

# Perspectives d'investissement à mi-2023

Trop beau pour être vrai



## Auteurs

**Karen Ward**

Responsable de la stratégie EMOA

**Vincent Juvyns**

Stratégiste de marché

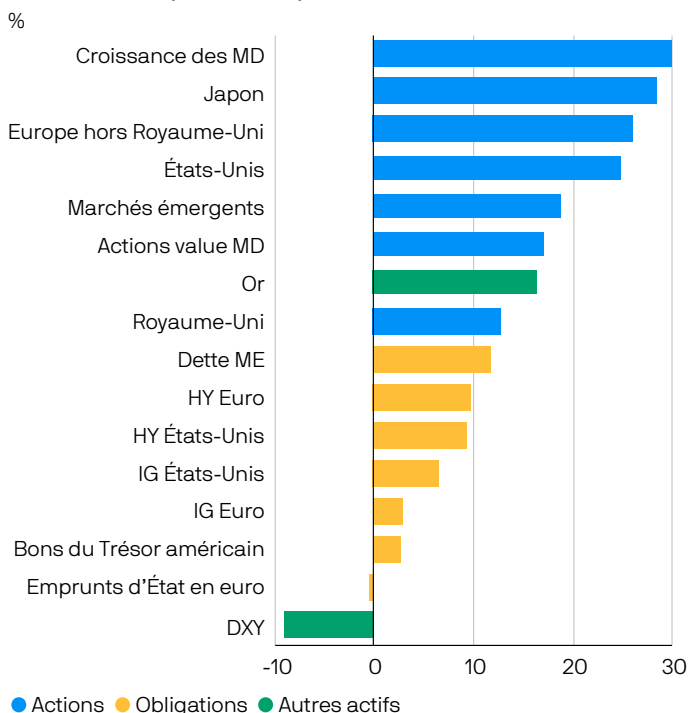
## Synthèse

- L'année 2023 s'avère plus favorable sur le plan économique que nous ne l'avions envisagé, mais nous pensons toujours qu'une récession est assez probable. Compte tenu de la progression des actions et des obligations depuis le début de l'année, nous allons nous concentrer sur le degré de diversification des portefeuilles et mettre l'accent sur la qualité.
- Notre « scénario central » macroéconomique à horizon 12 mois n'a guère évolué par rapport à nos dernières perspectives, même si les valorisations élevées nous dissuadent désormais d'affirmer que les marchés anticipent correctement le ralentissement que nous prévoyons.
- Dans ce contexte, nous pensons que les investisseurs ont tout intérêt à accroître la capacité de résilience des portefeuilles actions, en privilégiant des valeurs de grande qualité et celles versant des dividendes généreux et en assurant une diversification régionale.
- Nous pensons par ailleurs que les classes d'actifs alternatives, comme les infrastructures, pourraient conférer un positionnement plus défensif aux portefeuilles, tout en offrant une certaine protection contre l'inflation et un revenu attractif.
- Enfin, nous pensons que les investisseurs partisans d'une gestion active doivent absolument s'intéresser au thème de la rareté. En effet, des opportunités vont apparaître en raison des pénuries actuelles du côté de l'offre, en particulier sur les marchés de l'énergie, des matériaux, de l'alimentation et de la main-d'œuvre.

Nos dernières perspectives étaient intitulées « 2023 : une mauvaise année pour l'économie, une embellie pour les marchés financiers ». Le constat était simple : une récession était nécessaire pour se débarrasser de l'inflation. Et une seule question se posait : jusqu'où les taux d'intérêt devraient-ils monter pour provoquer cette récession ? Comme les banques centrales avaient clairement annoncé leurs intentions, la plupart des marchés actions des pays développés avaient déjà largement corrigé l'année dernière. Nous pensions donc qu'ils étaient prêts à affronter la récession économique à venir.

**Graphique 1 : Les marchés financiers mondiaux se sont inscrits en forte hausse lors des neuf derniers mois**

Performance depuis le 30 septembre 2022



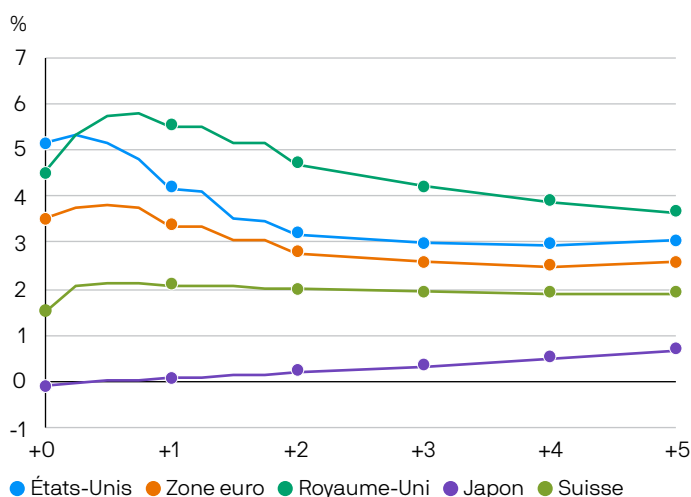
Source : Bloomberg, ICE BofA, recherche économique J.P. Morgan, MSCI, Refinitiv Datastream, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Les indices MSCI sont utilisés pour les marchés émergents, l'Europe hors Royaume-Uni, les valeurs de croissance et les actions décotées (value) des marchés développés, le Japon et le Royaume-Uni. L'indice S&P 500 est utilisé pour les États-Unis. Les performances des actions correspondent à des performances totales et sont exprimées en devises locale, à l'exception de celles des marchés émergents qui sont exprimées en dollars américains. Les indices Bloomberg Barclays Aggregates sont utilisés pour les bons du Trésor américain, les emprunts d'État européens et les obligations IG américaines et européennes. Haut rendement Euro : ICE BofA Euro Developed Markets Non-Financial High Yield Constrained ; Haut rendement États-Unis : ICE BofA US High Yield Constrained ; Dette émergente : indice JPM EMBI Global Diversified. Les performances passées ne sont pas des indicateurs fiables des performances actuelles ou futures. Données au 15 juin 2023.

Six mois plus tard, les performances des marchés financiers s'avèrent effectivement meilleures que prévu. Mais l'année s'avère également plus favorable sur le plan économique que nous ne l'avions envisagé. Alors que le secteur manufacturier a souffert d'une diminution de la demande de biens et d'une flambée des coûts, le secteur des services a fait preuve d'une solidité remarquable. La vigueur du marché du travail, l'épargne refoulée et la volonté de compenser

les opportunités manquées pendant la crise de la Covid semblent avoir pris le dessus sur l'impact de la hausse des coûts et des taux d'intérêt.

Pourtant, face à la résistance de la croissance, les marchés n'anticipent toujours pas une période prolongée de hausse des taux d'intérêt. Au lieu de cela, les investisseurs obligataires se sont plutôt interrogés sur la rapidité des futures baisses de taux.

**Graphique 2 : Les marchés anticipent des baisses de taux d'intérêt de la part de plusieurs grandes banques centrales**  
Anticipations par le marché des taux directeurs des banques centrales



Source : Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management. Les prévisions sont calculées sur la base des contrats à terme sur swaps de taux à un jour (OIS - Overnight Interest Swaps). Données au 15 juin 2023.

Les marchés semblent espérer de plus en plus le retour à un scénario rose de type "Boucle d'or", à savoir l'absence d'une récession et un reflux de l'inflation vers son objectif.

Selon les anticipations, l'inflation devrait rapidement se dissiper et permettre aux banques centrales d'accroître leur soutien à la croissance. Au lieu de provoquer une récession, elles s'efforceront de la prévenir, ce qui serait une bonne nouvelle pour les investisseurs en actions et en obligations.

Selon nous, ce scénario est un peu trop beau pour être vrai. Plusieurs questions restent en suspens et devront trouver une réponse d'ici la fin de l'année. Après avoir passé en revue ces questions, nous arrivons à la conclusion suivante : les taux d'intérêt ne seront pas réduits de manière sensible et préventive et, par conséquent, une récession reste un scénario assez probable. Si les taux venaient à être réduits de manière importante, ce serait probablement en raison d'une récession qui pourrait déstabiliser les actifs risqués.

C'est pourquoi, dans ces perspectives de mi-année, nous nous intéressons a) à la diversification des portefeuilles contre les risques de récession et d'inflation, b) à une allocation défensive aux actions et c) aux thèmes à long terme qui vont selon nous dominer en raison de la transition d'un monde d'abondance à un monde de pénurie.

## Quelles seront les répercussions économiques des tensions récentes dans le secteur bancaire ?

Les marchés ont considéré les faillites retentissantes de trois banques américaines et le sauvetage de Credit Suisse en Europe comme le reflet des tensions croissantes dans le secteur bancaire. Toutefois, après un pic de volatilité provisoire observé en mars, l'aversion pour le risque s'est atténuée, une escalade ayant été évitée grâce aux mesures de soutien rapides déployées par les banques centrales en matière de liquidité et à diverses opérations de rachat. Nous pensons néanmoins que le marché se montre trop complaisant vis-à-vis de la situation du secteur bancaire. Les banques sont certes nettement mieux capitalisées et réglementées qu'il y a 15 ans, mais les enquêtes menées sur les prêts au premier trimestre aux États-Unis et en zone euro nous ont rappelé l'impact potentiel des difficultés des établissements financiers sur l'économie en général.

Les enquêtes menées auprès des banques sur les conditions des prêts montrent que près de 50 % des banques commerciales américaines et environ 25 % des établissements de la zone euro avaient déjà durci leurs conditions de prêt aux entreprises au premier trimestre. Ces 30 dernières années, de telles proportions se sont généralement accompagnées d'une récession. L'augmentation du risque macroéconomique, la moindre tolérance au risque et les contraintes bilantielles sont les principaux facteurs du resserrement récent des conditions de crédit. Cette situation ne devrait guère évoluer à court terme, car les perspectives moroses du logement et de l'immobilier commercial ainsi que le ralentissement du cycle de crédit maintiendront probablement une faible tolérance au risque parmi les banques.

Les contraintes bilantielles liées aux pertes latentes et à la fuite des dépôts s'atténueront dès que les taux d'intérêt baisseront. Un scénario de ralentissement rapide de l'inflation sous-jacente serait, à cet égard, le plus favorable pour les banques centrales: cela leur dégagerait une bonne marge de manœuvre pour abaisser les taux directeurs, ce qui se traduirait également par un assouplissement des conditions de crédit. Malheureusement, nous ne pensons pas que l'inflation se dissipera assez rapidement.

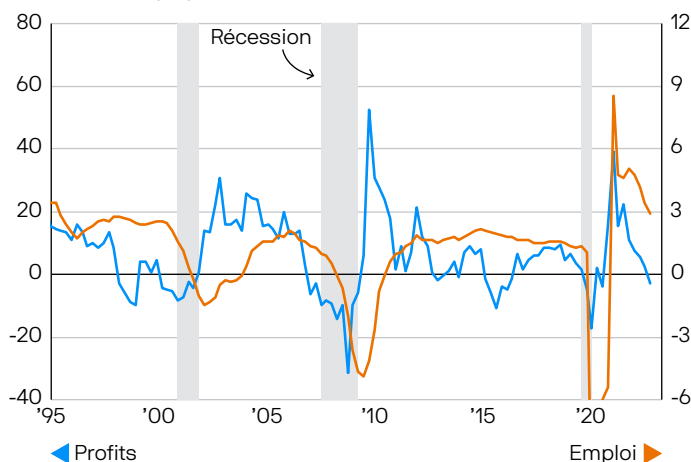
## Les entreprises vont-elles supprimer des emplois pour compenser le ralentissement de leurs bénéfices ?

Autre incertitude, l'évolution du marché du travail. Habituellement, lorsque les bénéfices sont sous pression, les entreprises réduisent rapidement leurs investissements, puis leurs effectifs, pour tenter de restaurer leurs marges. C'est alors le début d'un cercle vicieux, la hausse du chômage entraînant une nouvelle baisse de la demande, des bénéfices, et ainsi de suite.

Graphique 3 : La baisse des bénéfices est généralement suivie d'un fléchissement de l'emploi

### Corrélation entre les bénéfices et l'emploi aux États-Unis

Variation en % (GA)



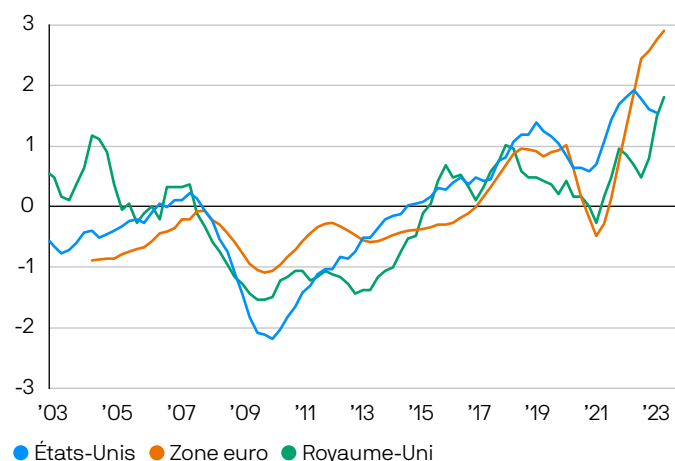
Source : BEA, BLS, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Données au 15 juin 2023.

Certains signes indiquent déjà que les entreprises ont commencé à réduire la voilure sur leurs projets d'investissement, mais les intentions d'embauche restent relativement solides. Cela s'explique probablement par les difficultés rencontrées par les entreprises pour recruter des collaborateurs après la pandémie, les obligeant à accumuler du personnel dans l'espoir que le ralentissement soit de courte durée.

Graphique 4 : Depuis la pandémie, la concurrence entre entreprises pour attirer des travailleurs s'est considérablement durcie

### Proportion d'entreprises ayant des difficultés de recrutement

Score Z, moyenne mobile sur quatre trimestres



Source : CBI, Direction générale des affaires économiques et financières de l'UE, National Federation of Independent Business, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Données au 15 juin 2023.

Autre possibilité, il s'agit d'un phénomène temporaire et une hausse marquée du chômage se profile à l'horizon. Les banques centrales doivent donc se livrer à un exercice d'équilibriste. Elles ont besoin de voir les tensions sur le marché du travail diminuer pour freiner la croissance des salaires et l'inflation, mais les banquiers centraux sont réticents à l'idée d'être à l'origine d'une augmentation du chômage. Mener à bien cette mission à l'approche d'un scrutin national, comme ce sera le cas en 2024 pour le Royaume-Uni et les États-Unis, rend la tâche encore plus compliquée.

### L'inflation, tant globale que sous-jacente, va-t-elle ralentir ?

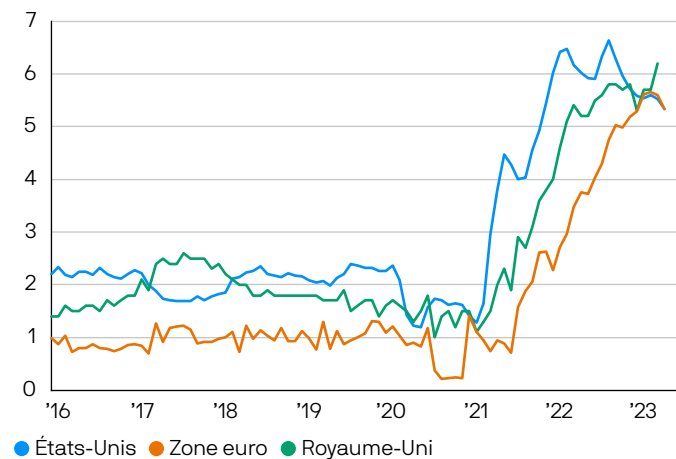
L'inflation globale devrait continuer à refluer au cours des prochains mois et l'Europe bénéficiera d'effets de base favorables à mesure que l'envolée des prix de l'énergie et des denrées alimentaires - observée à la même époque l'année dernière - commencera à disparaître du calcul annuel.

À l'inverse, nous ne pensons que l'inflation sous-jacente renouera aussi rapidement avec le seuil des 2 %. La demande de services reste vigoureuse car les ménages semblent toujours vouloir profiter des expériences qu'ils ont manquées pendant la crise de la Covid. Les tensions sur le marché du travail et la hausse continue des salaires maintiendront également des pressions haussières sur les coûts et les prix jusqu'à ce qu'une récession se produise.

Graphique 5 : L'inflation sous-jacente reste obstinément élevée

#### Inflation sous-jacente

Variation en % (GA)



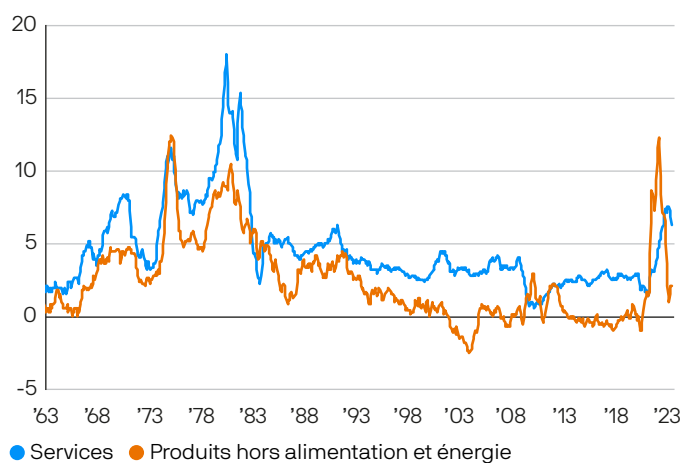
Source : BLS, Eurostat, ONS, Refinitiv Datastream, J.P.Morgan Asset Management. L'inflation sous-jacente exclut l'alimentation et l'énergie aux États-Unis, et l'alimentation, l'énergie, l'alcool et le tabac en zone euro et au Royaume-Uni. La zone euro et le Royaume-Uni utilisent respectivement l'IPCH (IPC harmonisé) et l'IPC intégrant les coûts de logement (CPIH) pour mieux tenir compte des coûts de logement. Données au 15 juin 2023.

Au-delà des facteurs à court terme, notre principale préoccupation concerne les prix des biens, dont l'inflation peine à redevenir aussi faible et stable que par le passé. En 2020, le prix du panier de biens des ménages américains était similaire à celui d'il y a 20 ans. Au Royaume-Uni, il était équivalent à celui d'il y a 30 ans. Compte tenu de l'augmentation des coûts des facteurs de production dans le sillage de l'abandon progressif des combustibles fossiles et du moindre impact désinflationniste de la mondialisation, un remake de cette situation nous semble assez improbable.

Graphique 6 : Contrairement au passé, les prix des biens n'aideront probablement pas les banques centrales à atteindre leurs objectifs d'inflation

#### Inflation aux États-Unis

Variation en % (GA)



Source : BLS, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Données au 15 juin 2023.

Si l'inflation moyenne des prix des biens finissait par rester plus élevée, les banques centrales devront faire baisser l'inflation des services pour vraiment atteindre durablement leur objectif de 2 %. La dernière fois que l'inflation dans le secteur des services aux États-Unis est repassée sous le seuil de 1 %, c'était à la suite d'une récession très profonde. Selon nous, le coût économique d'une telle démarche rend cette issue irréaliste sur le plan politique. Pour les gouvernements, une inflation modérée non anticipée est également une solution de facilité pour réduire leur dette, l'option de l'austérité ayant déjà été épuisée. Les dernières enquêtes sur les anticipations d'inflation montrent que nous ne sommes pas les seuls à tabler sur une inflation plus élevée à moyen terme. Si les banques centrales venaient à réduire leurs taux d'ici la fin de l'année avant l'apparition d'une récession, nos opinions s'en trouveraient confortées : les investisseurs doivent absolument préparer leurs portefeuilles à une inflation moyenne plus élevée à moyen terme et à des épisodes plus fréquents de volatilité de l'inflation.

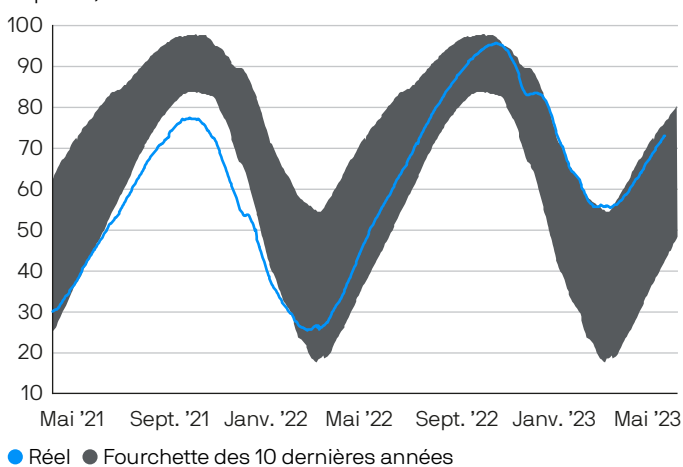
## Fait-il craindre une crise énergétique en Europe l'hiver prochain ?

L'Europe a déjoué les pronostics d'un effondrement économique au cours de l'hiver dernier, après avoir perdu son principal fournisseur d'énergie en juillet 2022. Grâce à des températures clémentes, à une réduction de la production industrielle et à une évolution favorable des comportements des consommateurs, les stocks sont restés anormalement élevés pour la saison. La chute des prix de gros du gaz contribue aujourd'hui à faire baisser l'inflation et à redonner confiance aux consommateurs.

### Graphique 7 : Les stocks de gaz de l'UE semblent suffisants pour l'hiver prochain

#### Stocks de gaz naturel de l'UE

Capacité, en %



Source : Bloomberg, Gas Infrastructure Europe, J.P. Morgan Asset Management. Données au 15 juin 2023.

Les plus pessimistes diront que la chance a pris le dessus sur le sens stratégique des autorités et que les mêmes conditions devront être réunies l'hiver prochain. Toutefois, le niveau de départ est si élevé que l'objectif est déjà à moitié atteint : les stocks de l'UE sont en effet déjà pleins à plus de 70 %, contre un peu plus de 50 % l'année dernière à la même époque. Les contrats à court terme sur le prix du gaz ont baissé, et même les prix à plus long terme plaident pour une situation sous contrôle l'hiver prochain, à moins que les températures ne soient particulièrement rigoureuses. Parallèlement, les autorités lancent des initiatives pour garantir la mise en place d'une solution durable reposant sur les énergies renouvelables. Globalement, nous ne pensons pas que les prix de l'énergie connaîtront une nouvelle flambée.

## La reprise chinoise fera-t-elle long feu ?

Après l'abandon de la politique « zéro-Covid », la reprise en Chine a suivi un schéma similaire à ceux observés quelque temps auparavant aux États-Unis et en Europe. Le sentiment dans le secteur des services s'est nettement amélioré, les consommateurs chinois ayant repris les activités auxquelles ils avaient dû renoncer pendant le confinement. Toutefois, l'activité d'investissement a été relativement atone par rapport aux cycles de reprise précédents, car la demande mondiale de biens a fléchi et la croissance du crédit s'est révélée moins expansionniste à l'échelon national.

Les indicateurs du climat des affaires du deuxième trimestre laissent entrevoir un ralentissement de la croissance, car les difficultés du secteur immobilier continuent de peser sur la confiance du secteur privé et les réserves financières post-pandémie ne sont pas aussi importantes qu'en Europe ou aux États-Unis.

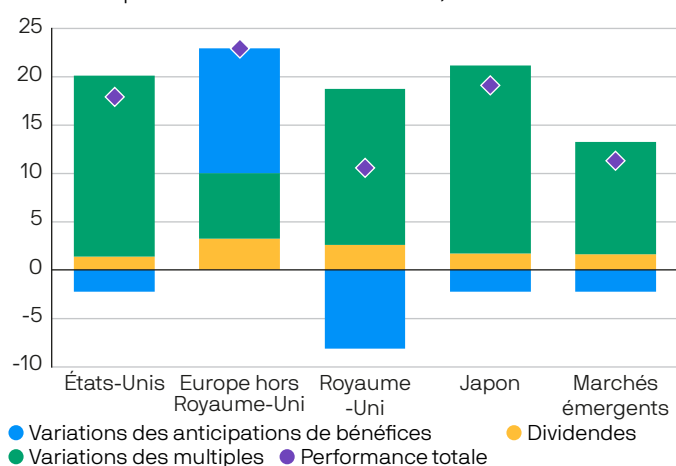
La croissance chinoise en 2023 pourrait certes être inférieure aux attentes relativement optimistes du marché au début de l'année, mais il serait prématuré d'anticiper une croissance annuelle complètement atone. Le niveau modéré de la dette publique permettra aux responsables politiques de prendre de nouvelles mesures de relance budgétaire, tandis que le très faible niveau de l'inflation devrait permettre à la Banque populaire de Chine (PBOC) de réduire les taux directeurs pour soutenir la situation financière des ménages et les bilans des entreprises.

## Renforcer la résilience des allocations aux actions

L'espoir croissant d'un scénario « à la Boucle d'or » a largement contribué à la progression des actions depuis le début de l'année. Ce rebond prononcé constaté depuis le plus bas du marché en septembre dernier est presque entièrement dû à l'expansion des multiples de valorisation, alors que les anticipations de bénéfices sont restées inchangées. Seule exception majeure à cette tendance, l'Europe hors Royaume-Uni, où le rebond des marchés s'explique à la fois par une augmentation des valorisations et une embellie des prévisions de bénéfices, dans le sillage de l'atténuation du risque d'une crise de l'approvisionnement en énergie.

**Graphique 8 : L'augmentation des multiples de valorisation a été le principal moteur des performances récentes des actions**  
**Décomposition des performances depuis le 30 septembre 2022**

Sources de performance du marché actions, en %



Source : FTSE, MSCI, S&P Global, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Les indices MSCI sont utilisés pour l'Europe hors Royaume-Uni, le Japon et les marchés émergents. L'indice S&P 500 est utilisé pour les États-Unis et l'indice FTSE All-Share pour le Royaume-Uni. Les performances sont exprimées en devises locales, à l'exception de celles des marchés émergents qui sont exprimées en dollars américains. Les performances passées ne sont pas des indicateurs fiables des performances actuelles ou futures. Données au 31 mai 2023.

On assiste peut-être à une confrontation entre l'espoir des intervenants de marché et la réalité des bénéfices. Un ralentissement économique reste le scénario le plus probable pour permettre aux pays développés de se débarrasser de leurs excès d'inflation. Mais par définition, une inflation plus faible réduit le pouvoir de fixation des prix des entreprises.

Afin de renforcer la capacité de résistance des allocations en actions dans ce contexte, les investisseurs doivent s'exposer à des entreprises de grande qualité et à celles versant des dividendes généreux, tout en assurant une diversification suffisante sur le plan régional.

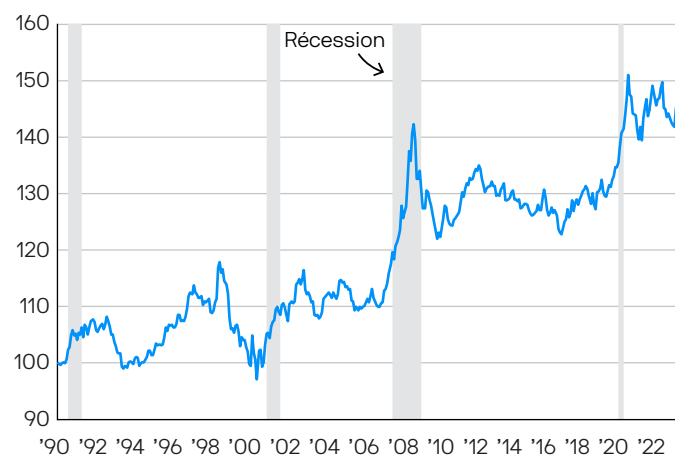
## L'importance cruciale de la qualité

Dans un contexte d'incertitude accrue, nous sommes convaincus d'une chose : les marchés récompenseront les entreprises possédant de véritables attributs en matière de qualité, comme des bilans robustes et des équipes de direction chevronnées ayant déjà connu plusieurs cycles. Si ces caractéristiques sont toujours intéressantes pour les adeptes de la sélection des valeurs, lors du dernier marché haussier, les actions de grande qualité ont globalement suivi la trajectoire du reste du marché américain pendant toute une décennie. L'histoire montre que c'est lors des périodes de ralentissement économique que les valeurs de qualité enregistrent les performances les plus élevées.

**Graphique 9 : Les valeurs de qualité ont surperformé lors des précédentes crises économiques**

### Performance relative de S&P 500 Quality/S&P 500

Niveau de performance relative totale de l'indice, recalculé en base 100 en janvier 1990



Source : Quantitative Beta Solutions de J.P. Morgan Asset Management, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. L'indice S&P 500 Quality est le quartile supérieur des titres de qualité du S&P 500, déterminé par le pôle Quantitative Beta Strategies de JPMAM sur la base des indicateurs de rentabilité, du risque financier et de la qualité des bénéfices. Les performances passées ne sont pas des indicateurs fiables des performances actuelles ou futures. Données au 31 mai 2023.

A noter également qu'une approche axée sur la qualité ne se cantonne pas exclusivement aux valeurs de croissance. Certaines méga-capitalisations possèdent des attributs de qualité grâce à leurs bilans solides, mais il existe également des opportunités de grande qualité dans des secteurs au profil plus « value », comme l'énergie et certaines grandes capitalisations du secteur financier. Si l'on ajoute à cela l'écart de valorisation historique entre les titres « growth » et « value », il est essentiel d'assurer un bon équilibre entre ces deux styles de gestion au sein des portefeuilles. En matière de taille, la priorité accordée aux bilans solides plaide généralement pour les grandes capitalisations par rapport aux *small caps*.

## Le rôle défensif des dividendes

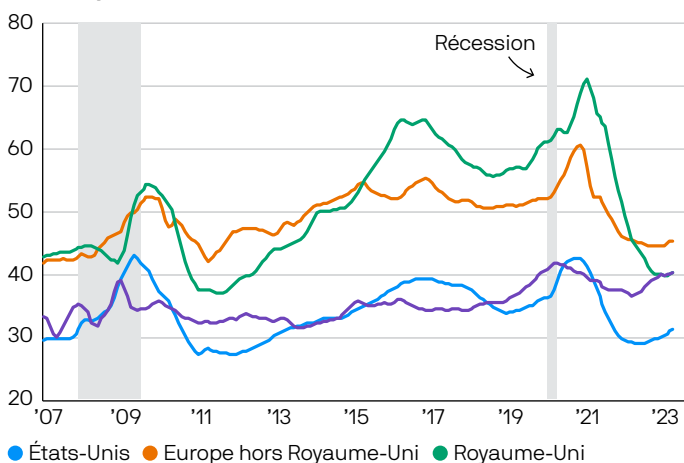
Le fait de privilégier les entreprises versant des dividendes peut également protéger les portefeuilles actions contre une volatilité potentiellement plus forte. Les taux de distribution n'ont pas encore renoué avec leurs niveaux pré-pandémie dans la plupart des grandes régions, de nombreuses entreprises ayant été contraintes de suspendre leurs dividendes pendant la crise sanitaire. Les entreprises devraient donc maintenir leurs dividendes, même si leurs bénéfices diminuent.

Les entreprises généreuses en dividendes appartiennent souvent à des secteurs plus défensifs, comme la santé et les services aux collectivités, qui présentent généralement un bêta plus faible que le marché dans son ensemble, alors que les secteurs de croissance plus cycliques réinvestissent souvent leurs flux de trésorerie dans leurs activités au lieu de les redistribuer aux actionnaires. Dans les pays émergents, le rendement des dividendes semble particulièrement attractif : on observe ainsi un écart historique avec les marchés développés depuis plus de 20 ans.

Graphique 10 : La faiblesse des taux de distribution de dividendes confère une bonne marge de manœuvre aux entreprises

### Taux de distribution des dividendes

En %, moyenne mobile sur 3 mois



Source : FTSE, MSCI, Refinitiv Datastream, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Les États-Unis sont représentés par l'indice S&P 500, le Royaume-Uni par l'indice FTSE All-Share et les indices MSCI sont utilisés pour l'Europe hors Royaume-Uni et les pays émergents. Le ratio de distribution des dividendes correspond au dividende par action sur 12 mois divisé par le bénéfice par action sur 12 mois. Les performances passées ne sont pas des indicateurs fiables des performances actuelles ou futures. Données au 31 mai 2023.

## Une diversification maximale entre régions

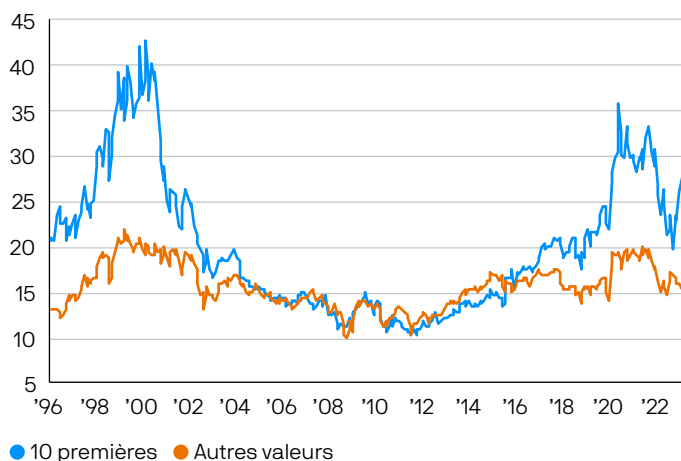
Compte tenu des incertitudes actuelles, nous déconseillons de trop concentrer les portefeuilles actions sur une seule et unique région.

Notre principale inquiétude vis-à-vis du marché américain est liée à son degré de concentration. Au cours des cinq premiers mois de 2023, les 10 principales valeurs du S&P 500 ont progressé d'un peu moins de 40 %, mais en les excluant, l'indice américain s'établit en territoire négatif sur la même période. À l'exception de la pandémie, l'écart de valorisation entre des 10 principales valeurs et les autres est à son niveau le plus élevé depuis 2000.

Graphique 11 : Les valorisations américaines sont faussées par quelques titres

### Ratio cours/bénéfices des 10 principales valeurs et des autres actions du S&P 500

x, multiple



Source : FactSet, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Les 10 premières valeurs correspondent aux 10 principales composantes de l'indice au début de chaque mois. Les performances passées ne sont pas des indicateurs fiables des performances actuelles ou futures. Données au 15 juin 2023.

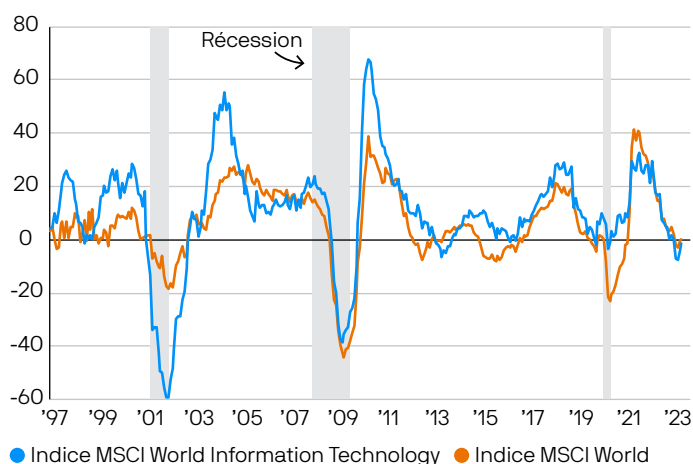
Les marchés parient soit sur des profits extraordinaires des valeurs technologiques dans le sillage des évolutions récentes comme l'IA, soit sur le caractère défensif du secteur en cas de turbulences économiques qui feraient retomber les taux d'intérêt à des niveaux très bas.

Nous préférons ne pas placer trop d'espoir dans le caractère contracyclique des bénéfices du secteur en cas de récession aux États-Unis. Les données historiques montrent que c'est rarement le cas. La plus grande diversité des modèles économiques et la solidité accrue des bilans montrent qu'il n'y a pas lieu de comparer la situation actuelle à l'éclatement de la bulle Internet au début des années 2000, lorsque les bénéfices des valeurs technologiques avaient beaucoup plus chuté que ceux de l'indice global. Cependant, nous doutons de la capacité des valeurs technologiques à réitérer leur performance de 2020 et nous tablons sur une stagnation des profits en raison des pressions subies par les bénéfices de nombreux secteurs, en particulier les plus sensibles sur le plan économique, comme le matériel informatique. Même dans les scénarios les plus optimistes concernant l'évolution de l'intelligence artificielle ces dix prochaines années, une baisse à court terme des dépenses des consommateurs et des entreprises semble probable en raison de l'affaiblissement de l'économie.

**Graphique 12 : Les investisseurs ne peuvent pas prétendre que le secteur technologique est à l'abri de la baisse généralisée des bénéfices**

**Indice MSCI World Tech et bénéfices**

Variation en % d'une année sur l'autre, prévisions de bénéfices à 12 mois



Source : MSCI, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Les performances passées ne sont pas des indicateurs fiables des performances actuelles ou futures. Données au 31 mai 2023.

Les investisseurs souhaitant diversifier leurs positions sur le marché américain voudront probablement s'exposer davantage à l'Europe que lors de la dernière décennie. Les multiples de valorisation moins élevés et les rendements du dividende plus généreux au Royaume-Uni et en Europe (hors Royaume-Uni) devraient se révéler plus favorables qu'aux États-Unis si les valorisations des actions venaient à subir des pressions. Avec la disparition des taux bas et d'une inflation faible, les perspectives des marchés européens à moyen terme sont prometteuses, comme nous l'avons souligné dans notre [dernière publication](#).

Notre scénario central, à savoir un ralentissement de l'économie mondiale, devrait normalement être de mauvais augure pour les actions des marchés émergents par rapport à celles des marchés développés, mais plusieurs raisons laissent à penser que cette corrélation pourrait cette fois-ci s'estomper. La première est liée aux valorisations : les actions des marchés émergents présentent déjà une décote de près de 30 % par rapport aux marchés développés sur la base des bénéfices prévisionnels à 12 mois, et de nombreuses devises sont bon marché par rapport au dollar américain. La seconde concerne les politiques monétaires : plusieurs banques centrales de pays émergents ayant débuté plus tôt leur cycle de hausse en 2021, le ralentissement de l'inflation cette année ouvre maintenant la voie à des réductions de taux qui soutiendraient la croissance économique.

La reprise post-Covid en Chine devait entraîner l'ensemble des marchés émergents, mais après un premier trimestre très solide, les données économiques ont récemment déçu les attentes des investisseurs. Certains segments du secteur des services connaissent un fort rebond, mais le secteur manufacturier reste atone, ce qui souligne la nécessité d'adopter une approche d'investissement active pour exploiter les poches de valeur présentant une croissance des bénéfices plus soutenue. Plusieurs catalyseurs pourraient entraîner une embellie du sentiment sur les marchés : des mesures de soutien plus radicales de la part des autorités chinoises, un regain de confiance et une augmentation des investissements dans le secteur privé et/ou une dissipation des tensions géopolitiques.

Depuis le début de l'année, les actions japonaises ont nettement surperformé les autres régions. L'économie nipponne envoie quelques signaux positifs, avec un rebond de l'inflation et une croissance des salaires, mais nous nous inquiétons d'ajustements potentiels de la politique de contrôle de la courbe des taux ou d'une récession mondiale qui entraînerait une hausse du yen et pèserait sur les revenus générés par les entreprises japonaises à l'étranger.



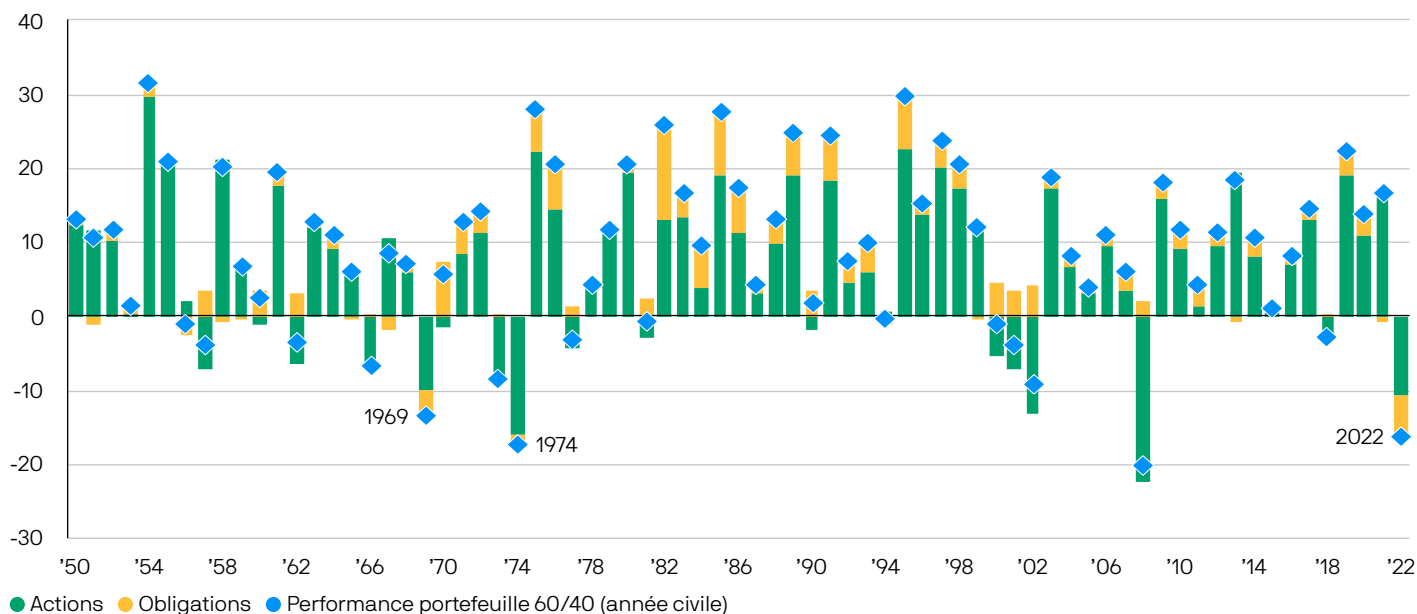
## Sortir des sentiers battus en matière de diversification des portefeuilles

L'année 2022 s'est révélée difficile pour les investisseurs en raison du repli simultané des actions et des obligations, qui s'est traduit par l'une des pires performances jamais enregistrées par un portefeuille 60/40 traditionnel. Au cours des 50 dernières années, les actions et les obligations américaines ont cédé du terrain de façon concomitante uniquement à trois occasions : en 1969, lorsque l'inflation américaine avait dépassé les 6 % ; en 1974, quand la hausse des prix avait atteint 12 % à la suite de la crise pétrolière ; et en 2022, lorsque l'inflation a brusquement atteint des sommets inédits depuis 40 ans.

Graphique 13 : En cas de pic d'inflation, ni les obligations ni les actions ne peuvent vous aider

Performance annuelle d'un portefeuille constitué à 60 % d'actions et à 40 % d'obligations

Performance totale en %



Source : Ibbotson, Robert Shiller, J.P. Morgan Asset Management. Les performances passées ne sont pas des indicateurs fiables des performances actuelles ou futures. Données au 31 mai 2023.

Plusieurs scénarios économiques plausibles se dessinent. Le premier est celui d'une récession suffisamment forte permettant d'éliminer rapidement les craintes inflationnistes. Ce scénario pourrait faire vaciller les marchés d'actifs risqués, mais les obligations peuvent désormais bien plus diversifier les portefeuilles face au risque d'une récession profonde que lorsque les rendements étaient très faibles, voire nuls. Si nous sommes redevenus très optimistes à l'égard des obligations l'année dernière, c'est en raison de la remontée des rendements obligataires.

Toutefois, l'inflation peut rester problématique dans un autre scénario : celui dans lequel la récession est évitée à court terme mais sans diminution durable des pressions inflationnistes. Dans cette configuration, les baisses de taux d'intérêt déjà anticipées par les marchés obligataires peuvent ne pas se matérialiser et les taux encore augmenter. Ce qui pénaliserait les obligations - et très probablement les actions.

Il est également fort probable qu'une inflation supérieure à l'objectif fixé demeure un problème à moyen terme. Cela pourrait s'expliquer par une pénurie de divers éléments, en particulier la main d'œuvre, qui était auparavant abondante. En définitive, les investisseurs doivent sortir des sentiers battus en matière de diversification de portefeuille, en tenant compte des solutions efficaces en cas de récession désinflationniste (emprunts d'État), mais aussi en cas de scénarios plus inflationnistes, qui peuvent faire chuter simultanément les actions et les obligations, comme ce fut le cas en 2022.

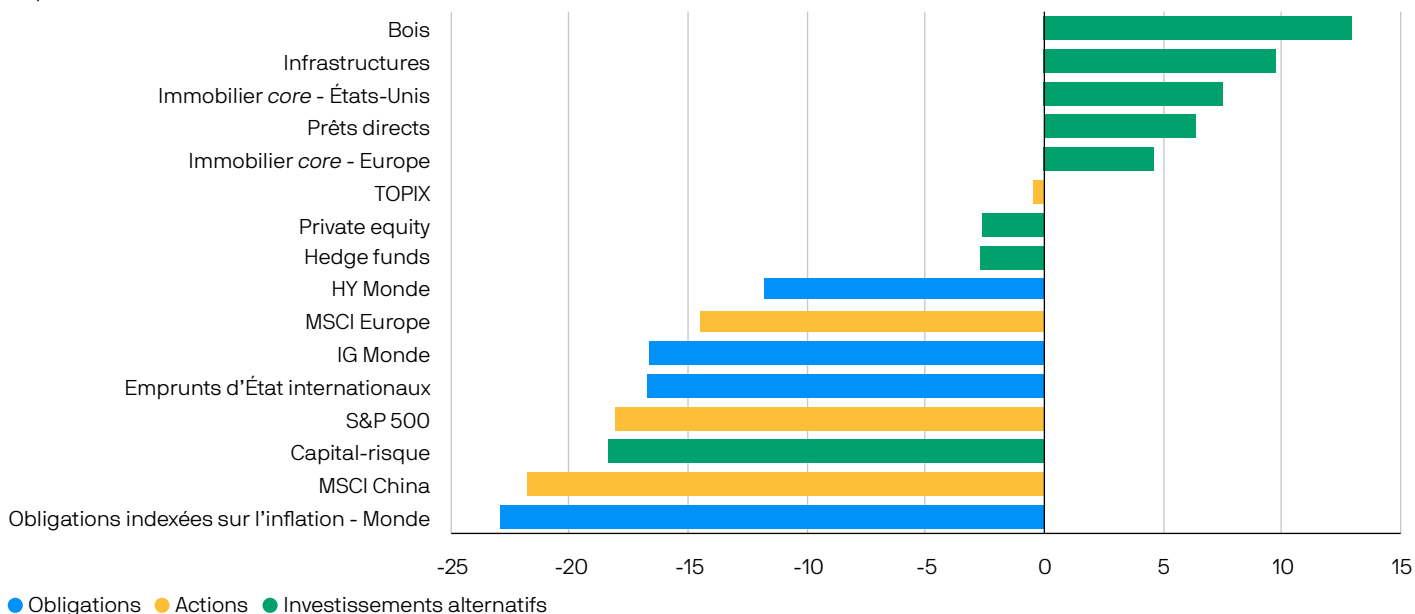
## Des actifs alternatifs sources de diversification

Contrairement aux actions et aux obligations, de nombreuses classes d'actifs alternatives - dont le bois d'œuvre, les infrastructures et l'immobilier - ont généré des performances positives l'année dernière.

Graphique 14 : De nombreux actifs alternatifs ont généré des performances positives l'année dernière

### Performances de certains marchés publics et privés en 2022

%, performance totale en USD



Source : Bloomberg, Burgiss, Cliffwater, Factset, HRFI, MSCI, NCREIF, Refinitiv Datastream, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Les performances mentionnées sont celles de 2022. Les indices utilisés sont les suivants : emprunts d'État internationaux : Bloomberg Global Aggregate - Government ; obligations indexées sur l'inflation : Bloomberg Global Inflation-Linked ; obligations mondiales IG : Bloomberg Barclays Global Aggregate - Corporate ; obligations HY mondiales : ICE BofA Global High Yield ; Hedge funds : HRFI Fund Weighted Composite ; immobilier américain : indice NCREIF Property - composante Open End Diversified Core Equity ; immobilier européen : indice MSCI Global Property Fund - Continental Europe ; prêts directs : indice Cliffwater Direct Lending ; infrastructures mondiales : indice MSCI Global Quarterly Infrastructure Asset (combinaison équilibrée) ; bois : indice NCREIF Timberland - Total Return. Les performances du *private equity* et du capital-risque sont pondérées dans le temps (données Burgiss). Toutes les performances sont calculées en dollar. Les performances passées ne sont pas des indicateurs fiables des performances actuelles ou futures. Données au 15 juin 2023.

Ces classes d'actifs offrent généralement une bonne couverture contre l'inflation du fait de leur capacité à répercuter la hausse de l'inflation via les loyers ou les coûts d'utilisation. Certains segments de l'immobilier pourraient encore souffrir dans un environnement de taux plus élevés, en particulier ceux confrontés à des problématiques structurelles. Toutefois, les actifs alternatifs, comme les infrastructures, pourraient offrir des attributs défensifs tout en assurant une certaine protection contre l'inflation et un revenu attractif. Historiquement, les hedge funds réussissent également assez bien à limiter l'impact des phases baissières par rapport aux actions (et aux obligations).

Si l'inflation devenait plus volatile au cours des prochaines années, miser sur une corrélation négative constante entre les actions et les obligations pourrait ne plus suffire à limiter la perte de valeur des portefeuilles et à optimiser les performances ajustées du risque. Ainsi, même si notre scénario central confère un certain potentiel de diversification aux emprunts d'État en cas de repli des actions à court terme, les investisseurs ont tout intérêt à s'affranchir quelque peu des classes d'actifs traditionnelles pour diversifier encore plus leurs portefeuilles.

## Thèmes d'investissement à long terme : De l'abondance à la rareté

Lorsque l'incertitude domine sur les marchés, on peut facilement perdre de vue la situation globale. Mais ces périodes peuvent aussi être l'occasion de se positionner sur des thèmes à plus long terme. Selon nous, plusieurs tendances structurelles sont alimentées par le thème de la rareté.

### Les mutations du côté de l'offre

La notion de rareté n'a pas été un problème pendant l'essentiel des deux dernières décennies. Avec l'adhésion de la Chine à l'Organisation mondiale du commerce et l'arrivée de 1,2 milliard de personnes sur le marché mondial du travail, l'intégration croissante des chaînes d'approvisionnement à l'échelle mondiale et la découverte d'importantes quantités de pétrole et de gaz en Amérique du Nord, les dernières décennies peuvent être qualifiées d'ère d'abondance. La principale difficulté a plutôt été d'assurer une demande soutenue capable de suivre l'expansion rapide de l'offre.

Cependant, l'offre de l'économie mondiale est en train de changer. Le changement climatique suscite depuis un certain temps des préoccupations concernant l'exploitation des ressources naturelles, tandis que la pandémie a entraîné une évolution durable des chaînes d'approvisionnement et des marchés du travail. Quant à l'invasion de l'Ukraine par la Russie, elle a entraîné une pénurie de nombreuses matières premières, du moins pour les acheteurs occidentaux.

On pourrait s'attendre à ce que ces tendances freinent considérablement la croissance mondiale. Cependant, l'histoire est jalonnée de multiples exemples de la capacité de l'humanité à se réinventer grâce à l'innovation. L'innovation et le changement nécessitent des investissements massifs et offrent des opportunités prometteuses aux investisseurs actifs et de long terme, et ce dans divers secteurs.

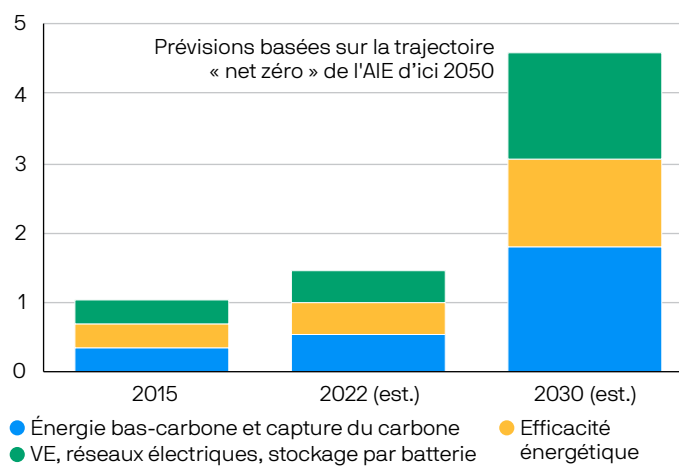
### Rareté des énergies propres

Dans ce domaine, ce sont probablement les énergies à faible teneur en carbone qui sont l'exemple le plus évident. Les prévisions relatives au manque d'investissements dans les énergies renouvelables sont particulièrement prégnantes : par exemple, les dépenses consacrées à la production d'électricité à partir de sources renouvelables devront plus que tripler d'ici 2030 pour répondre à la demande en énergie d'une manière compatible avec les objectifs de neutralité carbone.

Graphique 15 : La transition énergétique nécessite une augmentation massive des investissements

#### Investissement mondial dans les énergies propres et l'efficacité énergétique

En milliers de milliards USD



Source : AIE, J.P. Morgan Asset Management. Les données proviennent du rapport « World Energy Investment 2022 » de l'AIE. Les estimations pour 2030 reposent sur le scénario « net zéro » de l'AIE d'ici 2050. Données au 15 juin 2023.

Alors que la rareté des énergies bas-carbone a posé problème pendant de nombreuses années, les responsables politiques prennent enfin des mesures concrètes. Les investissements publics dans la transition s'intensifient, comme le Fonds de relance de l'Union européenne (UE), dont l'un des objectifs est de créer les conditions d'une transformation de l'approvisionnement énergétique en Europe. Les subventions à l'investissement privé dans les énergies propres se multiplient également, dans le sillage de la loi américaine sur la réduction de l'inflation (IRA) et du Plan industriel du Pacte vert de l'UE.

La pénurie persistante d'énergies sobres en carbone et les dispositifs incitatifs (et de sanction) mis en œuvre récemment par les États sont une aubaine pour les entreprises capables d'aider les pays et les entreprises à réduire leur empreinte énergétique. Les grandes bénéficiaires seront notamment les entreprises appartenant aux secteurs des énergies renouvelables, de l'efficacité énergétique, de l'électrification et de la capture du carbone. Si une récession se concrétise et que les entreprises d'énergie propre à forte croissance sont entraînées dans une correction généralisée des marchés actions, les investisseurs auront l'occasion de se positionner sur ces thèmes à long terme. Au-delà de la production, les énergies à faible teneur en carbone devront se diffuser dans tous les pans de l'économie, ce qui profitera notamment aux secteurs du transport et de la construction durable.

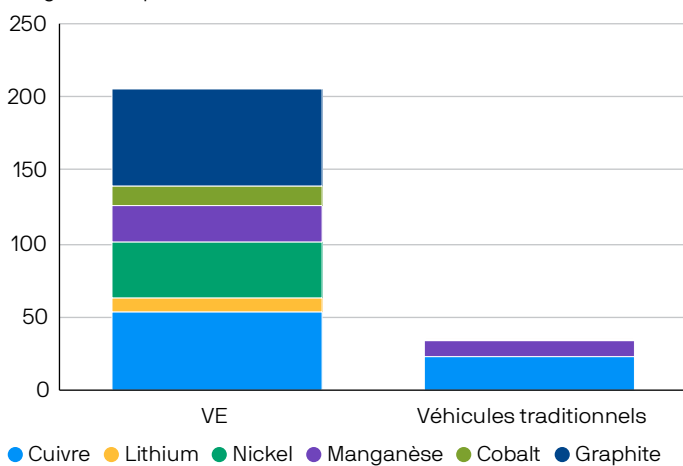
## Pénurie de matériaux

Résoudre le problème de la rareté de l'énergie crée cependant un autre problème de pénurie : celles des matériaux. La demande de certains métaux, comme le lithium, le cuivre et le silicium, va exploser sous l'effet de la transformation du mix énergétique. Par exemple, la production d'énergie solaire est plus de quatre fois plus gourmande en matériaux que les centrales au gaz. Les besoins massifs de stockage de l'électricité pour s'adapter à l'intermittence de la production éolienne et solaire vont aussi accroître la demande de métaux, tout comme l'adoption progressive des véhicules électriques, qui consomment six fois plus de minéraux que les moteurs à combustion traditionnels.

Graphique 16 : Les véhicules électriques utilisent beaucoup plus de métaux que les voitures conventionnelles

### Teneur en métaux des véhicules électriques et des voitures conventionnelles

Kilogrammes par véhicule



Source : AIE, J.P. Morgan Asset Management. Les données proviennent du rapport de l'AIE intitulé « The Role of Critical Minerals in Clean Energy Transitions ». Données au 15 juin 2023.

Les pays émergents seront particulièrement affectés par le changement climatique, mais ils devraient également largement bénéficier de l'augmentation marquée de la demande en matériaux, puisqu'ils abritent souvent les sites d'extraction et de transformation de ces intrants essentiels. Toutefois, les régions riches en minéraux ne seront pas les seules grandes gagnantes : comme les sources de ces métaux et les usines de traitement sont généralement concentrées dans quelques pays, les perturbations potentielles des chaînes d'approvisionnement obligeront les pays développés à chercher des solutions plus locales. Les entreprises spécialistes du traitement et du recyclage des métaux rares devraient donc également en profiter. À plus court terme, les risques de récession pourraient entraîner une certaine volatilité sur les marchés des ressources naturelles et offrir des points d'entrée intéressants aux investisseurs cherchant à s'exposer à ces thèmes à long terme.

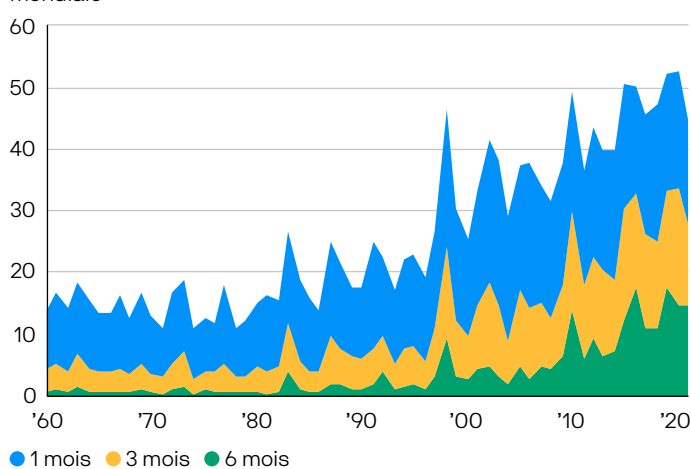
## Pénurie de nourriture et d'eau

Au cours des prochaines décennies, le dérèglement climatique et la croissance démographique entraîneront également une raréfaction d'autres ressources naturelles, principalement la nourriture et l'eau. Parallèlement à la hausse des températures moyennes, les phénomènes extrêmes tels que les inondations et les sécheresses ont vu leur fréquence augmenter et cette tendance devrait se poursuivre, ce qui pèsera sur les rendements agricoles. La superficie des terres touchées par la sécheresse a déjà doublé depuis 2000.

Graphique 17 : L'impact annuel des sécheresses sur l'utilisation des sols augmente rapidement

### Terres touchées par la sécheresse

% des terres touchées par des sécheresses par an, à l'échelle mondiale



Source : Base de données de l'indice mondial normalisé de précipitation-évapotranspiration, 2021. Beguería, S et al, « The Lancet Countdown on Health and Climate Change » : rapport 2022, J.P. Morgan Asset Management. Données au 15 juin 2023.

La consommation de viande, qui a plus que doublé par personne depuis 1990, devra être réduite pour nourrir une population mondiale qui devrait atteindre 10 milliards d'individus à la fin du siècle, ainsi que pour limiter les émissions de gaz à effet de serre et la déforestation. Dans le même temps, l'élévation du niveau de la mer entraînera la salinisation d'un plus grand nombre de deltas fluviaux - généralement des régions particulièrement fertiles et très peuplées -, ce qui réduira à la fois la quantité d'eau potable disponible et les rendements agricoles. Cela occasionnera une hausse des prix des denrées alimentaires et de leur volatilité.

Pour faire face à ces défis, il est indispensable d'adopter des systèmes alimentaires et hydriques plus durables capables de réduire l'intensité en carbone, de limiter l'exploitation des terres et de protéger les forêts qui font office de puits de carbone naturels. Les entreprises spécialisées dans l'agriculture durable, la gestion de l'eau, le reboisement et les infrastructures vertes bénéficieront de la moindre disponibilité de l'eau et de la baisse des rendements de l'agriculture traditionnelle, transformant ainsi ces défis en d'immenses opportunités pour les investisseurs.

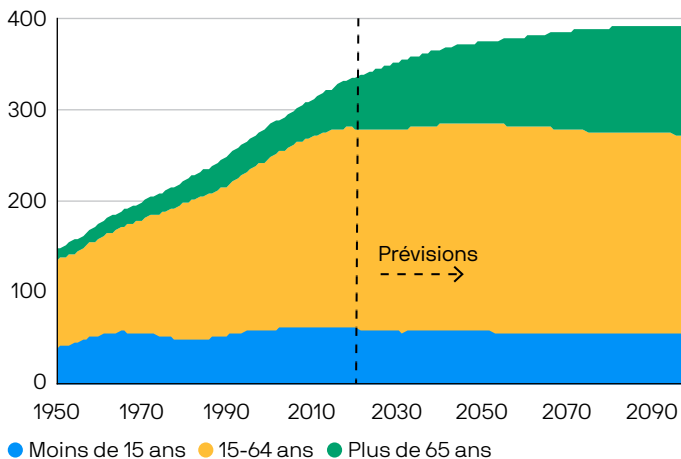
## Pénurie de main-d'œuvre

Enfin, malgré la croissance de la population mondiale, nous considérons la pénurie de main-d'œuvre comme une autre thématique à long terme. Dans la plupart des grandes économies, le rapport entre les personnes de plus de 65 ans et la population en âge de travailler ne cessera d'augmenter au cours des prochaines décennies, et ainsi un volume réduit de travailleurs devra subvenir aux besoins d'un plus grand nombre de personnes dépendantes.

Graphique 18 : Les populations vieillissent dans la plupart des grandes économies du monde

### Répartition de la population par âge : États-Unis

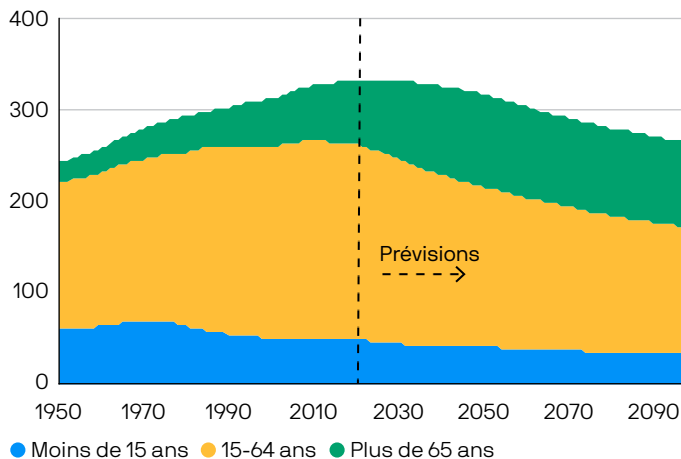
Millions de personnes



● Moins de 15 ans ● 15-64 ans ● Plus de 65 ans

### Répartition de la population par âge : Zone euro

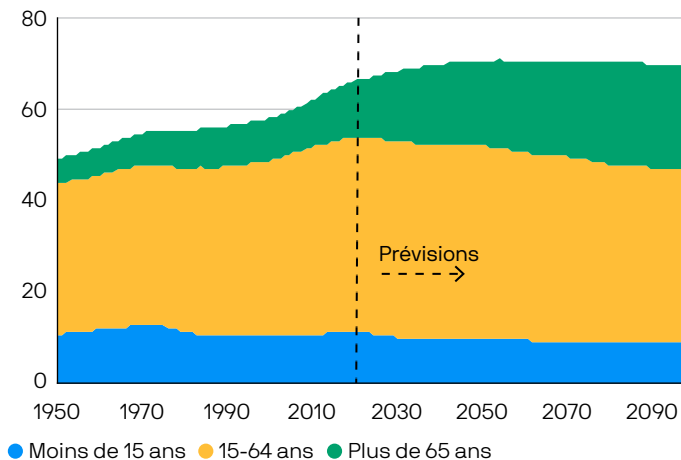
Millions de personnes



● Moins de 15 ans ● 15-64 ans ● Plus de 65 ans

### Répartition de la population par âge : Royaume-Uni

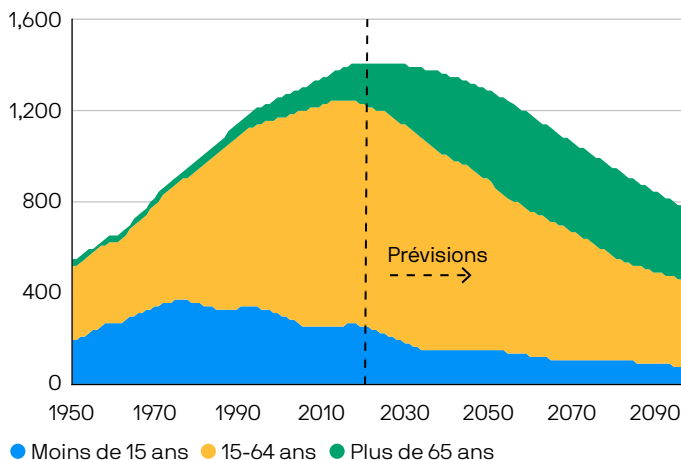
Millions de personnes



● Moins de 15 ans ● 15-64 ans ● Plus de 65 ans

### Répartition de la population par âge : Chine

Millions de personnes



● Moins de 15 ans ● 15-64 ans ● Plus de 65 ans

Source : (tous les graphiques) Nations unies, J.P. Morgan Asset Management. Les prévisions sont celles des Nations unies. Données au 15 juin 2023.

Certains estiment que la solution à la pénurie de main-d'œuvre réside dans l'augmentation des migrations en provenance des régions du monde à forte fécondité, comme l'Afrique. Cet argument tient la route sur le plan économique, mais selon nous, il ne tient pas compte des réalités politiques qui se sont imposées ces dernières années.

De nombreux thèmes d'investissement voient le jour. Compenser les pénuries de main-d'œuvre nécessitera du capital physique. C'est pourquoi nous ne craignons pas l'automatisation et l'intelligence artificielle (IA) et voyons ces évolutions comme nécessaires pour résorber les pénuries imminentes de travailleurs (même si elles pourraient exacerber les inégalités). Autre enjeu, la fourniture de biens et de services nécessaires au bien-être des populations âgées.

Compte tenu de l'importance de ce sujet, ces quelques lignes ne sont qu'une première ébauche de nos réflexions et nous y consacrerons d'autres publications. Cette nouvelle ère de la rareté - en matière d'énergie propre, de matériaux, de nourriture et d'eau, et de main-d'œuvre - posera des défis immenses. Mais elle créera également des mutations économiques à long terme ainsi que des opportunités, que les investisseurs actifs et positionnés sur le long terme ne peuvent pas se permettre de rater.

## Scénarios et risques principaux

Notre « scénario central » macroéconomique à horizon 12 mois n'a guère évolué par rapport à nos dernières perspectives, même si les valorisations élevées nous dissuadent désormais d'affirmer que les marchés anticipent correctement le ralentissement que nous prévoyons. La trajectoire de l'inflation est la principale différence entre nos deux scénarios baissiers. Dans le premier cas, le reflux de l'inflation entraîne des baisses de taux et redonne aux obligations leur rôle de diversification, alors que le second, la persistante de l'inflation pourrait faire chuter simultanément le prix des actions et des obligations.

### Scénario central : Ralentissement de l'inflation et récessions modestes

**Macroéconomie** : Le fléchissement des dépenses des entreprises et des ménages fait basculer les économies développées en récession (modeste). L'accumulation des effectifs par les entreprises maintient les taux de chômage à un niveau relativement bas, mais le ralentissement de la croissance des salaires atténue progressivement les pressions sur l'inflation sous-jacente, permettant aux banques centrales de faire une pause. En Chine, la reprise post-Covid se poursuit dans le secteur des services, mais la faiblesse des investissements des entreprises continue de freiner la croissance. La Fed interrompt son cycle de hausse avec des taux inférieurs à 5,5 %, tandis que la Banque d'Angleterre (BoE) et la Banque centrale européenne (BCE) interrompent le leur avec des taux proches de 5 % et 4 %, respectivement. Les taux ne seront pas abaissés avant 2024 et le seraient alors de manière modeste.

**Obligations** : Évolution en dents de scie des rendements des emprunts d'État. Les spreads de crédit des obligations *investment grade* (IG) restent décents, tandis que ceux des titres à haut rendement (HY) s'élargissent à mesure que les taux de défaut se rapprochent de leurs moyennes à long terme.

**Actions** : Environnement difficile pour les actions, avec une volatilité élevée et des performances totales faibles. Les actions de grande qualité surperforment et les bourses des pays développés (hors USA) feront mieux que les places américaines à la faveur de rendements du dividende plus élevés et de valorisations plus attractives.

**Devises** : Légère dépréciation du taux de change effectif du dollar américain. Le yen se renforce avec le retrait progressif de la politique de contrôle de la courbe des taux, tandis que l'euro est soutenu par une certaine convergence en matière de croissance et de taux d'intérêt.

**Stratégies alternatives** : Les actifs réels procurent un revenu et offrent une certaine protection contre l'inflation. Les hedge funds bénéficient de la volatilité accrue des actions.

### 1<sup>er</sup> scénario baissier : i) La baisse simultanée de la croissance et de l'inflation incite les banques centrales à intervenir

**Macroéconomie** : Forte baisse de la croissance des pays développés, entraînant des récessions plus profondes. L'affaiblissement des marchés du travail, la baisse des prix des matières premières et la chute rapide de l'inflation obligent les banques centrales à réduire radicalement les taux. Essoufflement de la reprise post-Covid de la Chine, obligeant les autorités à renforcer leurs mesures de relance monétaire. La Fed entame un important cycle de réduction des taux à l'automne. La BCE et la BoE continuent de relever leurs taux cet été, mais sont ensuite contraintes de faire brusquement volte-face et de commencer à les réduire fin 2023.

**Obligations** : Les rendements des emprunts d'État diminuent et les courbes de taux se repentissent. Léger élargissement des spreads IG et écartement marqué des spreads HY, mais la baisse des rendements des emprunts d'État améliorent les performances totales.

**Actions** : Performance totale négative pour les actions, sans toutefois atteindre les plus bas enregistrés en octobre dernier. Les bénéficiaires sont durement pénalisés, surperformance des actions de bonne qualité mais aussi des valeurs de croissance par rapport aux titres *value*. Les États-Unis surperforment les pays développés (hors USA) en raison du poids des valeurs de croissance, tandis que les marchés émergents sous-performent les marchés développés.

**Devises** : Le dollar et le yen s'apprécient par rapport aux devises cycliques, en raison de la quête de sécurité des investisseurs.

**Stratégies alternatives** : Les matières premières sont pénalisées, tout comme l'immobilier, alors que les hedge funds bénéficient d'une volatilité accrue (mais les obligations conservent le meilleur potentiel de diversification).

## 2<sup>nd</sup> scénario baissier : ii) La persistance de l'inflation empêche les banques centrales de prendre des mesures de soutien

**Macroéconomie** : Persistance de l'inflation sous-jacente en raison de la résilience de la consommation et des tensions sur les marchés du travail. La reprise en Chine s'accélère, ce qui fait monter les prix des matières premières. La Fed et la BoE portent toutes deux leurs taux vers 6 %, et ceux de la BCE dépassent les 4,5 %. Les taux plus élevés renforcent les dysfonctionnements dans l'économie, mais les banques centrales maintiennent des taux « plus élevés pendant plus longtemps » en raison de la persistance des pressions sur les prix.

**Obligations** : Les obligations perdent leur potentiel de diversification, les rendements des emprunts d'État à court terme augmentent en raison d'un taux terminal plus élevé et de la diminution des anticipations de baisse des taux. Élargissement des spreads IG sous l'effet du ralentissement de la croissance et écartement prononcé des spreads HY en prévision de taux de défaut supérieurs à leurs moyennes à long terme.

**Actions** : La résilience des bénéficiaires à court terme est compensée par une baisse des valorisations, entraînant des performances totales négatives, les marchés estimant que les banques centrales devront faire face à un ralentissement plus sévère. Les valeurs de bonne qualité surperforment. Les États-Unis sous-performent les pays développés (hors USA) en raison d'une baisse plus importante des valorisations.

**Devises** : Le dollar se renforce par rapport aux devises cycliques, l'aversion au risque entraînant une accélération des flux vers les valeurs refuges.

**Stratégies alternatives** : Les actifs réels surperforment grâce à la protection qu'ils offrent face à l'inflation et les hedge funds bénéficient d'une volatilité accrue. Le *private equity* et le crédit privé sont sous pression.

## Scénario haussier : Un environnement idéal caractérisé par une croissance soutenue et un ralentissement de l'inflation

**Macroéconomie** : La croissance reste vigoureuse tandis que l'inflation ralentit : l'augmentation de l'offre de main-d'œuvre ralentit la croissance des salaires, malgré un chômage qui reste stable, et les effets de base font baisser le reste des composantes du panier d'inflation. La reprise s'accélère en Chine avec l'augmentation des investissements des entreprises, mais sans entraîner de hausse importante des prix des matières premières. Les banques centrales vont dans le sens de l'anticipation actuelle des marchés (baisse des taux) car le reflux de l'inflation permet aux taux de renouer avec des niveaux plus neutres.

**Obligations** : Baisse modeste des rendements des emprunts d'État. Le crédit surperforme les marchés de taux et les obligations HY font mieux que les titres IG, sur fond de resserrement des spreads sur tous les segments du crédit. Environnement idéal pour la dette des pays émergents.

**Actions** : Scénario le plus favorable aux actions. Les anticipations de bénéfices augmentent à mesure que les marchés tablent sur la réaccélération prévue pour 2024, et les valorisations continuent à se redresser. Les actions de bonne qualité sous-performent et les valeurs cycliques surperforment les valeurs défensives.

**Devises** : Dépréciation du taux de change effectif du dollar américain.

**Stratégies alternatives** : Les actifs réels génèrent un revenu et contribuent à l'appréciation du capital, en raison de la baisse des taux d'intérêt. Les performances des hedge funds sont médiocres dans un contexte de faible volatilité.

---

Le Programme Market Insights fournit des données et des commentaires détaillés sur les marchés financiers internationaux sans aucune référence à des produits d'investissement. Conçu comme un outil permettant aux clients d'appréhender les marchés et d'accompagner leur prise de décision en matière d'investissement, le programme examine les répercussions des statistiques économiques actuelles et de l'évolution des conditions de marché. 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 2023 JPMorgan Chase & Co. Tous droits réservés.

Source de l'image : Shutterstock.

LV-JPM54277 | 06/23 | FR | 09gl232806143724