicapée par les tests d'émissions automobiles en Allemagne, tandis que le PMI flash de la zone euro a nettement baissé en octobre pour refléter maintenant une croissance proche des niveaux tendanciels pour le quatrième trimestre. La distribution des risques semble en outre s'être aggravée. Le gouvernement italien a soumis une proposition détaillée de budget qui déroge aux directives budgétaires de la Commission européenne. Les deux parties semblent à vouées des négociations difficiles pour les prochains mois, ce rend l'économie européenne vulnérable dans son ensemble à un autre revirement du sentiment des entreprises. La croissance chinoise a elle-aussi déçu, la stabilisation espérée après les mesures de relance ne se reflétant toujours pas dans les perspectives de croissance. Le PIB affiche une croissance de 6,5% sur douze mois glissants pour le troisième trimestre, son taux le plus bas depuis 2010, et les indicateurs mensuels de septembre ne font pas ressortir de véritable reprise de l'activité.

Les marchés émergents souffrent dans leur ensemble de la morosité actuelle du commerce mondial et de l'activité industrielle, les litiges commerciaux entre la Chine et les États-Unis ayant un effet clairement négatif.

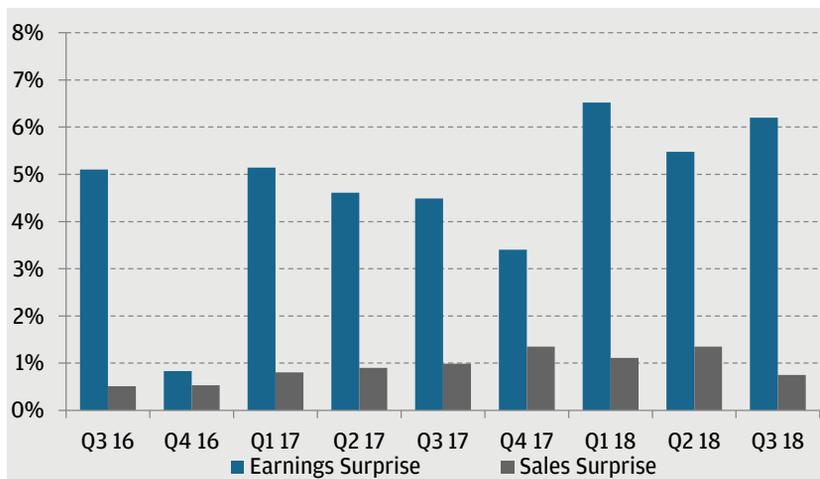
Les résultats du 3^{ème} trimestre des entreprises américaines au coeur de la baisse des actions

Bien que les conditions moins favorables de la croissance internationale n'aient rien fait pour soutenir le marché des actions, il semble que ce soient les résultats du 3^{ème} trimestre des entreprises américaines qui sont au cœur de la baisse générale du marché. Le S&P 500 a perdu 6,9% sur le mois, avec une nette surperformance des segments défensifs et de valeur. Les résultats du troisième trimestre sont satisfaisants, la plupart des entreprises faisant mieux que les prévisions des analystes, ce qui se traduit par une surprise cumulée de 6,7% sur les bénéfices publiés (par 376 entreprises du S&P 500), qui reste dans la lignée des autres résultats trimestriels solides de cette année (figure 1). Les investisseurs ont toutefois eu une interprétation généralement négative des prévisions de résultat des entreprises, craignant de plus en plus que les bénéfices aient déjà atteint leur point culminant pour le cycle en cours.

Dans leur ensemble, les marchés actions du reste du monde ont fait pire que le S&P 500. L'Eurostoxx a perdu 8,4% en raison de résultats trimestriels peu encourageants, de chiffres économiques décevants, de la ré-émergence du risque italien et de la forte hausse du Bund, qui a pénalisé cet indice fortement influencé par les valeurs financières.

FIGURE 1 : LES RÉSULTATS DE T3 SONT NETTEMENT SUPÉRIEURS AUX ATTENTES MAIS LES PRÉVISIONS DÉÇOIENT

Avec 376 entreprises du S&P 500 qui ont publié leurs chiffres, la saison de publication des résultats s'avère relativement solide si l'on regarde uniquement les chiffres du troisième trimestre. Les résultats dépassent en moyenne de plus de 6% les prévisions des analystes, la seconde meilleure surprise des neuf derniers trimestres, tandis que les surprises de chiffre d'affaires s'avèrent un peu moins robustes. Les investisseurs sont surtout préoccupés par les prévisions des entreprises, qui n'ont pas réussi à atténuer la crainte que les bénéfices aient atteint leur « point culminant ».



Source : Bloomberg. Données au 28 octobre 2018.

Parmi les grands marchés actions, l'indice Topix du Japon affiche l'une des plus mauvaises performances après s'être plutôt bien comporté ces derniers mois. Le yen s'est apprécié par rapport au dollar, ce qui pénalisait ce marché sensible au change et l'a amené à terminer le mois en baisse de 9,1%. L'indice MSCI Emerging Market a reculé de 8,8% sous l'influence des marchés asiatiques, qui ont souffert de la dynamique décevante de la croissance chinoise.

Pas de réelle couverture de la part des obligations souveraines

Les obligations internationales n'ont pas réellement joué leur rôle de protection, la politique monétaire mondiale étant restée sur la voie du resserrement. Les bons du Trésor ont même gagné huit points de base (pb) sur le mois. Les rendements ont bondi après que l'ISM non-manufacturier de septembre ait atteint son point le plus haut du cycle et ont été ensuite soutenus par la Réserve fédérale (Fed), qui n'a montré aucun signe de fléchissement dans sa politique monétaire malgré la volatilité des marchés boursiers. Le compte-rendu de la réunion de septembre du Federal Open Market Committee (FOMC) note que seulement « deux ou trois membres du comité » hésiteraient à porter les taux directeurs en terrain restrictif en l'absence de signes manifestes de surchauffe. La Banque Centrale Européenne (BCE) semble également avoir la volonté de s'en tenir à ses prévisions de politique, sans se laisser perturber par la volatilité récente des marchés financiers. Le Président de la BCE Mario Draghi a pris acte des chiffres d'activité « un peu plus faibles », mais estime malgré tout que les risques pesant sur les perspectives économiques européennes restent équilibrés et propices à une remontée graduelle de l'inflation vers l'objectif de la BCE. Le Bund a réussi à progresser sur le mois, perdant 8 pb en raison principalement de l'affaiblissement des chiffres économiques et des inquiétudes quant au budget italien. Les rendements des obligations d'État du Japon sont restés quasiment stables à 0,12%, les perspectives de la Banque du Japon n'ayant pas changé et les chiffres d'inflation s'étant raffermis après un léger fléchissement.

Sans surprise, les marchés du crédit ont souffert de la volatilité des marchés actions et de la remontée des rendements des bons du Trésor. Les obligations U.S. investment grade ont reculé de 1,5% sur le mois, tandis que le haut rendement perdait 1,6% avec une sous-performance des émetteurs de meilleure qualité. Les obligations notées CCC ont relativement bien résisté, ce qui laisse à penser que les investisseurs n'étaient pas forcément inquiets du risque de défaillance au vu de la conjoncture économique toujours solide aux États-Unis. La dette des marchés émergents en devise forte affiche la plus mauvaise performance, en baisse de 2,2%. L'environnement commercial médiocre au niveau international, associé à la persistance des risques politiques (ce mois-ci au Mexique), a poussé l'indice vers le bas.

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

Dans un contexte de perspectives économiques moins robustes au niveau mondial, nous avons modéré le biais pris sur nos portefeuilles sur la plus grande partie de l'année. Nous estimons que les turbulences de marché du mois d'octobre sont caractéristiques d'une économie de fin de cycle. Nous restons toutefois convaincus que le risque de récession reste faible aux États-Unis pour l'année qui vient et avons décidé de conserver une légère surpondération des actions, concentrée sur l'univers des valeurs américaines de meilleure qualité à forte capitalisation. Les interrogations quant à la dynamique économique de la zone euro nous incitent à maintenir notre sous-pondération des actions de la région. Nous avons légèrement accru notre duration au cours du mois écoulé et conservons une petite surpondération des bons du Trésor. Nous pensons que la trajectoire de la politique monétaire est en grande partie intégrée aux cours et apprécions le rendement réel positif offert par l'extrémité court terme de la courbe. Nous sommes globalement neutres sur le crédit et préférons le haut rendement aux obligations *investment grade*, dont les fondamentaux de bilan nous apparaissent comparativement plus faibles.

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 Schöwitz

*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 2018 JPMorgan Chase & Co. All rights reserved

PI-AA-MONTHLY-110518 | 0903c02a8219f62b