

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Evolution des marchés mondiaux et portefeuilles multi-actifs

27 août 2018

AUTEURS



John Bilton, CFA
Directeur de la Stratégie
Multi-Asset Solutions



Thushka Maharaj
Stratégiste
Multi-Asset Solutions

SYNTHESE

- Les épisodes antérieurs de forte tension géopolitique constituent une référence utile pour analyser l'impact de tels événements sur les portefeuilles. Nous en avons retiré quelques observations : l'incertitude peut s'avérer plus dommageable que l'évènement lui-même ; c'est souvent dans l'évolution de la devise ou sur les marchés de la dette souveraine – parfois les deux – que les risques géopolitiques se diffusent le plus fortement ; et enfin, les marchés d'actions peuvent, par moments, se montrer étonnamment résistants face aux turbulences politiques.
- Exemple typique, la réaction de la livre sterling à l'incertitude générée par le Brexit. La livre agit comme un paratonnerre envers la volatilité ; après un plongeon de 5% par rapport à ses plus hauts d'avril, elle se situe désormais à un niveau très inférieur à la plupart des mesures de sa juste valeur. En Europe, la montée des risques politiques se reflète principalement dans la dette souveraine italienne.
- Dans nos portefeuilles multi-actifs, nous maintenons une orientation modestement favorable au risque, mais adoptons des niveaux d'indice de déviation inférieurs à la moyenne en prenant en compte la montée des risques géopolitiques. Notre biais de positionnement est nettement orienté en faveur des actifs américains (U.S.), tant pour ce qui concerne les actions que les obligations. Il se base sur notre vision économique des États-Unis et reflète de façon croissante les caractéristiques défensives des actions américaines (U.S.) et des bons du Trésor américain (U.S.).

COMMENT FAIRE FACE AU RISQUE GEOPOLITIQUE DANS NOS PORTEFEUILLES MULTI-ACTIFS

Pour les investisseurs, le risque géopolitique sur les marchés financiers peut être ressenti comme instinctif, menaçant et imminent, même si les craintes s'avèrent souvent sans fondement ou si les événements évoluent dans une direction totalement différente. Néanmoins, les inquiétudes géopolitiques sont une des caractéristiques intrinsèques du psychisme du marché, au même titre que les taux d'actualisation, l'inflation et les cycles conjoncturels. Et il en a toujours été ainsi : il y a deux siècles Nathan Rothschild proclamait avec esprit que les investisseurs devraient "acheter au son du canon et vendre au son du clairon." Naviguer entre les risques géopolitiques a toujours été une préoccupation constante des investisseurs et fréquemment associé à un sentiment d'urgence, mais il est objectivement difficile de prétendre que le monde actuel est plus angoissant ou fébrile qu'il n'était lorsque Nathan Rothschild a prononcé son célèbre commentaire.

Comment donc les investisseurs devraient-ils aujourd'hui appréhender le risque géopolitique dans leurs portefeuilles ?

Une croissance économique plus lente et inégale, l'explosion de la disponibilité de l'information, et la marche en avant de la technologie et de la mondialisation sont tous des facteurs qui ont pu contribuer à la montée du populisme, source d'inquiétude sur les marchés. Mais ceci devrait également être évalué en fonction de notre biais cognitif inné comme une manière de voir le passé avec toujours plus de bienveillance au fur et à mesure que le temps passe. Si les investisseurs sont confrontés aujourd'hui à de véritables risques géopolitiques, il n'est pas certain que le risque géopolitique soit particulièrement élevé comparativement à ses précédents historiques.

Les investisseurs au Royaume-Uni et en Europe peuvent avoir quelques raisons de se sentir assiégés. Les récents événements en Turquie sont désagréablement proches, particulièrement pour le secteur bancaire, et chaque rebondissement dans les prises de bec concernant le commerce extérieur des États-Unis nous rappelle que l'Europe est sujette aux dommages collatéraux même si elle n'est pas la cible principale des droits de douane. Mais ce sont des événements plus proches de nous, notamment les négociations sur le Brexit et le budget italien qui vont dominer l'information cet automne ; ils constituent les domaines d'incertitude les plus immédiats et représentent les risques géopolitiques les plus imminents.

Ceci ne signifie pas que les investisseurs américains (U.S.) ne sont pas confrontés également à des difficultés liées aux risques politiques. Les prochaines élections de "midterm" et les informations émanant du Special Counsel Investigation (nous avons assisté la semaine dernière à la condamnation de l'ancien responsable de la campagne du président Trump et à un plaider coupable de son avocat personnel) sont des motifs d'inquiétude. Les tensions politiques internes, s'ajoutant aux tensions commerciales prolongées entre les États-Unis et la Chine, pèsent sur le sentiment général des investisseurs.

Dans l'évaluation de l'impact des risques géopolitiques sur les portefeuilles, les crises antérieures sont riches d'enseignement.

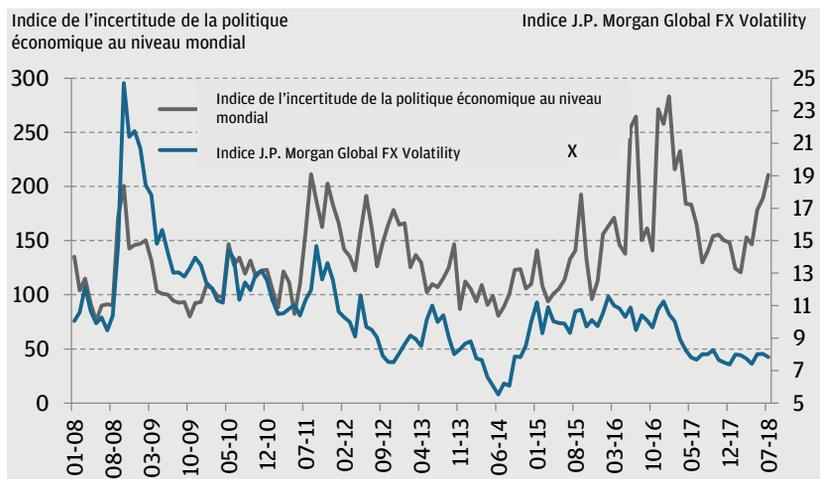
Tout d'abord, l'incertitude peut être plus dommageable que l'évènement lui-même ; en second lieu, c'est souvent au niveau des devises ou des marchés de la dette souveraine - parfois les deux - que les risques géopolitiques se diffusent le plus fortement ; enfin, les marchés d'actions peuvent parfois se montrer étonnamment résistants aux turbulences politiques.

Exemple typique : l'incertitude planant sur le Brexit pèse sur la livre sterling et génère des difficultés pour l'activité économique au Royaume-Uni ; lorsque le parlement britannique siège de nouveau après les vacances d'été, le terrain s'avère propice à de nouvelles circonvolutions sur les marchés d'actifs au Royaume-Uni. L'Italie fait également face à une période d'incertitude avec la publication à venir d'un nouveau budget au cours du mois de septembre. La possibilité d'une expansion budgétaire significative a déjà pesé sur certains actifs italiens mais c'est le doute sur une incompatibilité possible du budget de l'Italie avec diverses règles de l'Union européenne (et ce que cela pourrait signifier pour les notations de crédit) qui inquiète certains investisseurs.

La livre sterling suit un sentier bien balisé et agit comme un paratonnerre contre l'incertitude entourant le Brexit. Malgré l'existence d'une myriade de modèles économétriques dédiés à la valorisation des parités de change, la devise représente également une expression qualitative de premier ordre des perspectives économiques d'un pays. La livre sterling pondérée par le commerce extérieur a plongé de 5 % par rapport à ses plus hauts d'avril et se situe très en retrait de la plupart des mesures de sa juste valeur.

GRAPHIQUE 1 : LA VOLATILITE DU MARCHE DES CHANGES RESTE CONTENUE MALGRE LA HAUSSE DE L'INDICE DE L'INCERTITUDE POLITIQUE MONDIALE

Les risques géopolitiques ont fortement progressé au cours de l'année dernière tant sur les marchés développés que sur les marchés émergents. Malgré de nombreux modèles économétriques évaluant la valorisation des parités de change, l'évolution d'une devise peut être considérée comme une expression de premier ordre des perspectives économiques d'un pays ; dans ces conditions, une devise tend à être l'expression la plus pure des inquiétudes géopolitiques. Un exemple typique : la réaction de la livre sterling à la montée de l'inquiétude concernant le Brexit. Jusqu'à présent cependant, nous n'avons pas assisté à une hausse proportionnée de la volatilité des parités de change au niveau mondial.



Sources : Baker, Bloom and Davis, J.P. Morgan Securities LLC., J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solution s; données au 20 août 2018. A titre purement indicatif.

Il est clair que de nombreuses mauvaises nouvelles sont déjà dans son cours mais la persistance de l'incertitude, de même que l'idée largement éprouvée selon laquelle la devise tend à être l'expression la plus pure des inquiétudes géopolitiques, contribue à maintenir un biais vendeur significatif dans le positionnement des investisseurs. La devise de l'Italie est naturellement l'euro, qui reflète les hauts et les bas de la zone euro dans son ensemble. Si l'euro est parfaitement capable de réagir brutalement aux inquiétudes géopolitiques – comme la crise de la zone euro l'a amplement prouvé – il est davantage immunisé contre les difficultés rencontrées par l'un de ses Etats membres. Par conséquent, c'est le marché obligataire italien de la dette souveraine qui pâtit des difficultés géopolitiques et devrait rester volatile au fur et à mesure de l'évolution des négociations sur le budget.

Abordons maintenant le cas des marchés d'actions. Il est tentant de supposer que les difficultés géopolitiques vont pousser les investisseurs à se mettre à couvert en sortant de tous les marchés d'actifs d'un pays. Cela peut être le cas sur les marchés émergents sur lesquels les marchés des changes et des actifs ont tendance à être positivement corrélés. Mais dans les marchés développés, les marchés des devises et des actions sont normalement négativement corrélés. De façon intuitive, nous observons que pour de nombreux marchés développés une part importante des revenus des entreprises est réalisée à l'étranger et, en l'absence d'une crise majeure, une devise affaiblie peut donner un coup de fouet bienvenu aux bénéfices.

Pour en revenir au Royaume-Uni et à l'Italie, pays dans lesquels les inquiétudes géopolitiques devraient persister cet automne,

leurs marchés d'actions respectifs pourraient connaître des évolutions contrastées. La pression qu'exerce sur la livre l'incertitude sur le Brexit pourrait très bien apporter un soutien aux actions britanniques, issu de l'évolution de leur devise. Dans le même temps, la prise en compte de l'incertitude politique en Italie par le biais de la courbe des taux souverains, plutôt que par celui de la devise, n'apporte pas un soulagement comparable. Néanmoins, un élément commun à ces deux marchés d'actifs résidera probablement dans une volatilité assez élevée au fur et à mesure du développement des problèmes géopolitiques.

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

Au sein de nos portefeuilles multi-actifs nous maintenons une orientation modestement favorable au risque mais veillons au maintien de niveaux inférieurs à la moyenne pour l'écart type, en prenant en compte l'intensification des risques géopolitiques. Notre positionnement est clairement orienté en faveur des actifs américains (U.S.), tant pour ce qui concerne les actions que les obligations. Ceci reflète en partie la force de notre conviction sur les perspectives économiques des États-Unis mais aussi notre réponse à des facteurs de marché. A titre d'exemple, nous favorisons les actions américaines (U.S.) pour leur qualité et leur caractère défensif, et la duration U.S. reste un facteur clé de diversification pour nos portefeuilles. A la lumière des sujets évoqués ci-dessus, et de la capacité limitée de l'euro à agir comme un amortisseur des risques politiques, l'Europe est l'une des zones géographiques que nous prions le moins pour ce qui concerne les actions.

Global Multi-Asset Strategy:

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 Schowitz

*Stratégiste, Éditeur
Londres*

Thushka Maharaj

*Stratégiste
Londres*

Mark Richards

*Stratégiste
Londres*

Diego Gilsanz

*Stratégiste
New York*

Pour de plus amples informations, veuillez prendre contact avec votre conseiller J.P. Morgan Asset Management.

Important Disclaimer

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 une 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-082718 | 0903c02a8219f62b