

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Évolution des marchés mondiaux et positionnement du portefeuille en novembre

3 décembre 2018

AUTEUR



Tim Lintern
Stratégiste
Multi-Asset Solutions



Diego Gilsanz
Stratégiste
Multi-Asset Solutions

SYNTHESE

- Dans un contexte de ralentissement du rythme de la croissance mondiale, les statistiques économiques de novembre ont été plutôt médiocres. Les indicateurs de la consommation et de l'investissement aux États-Unis ont enregistré un recul et les indices PMI ont continué à baisser.
- Dans des marchés du pétrole déprimés, une baisse rapide du Brent brut a effacé tous les gains depuis le début de l'année. De façon surprenante, l'offre est restée orientée à la hausse et les stratégies *momentum-driven* ont intensifié les mouvements du marché.
- Après le retour des actions internationales sur leur points bas d'octobre, un puissant rallye en fin de mois (suscité en partie par la rhétorique accommodante du président de la Réserve fédérale) a laissé l'indice S&P 500 sur une hausse de 1 % pour le mois. Les rendements obligataires souverains mondiaux ont reculé et les spreads ont progressé dans les segments du crédit *investment grade* et *high yield* américains (U.S.).
- Nous continuons à réduire l'exposition au risque de nos portefeuilles multi-actifs, très récemment en réduisant le couple actions/obligations à une légère sous-pondération. Nous avons désormais une surpondération en liquidités, particulièrement en USD. Dans la mesure où les difficultés s'accroissent dans plusieurs classes d'actifs, une prudence accrue dans la construction de portefeuille nous semble être la voie prudente à suivre.

EVOLUTION EN NOVEMBRE

Nous examinons les tendances à l'oeuvre sur les marchés et les économies au cours du mois de novembre 2018, étudions ce qu'elles induisent pour nos portefeuilles multi-actifs et présentons une mise à jour de notre positionnement.

Au cours d'un mois volatile pour les marchés, le plongeon des prix de l'énergie s'est particulièrement distingué. Le brut de Brent a chuté rapidement, affichant un recul de 22 % à \$58/bbl.¹ Les actions internationales, les obligations et les devises ont eu du mal à se négocier autour d'un thème cohérent, les actions en particulier étant malmenées en réaction à des statistiques économiques décevantes, une dégradation des perspectives de croissance des bénéficiaires et une rhétorique apaisante émanant du président de la Fed (Réserve fédérale) Jerome Powell. Nos décisions d'allocation d'actif continuent à refléter un environnement de risques macro-économiques croissants.

Le recul du Brent a effacé toutes les progressions enregistrées depuis le début de l'année, qui avaient fait des contrats futures sur l'énergie l'une des rares classes d'actif profitables. Les intervenants financiers ayant accru leur présence sur le marché du pétrole, les périodes de sous-performance ont été parfois exagérées par les stratégies d'investissement systématiques et *momentum-driven*, comme celles suivies par les *Commodity Trading Advisors* (CTA ou conseillers en produits dérivés sur matières premières).

¹ Prix du marché dans ce bulletin au vendredi 30 novembre à mi-journée

Ce facteur technique semble avoir été à l'œuvre pendant les reculs de novembre, alors que dans le même temps plusieurs fondamentaux du marché du pétrole ont fléchi.

Tout d'abord, le gouvernement des États-Unis a continué à offrir aux acheteurs de pétrole iranien une clémence inattendue, contrairement aux attentes selon lesquelles les États-Unis imposeraient les sanctions de façon rigoureuse. Il convient de relever que ces dérogations sont limitées à six mois. Toutefois, la marge de manœuvre offerte à court terme a été suffisante pour accentuer la faiblesse des prix, du fait de la baisse du nombre prévisionnel de barils retirés du marché par les sanctions. En second lieu, les prévisions concernant la demande ont été mises à mal. Les données concrètes sur la demande en provenance d'économies clés comme la Chine et les États-Unis, sont restées relativement soutenues malgré les hausses brutales du prix du pétrole qui ont précédé le mouvement de vente massif de novembre. Mais une autre région importante pour la croissance de la demande, l'Inde, a publié des résultats n'ayant rien de brillant. De plus, les *crack spreads* (écarts entre prix des produits pétroliers et pétrole brut) ont eu un accès de faiblesse, particulièrement sur le marché de l'essence (**Graphique 1**).

Enfin, l'offre a progressé de façon surprenante, particulièrement aux États-Unis où la production a dépassé les anticipations et aussi dans les pays de l'OPEC, plus particulièrement en Arabie Saoudite. Ces facteurs ont abouti à une rapide réévaluation de l'étroitesse du marché pétrolier, faisant évoluer les courbes des futures vers la zone de "report".

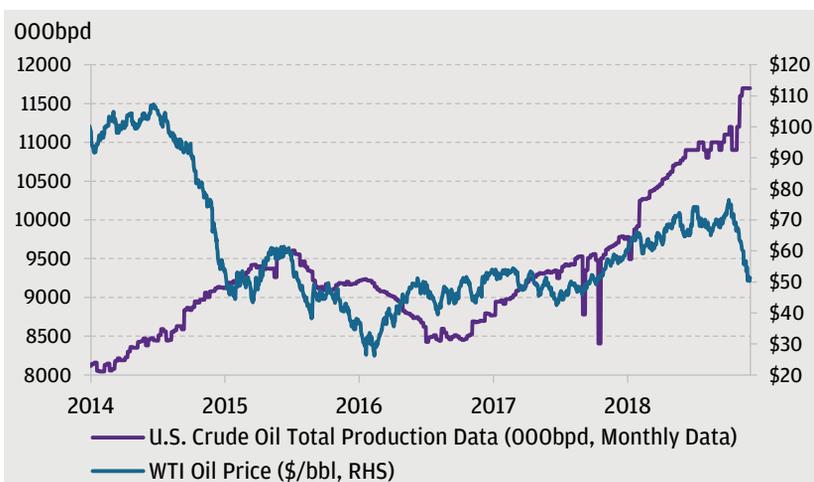
Un évènement déterminant est programmé pour le 6 décembre, lorsque l'OPEC et la Russie vont se rencontrer pour débattre de la production de pétrole ; on s'attend à ce qu'ils défendent le marché en pratiquant une baisse d'environ 1 million de barils (bbl) par jour.

Dans une perspective macro-économique, toutes choses égales par ailleurs, une baisse des prix du pétrole avantage les importateurs comme la Chine. Elle a des implications ambiguës pour les pays à la fois producteurs et consommateurs importants comme les États-Unis et elle a tendance à peser sur l'économie canadienne. Dans l'ensemble, un environnement à \$60/bbl est plus sain pour l'économie mondiale qu'à \$100/bbl. Dans la mesure où l'effondrement des prix du pétrole est provoqué par l'offre - et où il n'est pas le reflet d'un affaiblissement important des perspectives de la demande mondiale - la baisse des prix a réduit les anticipations de prix élevés susceptibles d'étouffer la croissance mondiale.

Le momentum de la croissance économique a cependant clairement ralenti, et les chiffres de novembre ont été médiocres. Les indicateurs de la consommation et de l'investissement aux États-Unis ont reculé ; l'activité en Chine s'est stabilisée alors que des signaux montrent que la politique budgétaire commence à se traduire dans les statistiques ; et le sentiment des consommateurs japonais s'est modéré. L'Europe a une nouvelle fois déçu. Les indices PMI de novembre ont continué de reculer, ne parvenant pas à montrer une nette reprise à la suite de la mise en place du contrôle des émissions polluantes automobiles qui a handicapé l'activité industrielle dans toute la région. Les indices PMI indiquent un rebond de l'activité et la production automobile a déjà montré des signes de redressement.

GRAPHIQUE 1 : PRIX DU PETROLE WEST TEXAS INTERMEDIATE ET PRODUCTION DE PETROLE U.S.

Depuis le milieu de 2016, les prix du pétrole ont réussi dans l'ensemble à résister aux progressions régulières de la production de pétrole brut américain (U.S.). La hausse la plus récente de la production a cependant contribué à la forte baisse des prix.



Sources : Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions ; données de novembre 2018.

Mais la chute du sentiment général des entreprises atténue l'ampleur attendue du rebond à venir. L'inflation a également déçu, l'estimation précoce de l'inflation en novembre affichant un recul de 0,1 %, pour atteindre 1,0 % en variation annuelle.

Le début du mois a suscité des espoirs de rebond après l'accès de faiblesse enregistré en octobre par les marchés d'actions, mais ceux-ci se sont estompés dès que les actions internationales ont retrouvé leurs points bas d'octobre. Ensuite, un puissant rallye en fin de mois a laissé l'indice S&P 500 en hausse de 1,1 % en novembre, les valeurs cycliques sous-performant par rapport aux défensives. Le marché des actions japonais a surperformé par rapport aux indices européen et du Royaume-Uni, soutenu par un léger mouvement baissier sur le yen. Les actions émergentes ont surperformé au cours du mois, gagnant 4,4%, rebond en partie lié à l'accès de faiblesse d'octobre mais aussi suscité par la perspective d'une Réserve fédérale plus accommodante.

Le 28 novembre, le Président de la Fed, Chairman Powell, a prononcé une allocation considérée comme accommodante par les marchés, en suggérant que la politique de la Fed était "juste en dessous" d'une fourchette large d'estimation du taux d'intérêt neutre. Son discours a également soulevé la question de savoir si le temps est venu de la fin du rallye sur le dollar U.S. de cette année. Les signes provisoires d'une évolution baissière depuis les niveaux de mi-août ont semblé s'inverser début novembre, avec une hausse du dollar au cours de la plus grande partie du mois. Cependant, après le discours de Powell, les anticipations des futures hausses de taux aux États-Unis ont reculé et ont laissé l'indice DXY essentiellement plat pendant le mois. L'euro a rebondi au milieu du mois, stimulé par les informations suggérant que le gouvernement italien pourrait être ouvert à une modification de son objectif de déficit budgétaire controversé, mais la devise européenne a nettement échoué à enfoncer le niveau clé de 1,14 par rapport au dollar U.S. et a de nouveau terminé le mois quasiment étale.

Le marché obligataire a progressé en novembre, les obligations U.S. montrant l'exemple. Le prix du pétrole a tendance à avoir une forte relation avec les taux d'équilibre sur le marché des bons du Trésor américain (U.S.), et novembre n'a pas fait exception. La quasi totalité du mouvement de baisse de 12 points de base (pb) des rendements du bon du Trésor américain à 10 ans a été suscité par la composante point mort. Au Royaume-Uni, les Gilts à 10 ans ont reculé au cours du mois, du fait qu'une série de démissions très médiatisées ont rendu clair le fait que le Premier Ministre Theresa May va passer un moment difficile pour faire accepter un accord de retrait sur le Brexit par le parlement du Royaume-Uni. L'affaiblissement du momentum économique dans la zone euro a contribué à un recul de 7 pb des rendements du Bund.

Pour ce qui concerne le crédit, octobre a fait apparaître les premières fissures dans le segment du *high yield* U.S., et novembre a continué sur cette tendance, les spreads s'élargissant de 47 pb. L'indice *high yield* a été pénalisé par l'importance de sa composante énergie, qui présente une corrélation naturelle au prix du pétrole. Le crédit *Investment grade* a également souffert, avec un élargissement de 17 pb des spreads. Le segment IG U.S. avait déjà la mesure de bilan la plus longue par rapport à ses niveaux historiques et, si les ratios d'endettement sont élevés dans tout le spectre du crédit, les entreprises de catégorie IG, à la différence des émetteurs HY, doivent encore réduire leur endettement de façon importante.

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

Le prix du pétrole devrait rebondir par rapport à ses niveaux actuels si l'OPEC décide de mettre en place une baisse de sa production. Toutefois, le risque géopolitique demeure élevé au cours des semaines qui viennent, particulièrement du fait que le Président Trump (U.S.A.) rencontre le Président chinois Xi au sommet du G20 à Buenos Aires : une intensification de la guerre commerciale États-Unis/Chine ne sera pas bien perçue par les marchés de l'énergie. Les perspectives économiques restent raisonnables et le risque d'une récession aux États-Unis au cours des 12 prochains mois reste faible ; néanmoins, la politique monétaire américaine (U.S.) se resserre et les tensions commerciales présentent clairement un risque de baisse. Le ralentissement du momentum économique et le resserrement de la politique monétaire nous conduisent à réduire le risque de nos portefeuilles multi-actifs, de façon la plus apparente en réduisant le couple actions/obligations à une légère sous-pondération (UW). Ceci prolonge une trajectoire de réduction du risque qui a commencé au milieu de l'année. Parmi les actions, nous continuons à favoriser les États-Unis, moins les actions de la zone euro et faisons évoluer les marchés émergents vers une légère sous-pondération. Nous gardons notre légère surpondération sur la duration et relevons notre allocation en liquidités, particulièrement en USD sur lequel les taux directeurs réels se rapprochent du territoire positif. Nous restons neutres sur le crédit mais notons des difficultés croissantes sur les fondamentaux. En effet, comme les difficultés progressent dans de nombreuses classes d'actifs, une prudence accrue dans la construction de portefeuille nous semble être la voie prudente à suivre.

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-120318| 0903c02a8219f62b