

# Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Evolution des marchés mondiaux et portefeuilles multi-actifs

8 juillet 2019

AUTEUR



**Thushka Maharaj**

Stratégiste  
Multi-Asset Solutions

## SYNTHESE

- Nous voyons les marchés obligataires s'ajuster à un contexte dans lequel les banques centrales sont en mode gestion du risque et censées assouplir préventivement leur politique monétaire pour se prémunir contre un ralentissement ; c'est l'une des raisons pour lesquelles nous réduisons à 2,0%-2,75% la juste valeur de notre fourchette de rendement prévisionnelle du Bon du Trésor américain (U.S.) à 10 ans.
- Parmi les facteurs clés poussant les rendements à la baisse, nous pouvons citer : les tensions commerciales, le ralentissement du rythme de la croissance et la politique accommodante adoptée par les banques centrales confrontées à une inflation faible. La rhétorique commerciale positive constatée au cours du sommet du G20 apporte un modeste soulagement mais nous n'anticipons pas une hausse brutale des rendements.
- Nous estimons que les marchés obligataires réagissent asymétriquement à la tension perceptible sur le marché des actions : les rendements ont reculé parallèlement à l'accès de faiblesse des actions mais n'ont pas rebondi dans la même proportion que celles-ci lors de leur mouvement haussier.
- Dans nos portefeuilles multi-actifs, nous maintenons une préférence pour le crédit par rapport aux actions mais le volume de nos positions reflète des perspectives prudentes. Lors de notre *Strategy Summit* du T2, nous avons évolué vers un positionnement neutre sur la durée, les rendements étant au plancher de notre fourchette prévisionnelle.

## MISE AU POINT CONCERNANT LA DURÉE : POURQUOI NOUS AVONS ÉVOLUÉ VERS UNE POSITION NEUTRE

Jusqu'à présent, 2019 a été une année de rebond ininterrompu pour les marchés obligataires. Les rendements ont reculé malgré le flux et le reflux du sentiment général sur le risque et malgré les sommets historiques atteints par les marchés d'actions. Nous examinons ici les facteurs qui font baisser les rendements et décrivons la réponse asymétrique des rendements obligataires à la tension constatée sur les marchés d'actions. Avec des rendements du bon du Trésor américain à 10 ans inférieurs à 2 %, nous mettons à jour nos anticipations sur la durée à la suite de notre dernier *Strategy Summit*.

L'un des principaux facteurs de rebond du marché obligataire a été l'escalade des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine. Lorsque les négociations ont été élargies pour inclure le problème stratégique de la propriété intellectuelle, les inquiétudes du marché se sont intensifiées concernant la difficulté d'une résolution rapide. Le risque augmente qu'une escalade dans le conflit sur les droits de douane puisse exacerber la prudence des entreprises, ralentir les dépenses d'investissements et finir par provoquer un ralentissement de la croissance et, en cas de prolongation, une récession.

Le caractère positif de la rhétorique commerciale lors du sommet du G20 en juin est encourageant pour les actifs risqués. Mais le manque de détails - et notre sentiment que la trêve entre les États-Unis et la Chine est fragile - maintient l'incertitude à un niveau élevé.

A notre avis, cette trêve provisoire éloigne les risques extrêmes à court terme mais ne suggère pas une progression importante de la croissance ou des actifs risqués.

La raison en est que le soulagement à court terme sur le front du commerce pourrait être submergé par les statistiques faisant état d'un ralentissement du rythme de la croissance mondiale. Les chiffres des enquêtes manufacturières, en particulier, n'ont pas réussi à rebondir en réaction aux récentes mesures de stimulation des banques centrales. Les flux de données se sont quelque peu infléchis depuis avril, suggérant que le momentum sous-jacent est inférieur à ce que nous attendions. L'incertitude commerciale interagit de la façon la plus évidente dans le secteur industriel, où la croissance léthargique des investissements au niveau mondial a réduit la demande de biens mondiaux, laissant les industriels avec des niveaux de stocks excessifs. Les statistiques PMI de juin n'ont pas montré de signes de stabilisation. En fait, dans les zones hypersensibles au cycle industriel (Corée et Taiwan), les indices PMI ont fait état d'importantes détériorations au cours du mois (**graphique 1**).

L'accroissement de l'incertitude commerciale et son impact sur les statistiques d'activité ont incité les banques centrales à réagir. Un exemple typique en a été la réunion du FOMC (Federal Open Market Committee) de juin au ton nettement accommodant, qui a inclus les arguments en faveur de baisses de taux de nature "assurancielle" afin de se prémunir contre les risques de baisse de la croissance. Le fait qu'il n'y a pas eu d'avancée décisive entre les États-Unis et la Chine sur le commerce lors de la réunion du G20 rend la Réserve fédérale américaine (Fed) plus susceptible de baisser ses taux au cours des mois qui viennent, en se fondant sur la faiblesse de l'inflation et la détérioration du rythme de l'activité mondiale.

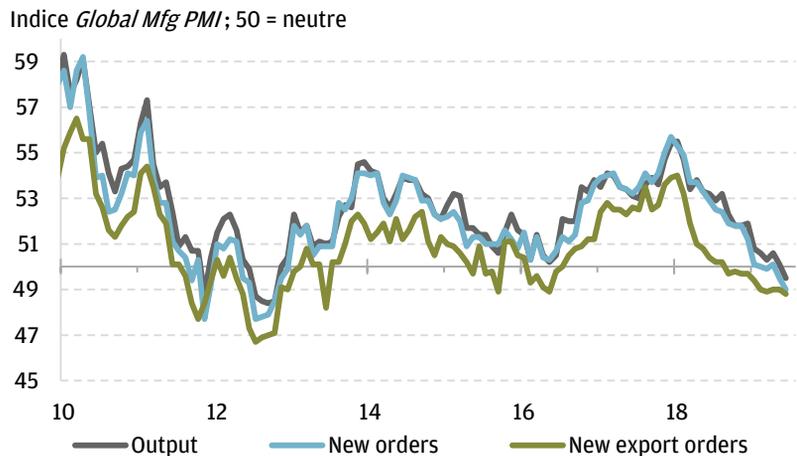
La désescalade à court terme des tensions commerciales réduit la probabilité d'une baisse de taux importante (50 points de base [pb]) mais n'en élimine pas la nécessité.

La Banque centrale européenne (BCE) a également été entraînée dans le camp de l'assouplissement. Au cours de l'an dernier, la croissance en Europe a régulièrement déçu nos anticipations. Le ralentissement européen provient, en partie, de la faiblesse du commerce mondial et des tensions commerciales. La BCE a reconnu avec réticence que le ralentissement n'est pas éphémère et constitue un risque pour les anticipations d'inflation déjà basses. Le Président de la BCE, Mario Draghi, a profité de son allocution de juin lors d'une conférence de la BCE pour justifier à nouveau un assouplissement, en plaçant la barre à un niveau faible de telle sorte que la position par défaut soit clairement d'agir en l'absence d'évolution positive des statistiques.

L'issue du G20 pourrait réduire le sentiment d'urgence de la BCE concernant les baisses de taux, mais le scénario actuel - dans lequel l'escalade dans la guerre commerciale USA-Chine n'est que temporairement mise entre parenthèses, avec le récent flux d'informations indiquant que les négociations entre les États-Unis et l'Europe pourraient reprendre - n'est pas un catalyseur suffisamment puissant pour la croissance européenne. La réaction politique de la BCE devrait inclure l'assouplissement du crédit sous forme d'achats d'obligations d'entreprises et de baisses du taux directeur.

**GRAPHIQUE 1 : LES CHIFFRES DES ENQUETES MANUFACTURIERES MONDIALES RESTENT DECEVANTES**

Les indices PMI manufacturiers de juin ont été pour la plupart orientés à la baisse, particulièrement en Asie de l'est. Les indices PMI manufacturiers chinois ont été inchangés ou en baisse et le PMI taïwanais a atteint un plancher historique de sept ans. Ces statistiques du sentiment général n'ont pas réagi positivement au virage accommodant pris par les banques centrales au début de cette année. Si un certain soulagement issu des tensions commerciales sera un facteur de soutien, l'incertitude demeure élevée. On peut se demander si une détente temporaire sera suffisante pour stabiliser les indices PMI manufacturiers.



Sources : Bloomberg, Haver, J.P.Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions ; données au 1er juillet 2019.

De plus, si la Fed assouplit sa politique monétaire au cours de l'été, cela contribuerait à consolider les arguments pour que la BCE lui emboite le pas afin d'empêcher un resserrement injustifié des conditions financières en Europe.

Ce que nous avons appris au cours de ces six derniers mois est que les rendements obligataires chutent lorsqu'il les gros titres sont négatifs sur les tensions commerciales mais ne parviennent pas à progresser significativement lorsque des signes de détente apparaissent dans les négociations commerciales. Le graphique 2 représente la sensibilité (beta) des rendements du bon du Trésor américain à 10 ans aux variations journalières de l'indice S&P 500. Nous séparons les observations entre les jours où l'indice S&P termine en hausse et ceux où il termine en baisse et observons de quelle façon le marché obligataire réagit dans ces deux configurations. Récemment, la sensibilité du rendement à 10 ans aux jours baissiers a progressé par rapport aux jours haussiers. Ceci implique que, s'il peut exister une désescalade à court terme sur les tensions commerciales USA-Chine, une progression sensible des rendements est peu probable.

## IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

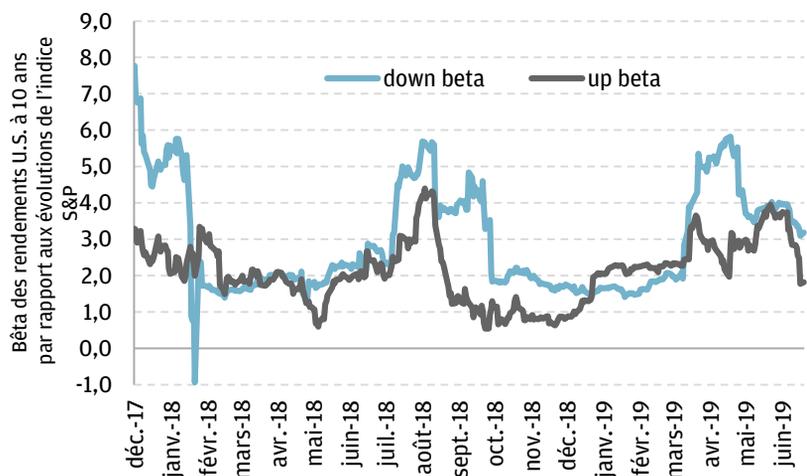
Comment ces facteurs affectent-ils notre opinion sur la durée ? Lors de notre dernier *Strategy Summit*, nous avons abaissé à 2,00%-2,75% notre fourchette cible du 10 ans américain (U.S.) en se fondant sur des anticipations d'assouplissement de la part de la Fed et sur une prolongation des mesures de stimulation de la BCE (sous forme de baisses du taux de dépôt et/ou d'assouplissement du crédit). L'affaiblissement du rythme de la croissance a été un autre facteur clé poussant à la baisse notre fourchette prévisionnelle.

Notre scénario de base prévoit des rendements se situant à l'extrémité haute de cette fourchette, dans la mesure où le risque de récession aux États-Unis reste relativement contenu, le marché de l'emploi témoigne encore d'une certaine tension et les salaires augmentent progressivement. Tous ces éléments sont porteurs pour la consommation qui paraît toujours robuste, comme le démontre un taux d'épargne élevé. La détente constatée au cours du G20 justifierait des rendements plus élevés mais une telle évolution est tempérée par l'incertitude considérable qui pèse sur la solidité et la durée de la trêve commerciale.

Le bon du Trésor américain (U.S.) à 10 ans étant à 2% et le Bund allemand à -35 pb, les rendements obligataires souverains mondiaux pourraient avoir atteint un niveau de surajustement. Pour que les rendements baissent de nouveau significativement, il serait nécessaire de constater une progression importante du risque de récession. Jusqu'à présent, même si les rendements se situent dans le bas de notre fourchette, nous préférons garder un positionnement neutre sur la durée. Nous ne sommes pas vendeurs, dans la mesure où nous anticipons toujours que la durée apportera du lest au positionnement de notre allocation d'actifs même avec ces faibles rendements. Nous estimons qu'un positionnement neutre maintient un équilibre raisonnable entre des valorisations élevées et un biais accommodant adopté par les principales banques centrales. Notre vision élargie de l'allocation d'actifs reflète la prudence. Nous conservons notre préférence pour le crédit par rapport aux actions, du fait d'une politique monétaire accommodante et d'un risque de récession contenu favorisant le portage. Conscients du contexte d'affaiblissement de la croissance, nous restons sélectifs et diversifiés dans notre allocation crédit.

**GRAPHIQUE 2 : SENSIBILITE DU RENDEMENT DU BON DU TRESOR U.S. A 10 ANS A LA PERFORMANCE DU MARCHÉ DES ACTIONS (S&P 500)**

En utilisant les chiffres journaliers et une période de trois mois glissants, nous établissons le graphique de la sensibilité du rendement du bon du Trésor U.S. à 10 ans, aux reculs (bêta baissier) et aux progressions (bêta haussier) de l'indice S&P 500. Au cours des épisodes de faiblesse du marché des actions en octobre et avril, la sensibilité du marché obligataire a progressé et le bêta baissier a été plus élevé. Fait intéressant, la réaction des obligations aux mouvements du marché des actions est asymétrique : lorsque le marché des actions a progressé, les rendements obligataires n'ont pas augmenté autant qu'ils avaient reculé lorsque les marchés d'actions ont chuté.



Sources : Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions ; données au 1er juillet 2019.

## 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*

### Tim Lintern

*Stratégiste  
Londres*

### Patrik Schöwitz

*Stratégiste, Éditeur  
Londres*

### Thushka Maharaj

*Stratégiste  
Londres*

### Sylvia Sheng

*Stratégiste  
Hong Kong*

### 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](http://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-070819 | 0903c02a8219f62b