

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Les marchés internationaux et le positionnement des portefeuilles en mai

4 juin 2018

AUTEUR



Tim Lintern

Stratégiste
Multi-Asset Solutions

SYNTHESE

- L'instabilité politique en Italie, provoquée par une réévaluation de l'euro-scepticisme des deux grands partis populistes, a entraîné un plongeon record des obligations de l'État italien en mai. L'effet de contagion a ébranlé les marchés financiers internationaux, qui ont baissé à la fin d'un mois globalement positif.
- L'inquiétude s'est accrue quant à la stabilité de la zone euro lorsque les partis populistes sont arrivés aux dernières étapes de la formation d'un gouvernement. La Banque centrale européenne ne devrait pas pour autant changer de cap en ce qui concerne son assouplissement quantitatif.
- La vigueur des chiffres macroéconomiques américains a contribué à faire monter les actions américaines en mai, avec une surperformance notable de l'indice Russell 2000 davantage tourné vers le marché intérieur.
- Nous avons réduit notre exposition au risque ces derniers mois tout en conservant une surpondération des actions par rapport aux obligations. Nous restons largement pro-risque, mais de façon plus modérée, avec une sous-pondération des actions de la zone euro et une position plus positive sur la durée.

LE POINT SUR LE MOIS

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

À la fin du mois, le président italien Sergio Mattarella a mis son veto à la nomination de Paolo Savona, un économiste connu de longue date comme eurosceptique, au poste de ministre des finances, déclarant : « l'incertitude quant à notre position sur l'euro a alarmé les investisseurs et les épargnants, italiens et étrangers, qui ont investi dans nos obligations d'État et nos entreprises ».1 C'est toutefois un euphémisme de parler d'incertitude. Lors de la séance boursière suivante, le rendement des obligations de l'État italien a bondi de 180 points de base (pb), sa plus forte variation jamais enregistrée, faisant baisser encore plus l'indice de référence du marché boursier italien (le FTSE MIB), qui a perdu 9,2 % en mai et effacé sa nette surperformance du début de l'année. La crise italienne a ébranlé les marchés internationaux et provoqué un accès d'aversion au risque à la fin d'un mois par ailleurs positif.

Le rythme rapide des changements politiques italiens rend difficile tout exercice de prévision. En date de rédaction, les partis Movimento 5 Stelle (M5S) et La Lega (la Ligue) en étaient aux dernières étapes de la formation d'un gouvernement avec le choix de l'euro-sceptique plus modéré Giuseppe Tria en tant que ministre des finances. La variable la plus importante pour les marchés financiers sera la manière dont l'Italie envisage de secouer la cage de l'Europe.

¹ <http://www.quirinale.it/elementi/Continua.aspx?tipo=Discorso&key=835>

Le « contrat de gouvernement » de la nouvelle coalition, qui prévoit un revenu minimal pour les citoyens et une baisse de l'impôt sur le revenu avec un taux d'imposition uniforme, pourrait creuser le déficit budgétaire italien de 5 à 6 %, une évolution contraire aux règles budgétaires de la zone euro. Le ton modéré affiché par les principaux représentants ces derniers jours pourrait toutefois signaler une volonté de commencer par des projets sociaux de moindre envergure, comme par exemple l'abandon d'une hausse de la TVA ou de la réforme des retraites, des mesures moins brutalement expansionnistes qui devraient être plus faciles à faire adopter par le parlement.

Effet de contagion sur les actifs risqués hors Italie

Les fortes fluctuations des actifs italiens se sont propagées aux actifs risqués, les marchés obligataires du reste de la périphérie de l'Europe affichant eux-aussi une contreperformance en mai. La hausse de 21 pb des rendements obligataires espagnols à 10 ans est significative, sans être drastique : elle reflète une réaction relativement contenue à l'actualité italienne et aux propres problèmes politiques de l'Espagne, le premier ministre Mariano Rajoy ayant été obligé de démissionner. Cette contagion limitée se reflète dans les inversions de risque de la paire EUR/USD, qui mesurent le prix que le marché des options est prêt à payer pour la protection des positions de change : cet indicateur fait ressortir une certaine inquiétude quant à la baisse de l'euro, sans pour autant atteindre les niveaux observés au moment des élections françaises de 2017 (figure 1).

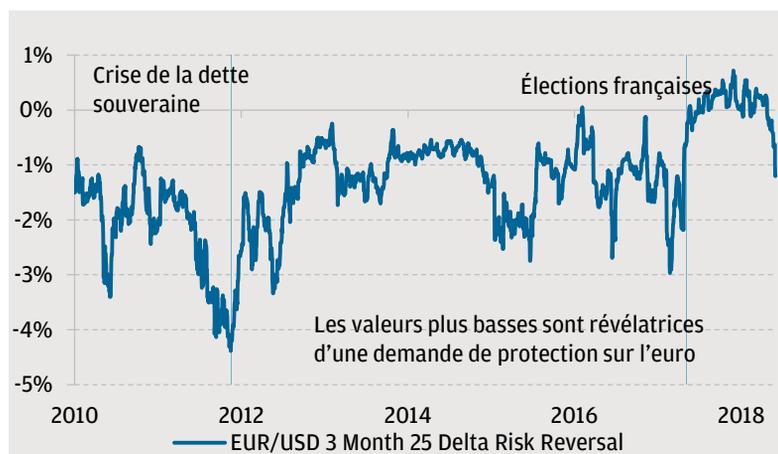
Sauf si les investisseurs se laissent gagner par la panique, il sera difficile pour la Banque centrale européenne (BCE) de changer de cap concernant son programme d'assouplissement quantitatif (QE). Notre scénario de base est toujours que la BCE mettra probablement fin au QE d'ici la fin de l'année et souhaitera éviter de donner l'impression d'agir en réaction à la situation politique en Italie. Le marché prévoit que la BCE commencera à relever ses taux d'ici mi-2019, mais l'augmentation du risque politique et de la volatilité boursière pourrait l'inciter à rester conciliante et à guider les attentes du marché vers des hausses plus tardives. De façon peu surprenante, la duration a été demandée en mai, les rendements des obligations de l'État allemand à 10 ans perdant 22 pb sur le mois et ceux des obligations souveraines américaines 9 pb.

Les actions internationales terminent le mois en hausse avec une forte dispersion géographique

Les actions internationales ont gagné 0,1 % en mai (en USD), avec une forte dispersion sur le plan géographique. La hausse de 2,2 % de l'indice S&P 500 sur le mois comprend une forte baisse de 1,2 % le 29 mai suivie d'une remontée les deux jours suivants. L'Eurostoxx est devenu un dommage collatéral, terminant le mois en baisse de 3,7 % tandis que le Nikkei 225 reculait de 1,2 %, pénalisé par l'appréciation de 0,5 % du yen japonais face au dollar américain. L'indice Russell 2000 affiche une surperformance notable, en hausse de 5,9 % grâce à sa large couverture du marché - près de 60 % des actions qui le composent se situant au-dessus de leur moyenne mobile sur 200 jours – ainsi que de l'orientation plus nationale des sources de revenus de ces entreprises (figure 2).

FIGURE 1 : INVERSIONS DE RISQUE EUR/USD*

Les marchés d'options font ressortir une demande manifeste de protection sur l'euro au cours du mois de mai, mais à des niveaux moins élevés qu'au plus fort de la crise de la dette souveraine ou de la période des élections françaises.



* Les inversions de risque désignent les options d'achat moins la volatilité implicite des options de vente sur la devise de base à delta égal.

Source : Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions. Données au 31 mai 2018

L'indice est également considéré comme un relatif bénéficiaire de l'imposition par le président américain Donal Trump de droits de douane punitifs sur l'UE, le Canada et le Mexique.

La solide performance des indices américains s'explique en partie par de bons chiffres macro-économiques. Le PMI manufacturier « flash » a atteint 56,6 en mai et les derniers chiffres du commerce de détail restent solides. Les différentiels de croissance continuent de favoriser les États-Unis. Les investisseurs qui espéraient un rebond des chiffres très surveillés du PMI européen ont été déçus le mois dernier lorsque l'indicateur principal a chuté à 54,1. Ce chiffre est particulièrement important pour le marché des devises, sur lequel le thème des écarts relatifs de croissance semble jouer un rôle important dans le taux de change EUR/USD. Les nouvelles en provenance d'Italie sont venues aggraver la baisse des chiffres, et la paire EUR/USD a terminé le mois de mai en baisse de 3,2 %.

Ce contexte de vigueur soutenue du dollar américain en mai a pesé sur les actifs des marchés émergents. En dollars, l'indice MSCI EM a reculé de -3,5 % et la dette émergente en devise locale a perdu

-5,0 %.

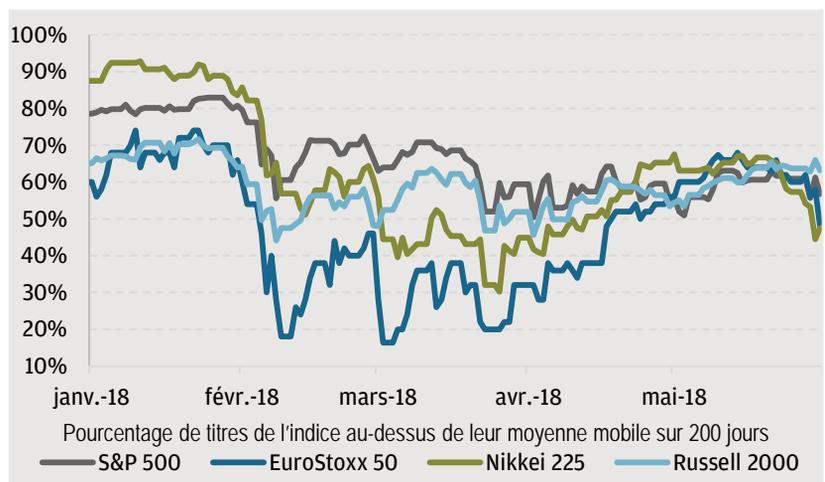
Les rendements de la dette émergente continuent de souffrir de pertes importantes en Argentine et en Turquie, deux pays dans lesquels les pressions exercées par la remontée du dollar sur les déficits extérieurs ont amené les banques centrales à relever leurs taux d'intérêt. Les marchés du haut rendement américain avaient connu un mois plus calme avant de souffrir du mouvement d'aversion au risque, les spreads terminant le mois en hausse de 24 pb.

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

Ces derniers mois, nous avons réduit l'exposition au risque de nos portefeuilles multi-actifs. Nous conservons néanmoins une surpondération des actions par rapport aux obligations, mais de moindre ampleur, et avons pris une position plus marquée sur la durée. Nous avons une préférence pour les actions des États-Unis, du Japon et des marchés émergents au détriment des actions de la zone euro. Les récents événements politiques en Italie justifient, pour le moment, cette attitude prudente, mais nous continuerons de les surveiller de près pour guetter d'éventuelles opportunités, car une grande partie des mauvaises nouvelles sont probablement déjà intégrées dans les prix.

FIGURE 2 : COUVERTURE DU MARCHÉ DES ACTIONS

Depuis début avril, la part des actions dont le cours est supérieur à leur moyenne mobile sur 200 jours est passée de 51 à 66 % au sein de l'indice Russell 2000.



Source : Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions. Données au 31 mai 2018

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

John Bilton
Responsable de la Stratégie
Londres

Thushka Maharaj
Stratégiste
Londres

Katrina Lee
Stratégiste
Londres

Michael Hood
Stratégiste
New York

Jonathan Lowe
Stratégiste
Hong Kong

Michael Albrecht
Stratégiste
New York

Patrik Schowitz
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-MONTHLY-060418 | 0903c02a8219f62b