

Perspectives d'investissement 2024

Trop tôt pour crier victoire



Auteurs

Karen Ward

Responsable de la stratégie EMOA

Paola Toschi

Stratège de marché

Tilman Galler

Stratège de marché

Vincent Juvyns

Stratège de marché

Hugh Gimber

Stratège de marché

Max McKechnie

Stratège de marché

Natasha May

Analyste de marché

Zara Nokes

Analyste de marché

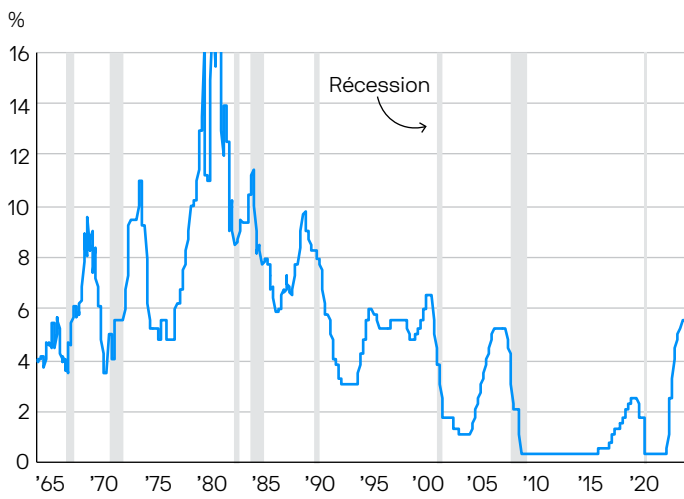
Résumé

- Alors que 2024 approche à grand pas, la vigueur persistante de l'activité économique et la baisse récente de l'inflation incitent de plus en plus d'investisseurs à anticiper un atterrissage en douceur.
- Nous sommes un peu plus sceptiques vis-à-vis de ce scénario. Les économies occidentales sont certes moins sensibles aux taux d'intérêt que par le passé, mais nous pensons que les « décalages longs et variables » dans la transmission de la politique monétaire expliquent au moins en partie la résilience récente des économies.
- Il est trop tôt pour que les banques centrales crient victoire face à l'inflation et il est peu probable que les baisses de taux en 2024 puissent prévenir une détérioration de l'économie.
- Nous pensons donc que les taux d'intérêt pourraient baisser plus tardivement que ne le prévoit le marché, mais aussi que leur baisse sera plus importante qu'escompté.
- Les investisseurs ont tout intérêt à profiter des rendements actuellement disponibles sur le marché obligataire. Des actifs alternatifs ciblés pourraient renforcer le rôle que jouent les obligations en tant qu'instruments de diversification face à divers types de risques. Concernant les actions, avec les pressions que pourraient subir les marges des entreprises, mieux vaut privilégier les critères de qualité et de revenu.

Les anticipations des marchés se sont complètement infléchies au cours de l'année 2023. En début d'année, tout le monde ou presque pensait qu'une stagflation similaire à celle des années 1970 allait perdurer. Les banques centrales ayant tout fait pour ralentir l'activité, l'anticipation généralisée (y compris par nous-mêmes) d'une récession n'avait rien d'étonnant. C'est en effet le scénario habituel lorsque les taux d'intérêt augmentent aussi fortement.

Graphique 1 : Le resserrement des politiques monétaires provoque généralement des récessions

Taux des fonds fédéraux



Source : Réserve fédérale, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Les périodes de « récession » sont définies à partir des dates des cycles économiques du National Bureau of Economic Research (NBER) aux États-Unis. Données au 15 novembre 2023.

Cela n'a pas empêché les économies de faire preuve d'une solide capacité de résistance face à la hausse des taux. Si l'on ajoute à cela les signes de reflux de l'inflation héritée de la pandémie, le marché s'est progressivement mis à anticiper un atterrissage en douceur de l'économie. Les marchés obligataires attendent avec impatience les futures baisses de taux, les spreads sont proches voire inférieurs à leurs moyennes historiques sur la plupart des segments du crédit et les analystes actions prévoient une croissance à deux chiffres des bénéfices en 2024.

Si ce scénario se produisait, il constituerait un succès retentissant pour les banques centrales. Toutefois, nous recommandons vivement de ne pas crier victoire trop tôt. Les « décalages longs et variables » de la politique monétaire posent très souvent problème aux prévisionnistes économiques. Lorsque la confiance des ménages s'infléchit, le mouvement est rapide. En moyenne, lors des 12 dernières récessions, la croissance du PIB américain au cours du trimestre précédant la récession a été de 3 % en termes réels et de 7 % en nominal. S'il est difficile de prévoir la trajectoire des économies, anticiper le début d'une récession l'est encore plus.

Des décalages longs et variables

Si l'on veut se forger une opinion pour 2024, il faut répondre à la question suivante : les effets de la hausse des taux d'intérêt se font-ils encore ressentir ?

Si les économies parviennent à s'adapter à des taux d'intérêt plus élevés, l'impact sur les actifs risqués devrait être positif. En revanche, les obligations *core* pourraient être pénalisées car les marchés obligataires anticipent toujours vivement une baisse des taux. Cependant, si ce sont bien les « décalages longs et variables » dans la transmission de la politique monétaire qui se sont manifestés en 2023, les investisseurs devront se méfier des actifs risqués et profiter du profil rassurant des obligations de bonne qualité face aux baisses de taux attendues, voire peut-être même plus.

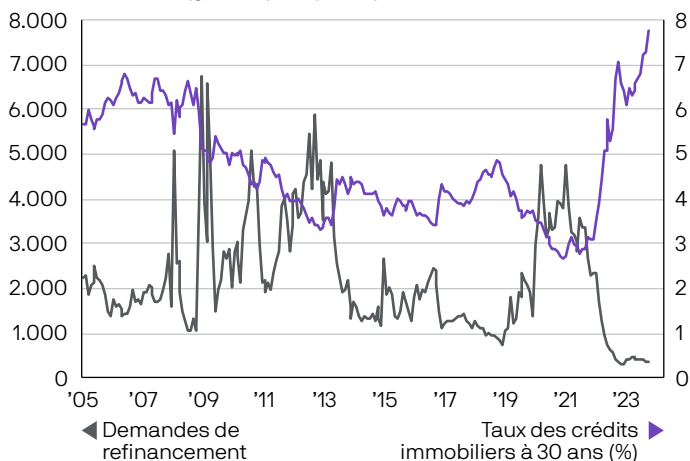
Plusieurs raisons peuvent expliquer la moindre sensibilité aux taux d'intérêt des économies occidentales. La dette globale du secteur privé est un peu moins élevée que la dernière fois où les taux d'intérêt ont atteint les niveaux actuels. Ces dernières années, ce sont les États qui ont accumulé le plus de dettes.

La dette immobilière existante a également été financée sur la base de taux d'intérêt à plus long terme. De nombreux ménages américains ont profité de la faiblesse des taux pendant la pandémie et l'échéance habituelle des crédits immobiliers est désormais de 30 ans. À moins qu'ils ne choisissent, ou ne soient contraints, de déménager, ils sont à l'abri des décisions de la Réserve fédérale.

Graphique 2 : De nombreux ménages américains ont profité de taux immobiliers bas

Demands de refinancement des crédits immobiliers aux États-Unis et taux immobiliers à 30 ans

Niveau de l'indice (gauche) ; % (droite)



Source : Federal Home Loan Mortgage Corporation, LSEG Datastream, Mortgage Bankers Association of America, J.P. Morgan Asset Management. Données au 15 novembre 2023.

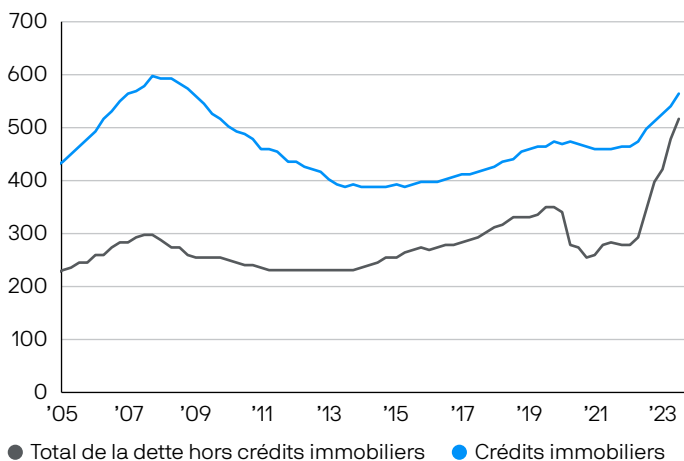
En Europe, les ménages ont également utilisé l'épargne accumulée pendant la pandémie pour apurer leurs dettes. En Europe, la proportion de ménages sans crédit est plus élevée qu'aux États-Unis et les taux ont commencé à augmenter mais à partir d'un niveau beaucoup plus bas. Toutefois, dans certains pays, le refinancement à des taux plus élevés va rester un frein majeur début 2024, notamment au Royaume-Uni.

La situation n'est pas aussi favorable concernant la dette non immobilière, avec des taux encore largement variables. Aux États-Unis, les dépenses totales consacrées aux paiements des intérêts ont nettement augmenté ces derniers mois et les retards de paiement sur les prêts automobiles et les cartes de crédit n'ont jamais été aussi élevés depuis plus de dix ans.

Graphique 3 : L'impact des taux d'intérêt sur les dettes non immobilières commence à se faire sentir

Paiements d'intérêts par les ménages américains

Milliards USD



Source : BEA, LSEG Datastream, J.P.Morgan Asset Management. Données au 15 novembre 2023.

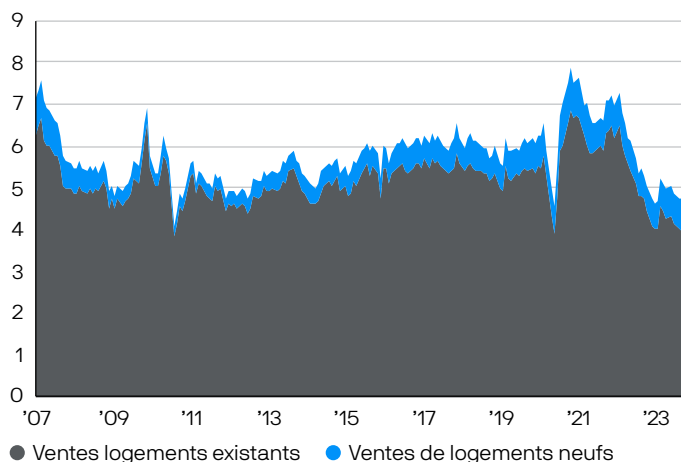
Les entreprises ont également profité de la faiblesse des taux ces dernières années. Mais le montant de la dette d'entreprises qui devra être refinancé à des taux plus élevés commencera vraiment à augmenter lors des deux prochaines années.

Le coût des nouveaux prêts est prohibitif. Les propriétaires américains doivent désormais s'acquitter d'un taux à 30 ans de près de 8 %, ce qui, sur la base des prix actuels des logements, ponctionnerait environ 26 % sur le revenu médian.¹ Au Royaume-Uni, les chiffres équivalents sont respectivement de 5 % (pour un taux fixe à 5 ans) et de 38 %.² Dans ces conditions, l'atonie de l'activité immobilière n'a rien d'étonnant. Les promoteurs immobiliers américains ont plutôt bien réussi à maintenir leur activité en proposant d'eux-mêmes des taux réduits, mais ces incitations ne semblent pas viables. Les dépenses en matière de construction et de logement devraient rester léthargiques.

Graphique 4 : Le marché immobilier américain est au point mort

Ventes de logements aux États-Unis

Millions, corrigés des variations saisonnières



Source : LSEG Datastream, National Association of Realtors, US Census Bureau, J.P. Morgan Asset Management. Données au 15 novembre 2023.

Nous ne sommes pas sûrs du tout que les économies puissent absorber facilement des taux d'intérêt de 5 % ou plus aux États-Unis et au Royaume-Uni, et de 4 % en zone euro. Nous pensons que les conséquences de la hausse des taux d'intérêt seront de plus en plus manifestes dans les données relatives aux dépenses des ménages et des entreprises au cours des prochains mois.

Les dépenses budgétaires reviennent sur le devant de la scène

L'un des facteurs ayant atténué l'incidence de la hausse des taux est la poursuite de politiques budgétaires expansionnistes. Aux États-Unis, plusieurs moratoires fiscaux mis en place lors de la pandémie, comme sur les remboursements de prêts étudiants, ont été maintenus pendant l'essentiel de l'année 2023. De plus, divers programmes de relance lancés pour plusieurs années et dotés de milliers de milliards de dollars ont été instaurés, notamment ceux institués par les lois CHIPS et Science Act, JOBS et IRA.

En Europe, les dépenses budgétaires sont également beaucoup plus élevées qu'au cours de la dernière décennie, sans toutefois atteindre l'ampleur de celles déployées aux États-Unis. Dans la zone euro, la principale mesure budgétaire a été le Fonds de relance de l'Union européenne (UE), mais sa mise en œuvre est très lente puisque 65 % des fonds doivent encore être dépensés.

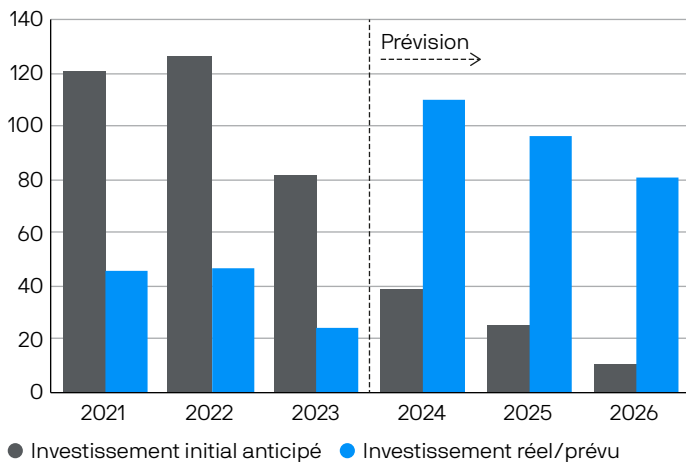
¹ Calculé à partir du prix médian des maisons individuelles existantes et du revenu familial médian, dans l'hypothèse d'un prêt à 80 %. Source : National Association of Realtors, J.P. Morgan Asset Management.

² Calculé à partir du prix moyen d'achat d'un logement pour les primo-accédants et du salaire moyen après impôt d'un actif adulte à temps plein, dans l'hypothèse d'un prêt à 80 %. Source : Nationwide, J.P. Morgan Asset Management.

Graphique 5 : L'Europe n'a pas encore dépensé l'intégralité de son Fonds de relance

Subventions du fonds de relance de l'UE

Milliards EUR



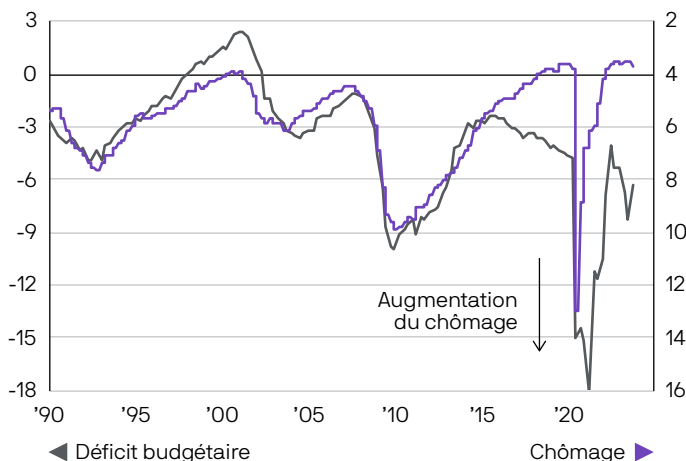
Source : Commission européenne, J.P. Morgan Asset Management. Les subventions versées sur la période 2024-26 reposent sur les estimations de JPMAM. Données au 15 novembre 2023.

Ces programmes de dépenses d'infrastructure soutiendront l'activité économique pendant un certain temps, mais les États devront à un moment donné se préoccuper de l'équilibre de leurs comptes publics. Un déficit budgétaire de 6 % aux États-Unis alors que le taux de chômage est proche d'un plus bas record n'est tout simplement pas tenable, d'autant plus que les banques centrales n'achètent plus de dette publique. Un tel déficit suggère également que les programmes des candidats à l'élection présidentielle de 2024 ne pourront pas reposer sur d'importantes réductions d'impôts.

Graphique 6 : Un déficit américain aussi élevé est préoccupant en raison de la faiblesse du taux de chômage

Déficit budgétaire et taux de chômage aux États-Unis

% du PIB nominal (gauche) ; % (droite)



Source : Bloomberg, BLS, Trésor américain, J.P. Morgan Asset Management. Données au 15 novembre 2023.

Prévoir l'évolution du comportement humain

La composante ultime de la résilience de l'économie, probablement la plus importante, est le comportement humain. Longtemps confinées en raison de la pandémie, de nombreuses personnes ont légitimement souhaité rattraper les expériences et les vacances manquées pendant cette période.

L'impact de cet « enthousiasme naturel » ainsi que l'épargne non-dépensée n'entrent pas dans le champ des données historiques et nos modèles ne peuvent tout simplement pas les prévoir. L'imprévisibilité des consommateurs, qui peuvent passer rapidement d'un excès d'optimisme à un pessimisme exacerbé, est l'une des principales raisons des décalages longs et variables de la transmission des politiques monétaires, ce qui explique pourquoi il est si difficile de prévoir l'évolution du cycle économique.

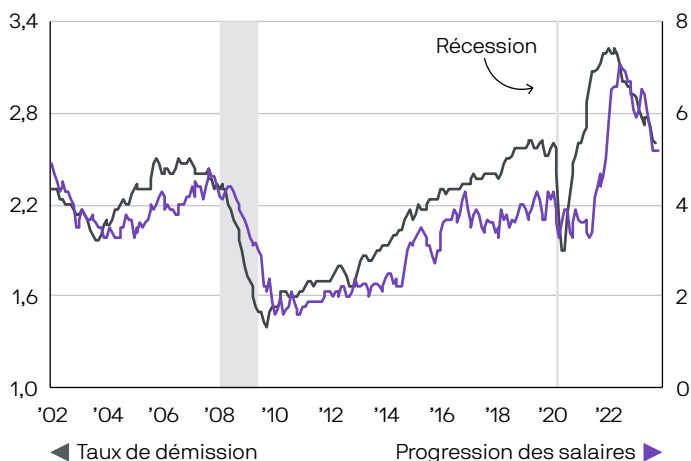
Pause prolongée des banques centrales

Bien que nous jugions provisoire la résilience actuelle de l'activité économique, nous observons fort heureusement des signes de ralentissement des pressions inflationnistes, non seulement au niveau global mais aussi au niveau des salaires. Compte tenu du fléchissement du marché du travail et de la baisse des pressions sur le coût de la vie, les travailleurs ne recherchent pas activement de nouveaux emplois avec la promesse d'un salaire plus élevé, comme c'était le cas il y a un an. C'est aux États-Unis que ce changement est le plus évident, mais l'Europe devrait connaître un phénomène similaire avec la baisse de l'inflation globale et des embauches.

Graphique 7 : Le marché du travail américain se détend

Taux de démission et croissance des salaires aux États-Unis

%, moyennes mobiles à trois mois, croissance des salaires en glissement annuel



Source : BLS, Réserve fédérale d'Atlanta, LSEG Datastream, J.P.Morgan Asset Management. La croissance des salaires est calculée par l'Atlanta Fed wage tracker. Les périodes de « récession » sont définies à partir des dates des cycles économiques du National Bureau of Economic Research (NBER) aux États-Unis. Données au 15 novembre 2023.

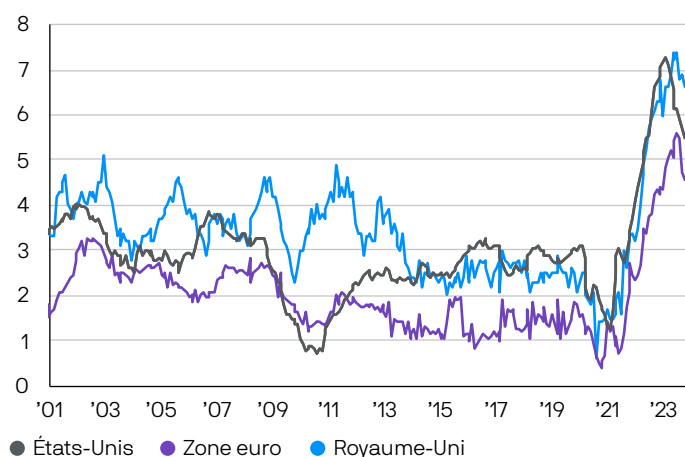
Le reflux de l'inflation globale a également été favorisé par un rebond modeste de l'économie chinoise. L'atonie de l'économie semblant désormais bien ancrée, les autorités s'efforcent de trouver un nouveau moteur qui ne repose pas sur les exportations ou les excès du secteur immobilier. Bien que le gouvernement chinois ait annoncé diverses mesures de relance, aucune n'équivaut aux programmes massifs du passé. Le pays devrait donc enregistrer une croissance beaucoup plus faible qu'au cours des dernières décennies.

Malgré ces signaux positifs, nous pensons que les banques centrales seraient mal avisées d'annoncer trop tôt leur victoire sur l'inflation. Nous refusons de croire à un retour du scénario à la « Boucle d'or ». On peut toutefois affirmer que le risque d'une inflation obstinément proche de 5 % est nettement plus faible qu'au début de l'année 2023.

Graphique 8 : L'inflation persiste dans le secteur des services, en particulier au Royaume-Uni

Inflation sous-jacente dans le secteur des services

Variation en % (GA)



Source : BLS, Eurostat, LSEG Datastream, ONS, J.P.Morgan Asset Management. L'inflation sous-jacente des services exclut les services énergétiques. Données au 15 novembre 2023.

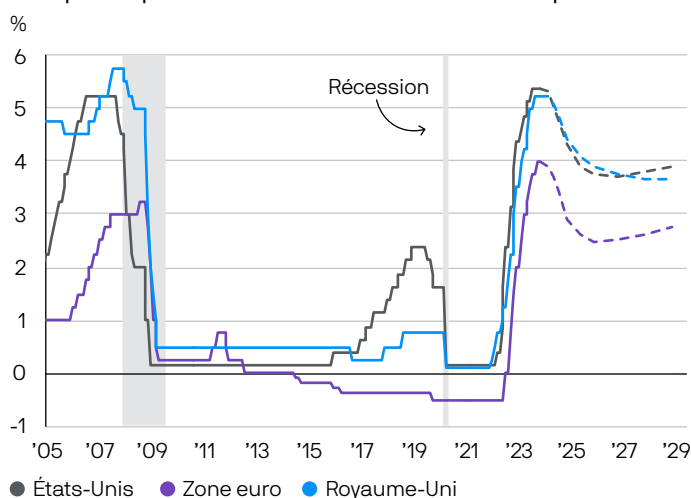
Et surtout, si l'inflation redescend de ses niveaux précédemment élevés, les banques centrales auront toute latitude pour réduire leurs taux, *si et quand les données économiques le justifieront*.

Il est très peu probable qu'elles procèdent à des baisses de taux préventives en l'absence d'un ralentissement marqué de l'activité. L'inflation étant restée supérieure à l'objectif pendant la majeure partie des trois dernières années, elles préféreront sûrement assouplir leur politique trop tard que trop tôt, afin de ne pas raviver les tensions inflationnistes qu'elles ont eu tant de mal à réduire. Selon une étude récente du Fonds monétaire international,³ les banques centrales ont souvent commis l'erreur de se réjouir prématurément, ce qui se traduit généralement par une inflation évoluant sur un plateau élevé, avant une nouvelle accélération.

Même si une approche plus prudente venait à entraîner des baisses de taux plus tardives que le marché ne l'anticipe actuellement, les banques centrales finiront selon nous par réduire leurs taux plus que prévu. Nous ne craignons donc pas une hausse continue des rendements obligataires dans la mesure où les données finiront par montrer qu'il s'agit d'un phénomène transitoire et non d'une tendance structurelle.

Graphique 9 : Les banques centrales vont probablement procéder à des baisses de taux plus tardives, mais plus prononcées que prévu

Anticipations par le marché des taux directeurs des banques centrales



Source : Banque d'Angleterre, Bloomberg, Banque centrale Européenne, Réserve fédérale américaine, 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 novembre 2023.

³ Fonds monétaire international, « One Hundred Inflation Shocks : Seven Stylized Facts », document de travail du FMI 23/190 (septembre 2023).

À ces incertitudes macroéconomiques s'ajoutent de nombreuses incertitudes politiques et géopolitiques dont l'évolution est à ce stade difficile à prévoir. Les guerres qui font toujours rage sur de multiples fronts pourraient provoquer de nouveaux chocs sur les prix des matières premières à l'échelle mondiale. Des élections très disputées auront lieu aux États-Unis et au Royaume-Uni, tandis que d'autres scrutins, comme à Taiwan, seront aussi au centre de l'attention en raison des tensions avec la Chine.

Dans les chapitres suivants, nous passons en revue les implications en matière d'investissement de ces perspectives macroéconomiques. Il est essentiel de faire preuve d'humilité face aux risques et de se préparer à tous les scénarios.

Les investisseurs ont tout intérêt à profiter des rendements actuellement disponibles sur les grands marchés obligataires. Bien que ces rendements soient inférieurs aux taux d'intérêt actuels des liquidités, les investisseurs doivent les considérer comme une prime d'assurance qui portera ses fruits si la récession se révèle plus brutale que ce que beaucoup anticipent. Nous pensons que les investisseurs doivent résister à la tentation de taux d'intérêt à première vue attractifs, mais qui sont selon nous un mirage.

Sans être onéreuses, les actions ne sont pas non plus spécialement bon marché, notamment si l'on tient compte des deux éléments suivants : les perspectives plus prudentes en matière de bénéfices et la différence entre le rendement réel (*earnings yield*) des actions et celui des obligations d'entreprises, qui n'a pas été aussi faible depuis plus de dix ans. Puisque des scénarios haussiers sont possibles, les investisseurs ne voudront probablement pas trop réduire leur exposition aux actions, et devraient plutôt privilégier les valeurs de qualité et celles qui versent des dividendes.

Sur un plan plus structurel, les investisseurs doivent également prendre conscience que la corrélation entre le prix des actions et des obligations ne sera plus aussi négative que par le passé. En particulier si l'économie mondiale est soumise à des chocs de coûts, dont la fréquence pourrait augmenter dans un monde plus fragmenté. Certains actifs appartenant à l'univers alternatif, ainsi que les matières premières, pourraient renforcer le rôle que jouent les obligations en assurant une protection contre de nombreuses configurations économiques.

Composer avec le calendrier politique

2024 sera une année chargée sur le plan électoral, puisque 40 scrutins seront organisés à l'échelle mondiale. Parmi les pays concernés figurent quatre des cinq pays les plus peuplés et, au total, ces élections devraient concerner plus de 40 % de la population et du PIB de la planète. Voir le détail des échéances électorales en annexe.

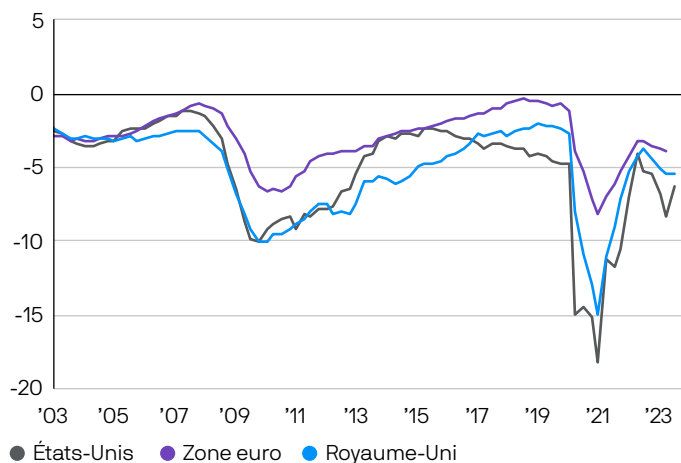
Parmi celles susceptibles d'avoir des répercussions sur les marchés mondiaux, les élections présidentielles de Taïwan seront particulièrement suivies en janvier. Les investisseurs devront notamment surveiller la position du futur gagnant vis-à-vis de la Chine. Les Indiens se rendront aux urnes en avril et le Premier ministre Narendra Modi tentera de remporter un troisième mandat. Des élections parlementaires se dérouleront dans l'Union européenne au cours de l'été, avant l'élection présidentielle américaine prévue en novembre. Au Royaume-Uni, la date des élections n'est pas encore connue, mais elles doivent être convoquées au plus tard le 17 décembre 2024.

Les promesses budgétaires du parti victorieux déterminent souvent la réaction des marchés. Par exemple, les réductions d'impôts promulguées par le président Trump en 2017 avaient entraîné un net rebond du marché boursier, dans le sillage des fortes révisions à la hausse des bénéfices. En 2024, cependant, compte tenu de la marge de manœuvre budgétaire limitée des États-Unis et du Royaume-Uni, les partis politiques auront du mal à accorder de nouvelles réductions d'impôts ou à mettre en place des programmes de dépenses massifs. Avec l'augmentation des coûts d'intérêt et des déficits déjà supérieurs à 6 % et 5 % du PIB aux États-Unis et au Royaume-Uni respectivement, les divergences des programmes économiques entre les partis de droite et de gauche seront certainement plus faibles que d'habitude.

Graphique 10 : L'importance des déficits limite les perspectives d'allègements budgétaires

Solde budgétaire du secteur public

% du PIB nominal



Source : Bloomberg, Eurostat, ONS, Trésor américain, J.P. Morgan Asset Management. Données au 15 novembre 2023.

Les opinions en matière de changement climatique et de politique étrangère des candidats aux élections américaines et britanniques seront également scrutées de près. Ce sera notamment le cas du rôle des États-Unis dans les conflits qui risquent de s'éterniser, tant en Ukraine qu'au Moyen-Orient.

Trois facteurs devraient toutefois limiter notre propension à ajuster le positionnement des portefeuilles en fonction des événements politiques.

Tout d'abord, ces dernières années, prédire le résultat des élections s'est avéré extrêmement difficile. Les sondages n'aident guère, même si la raison n'est pas claire. Les électeurs ne veulent peut-être pas révéler leurs penchants populistes aux sondeurs.

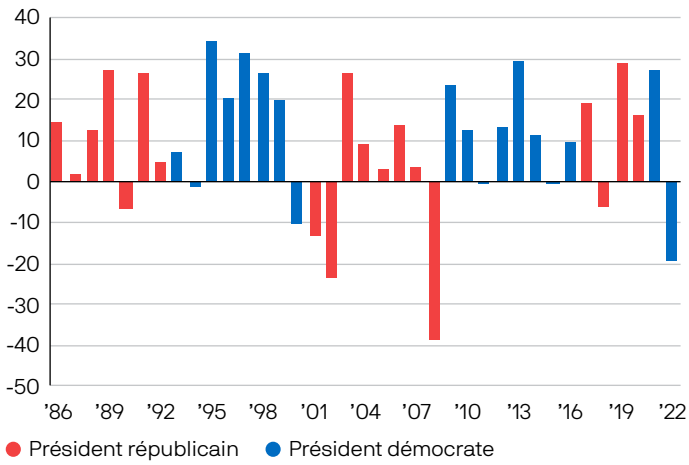
Deuxièmement, rien ne dit que les promesses de campagne finiront par être promulguées. Lors des trois dernières élections américaines, les candidats victorieux ont fait au total 700 promesses de campagne. Mais jusqu'à présent, bien moins de la moitié d'entre elles ont fait l'objet d'un texte législatif, selon les données de Politifact, en grande partie à cause de l'opposition du Congrès.

Enfin, rappelons qu'à long terme, il n'existe pas de corrélation claire entre le parti au pouvoir et les performances des marchés financiers. Les grands événements économiques, comme l'éclatement de la bulle technologique ou la crise financière, ont généralement un impact beaucoup plus prononcé sur les performances moyennes - quels que soient les gouvernements - que les gouvernements eux-mêmes.

Graphique 11 : La corrélation est très faible entre les partis au pouvoir et la performance des actions

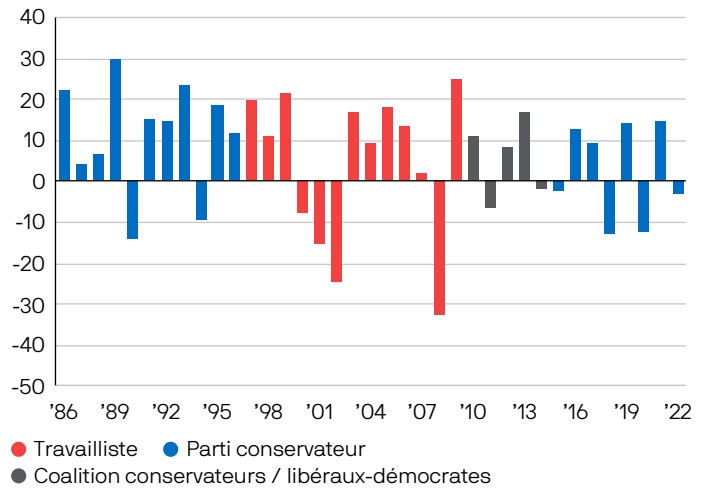
Performance du S&P 500

%, performance des cours sur année civile



Performance du FTSE All-Share

%, performance des cours sur année civile



Source : FTSE, LSEG Datastream, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Les couleurs représentent le parti au pouvoir pendant la majeure partie de chaque année. Les performances passées ne sont pas des indicateurs fiables des performances actuelles ou futures. Données au 15 novembre 2023.

Profiter des rendements actuels

Les rendements obligataires ont été volatils ces dernières années. Le rendement américain à 10 ans a même dépassé 5 % pour la première fois depuis 2007. Alors que 2024 approche, nous pensons que les taux d'intérêt à court et à long terme ont atteint leur pic et que les investisseurs devraient « sécuriser » les rendements actuellement offerts par les obligations de bonne qualité.

Les justiciers obligataires

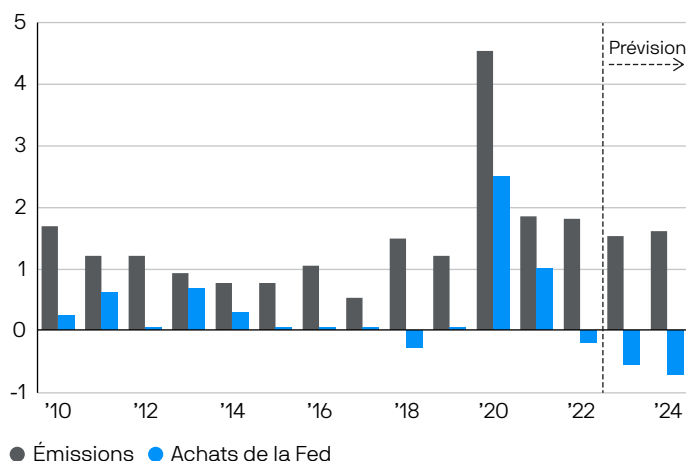
Pourquoi les rendements obligataires ont-ils autant augmenté ? L'une des explications tient au décalage entre l'offre et la demande sur les marchés des emprunts d'État, en particulier celui des bons du Trésor américain. Puisqu'un nombre considérable de dépenses publiques ont déjà été promulguées aux États-Unis, les émissions de dette publique pourraient dépasser la demande d'obligations alors que la Réserve fédérale n'achète plus de bons du Trésor.

À première vue, cette inadéquation entre l'offre et la demande semble justifiée. Les banques centrales ont absorbé une grande partie de la dette publique émise ces dernières années et veulent désormais réduire à tout prix leur bilan. Par ailleurs, en l'absence d'assouplissement quantitatif, le marché obligataire a toute latitude pour faire savoir aux États qu'ils jugent les programmes de dépenses trop généreux. En d'autres termes, les justiciers obligataires sont de retour, comme l'a appris à ses dépens l'ancienne Première ministre britannique Liz Truss.

Toutefois, si les investisseurs privés s'inquiétaient vraiment de la prodigalité incontrôlable des dépenses publiques, on aurait pu s'attendre à ce que la hausse des rendements soit due, au moins en partie, à des anticipations d'inflation plus élevées. Au contraire, leur évolution jusqu'au second semestre 2023 a été presque entièrement dictée par les rendements réels.

Graphique 12 : Les banques centrales n'absorbent plus les émissions de dette publique

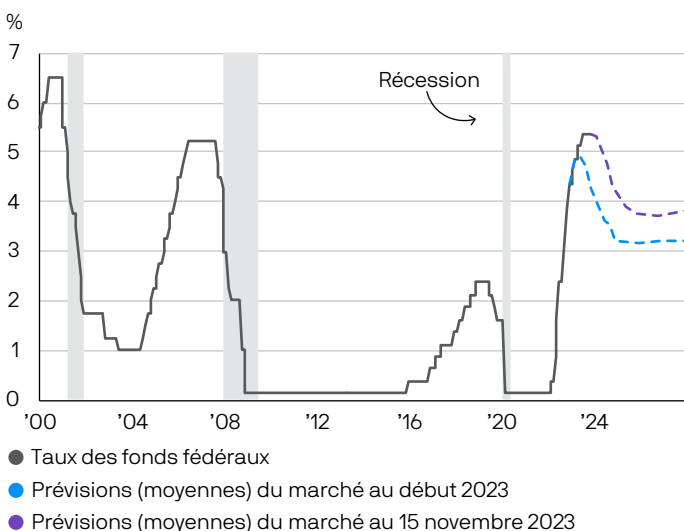
Émissions de dette publique américaine et achats de la Fed
En milliers de milliards USD



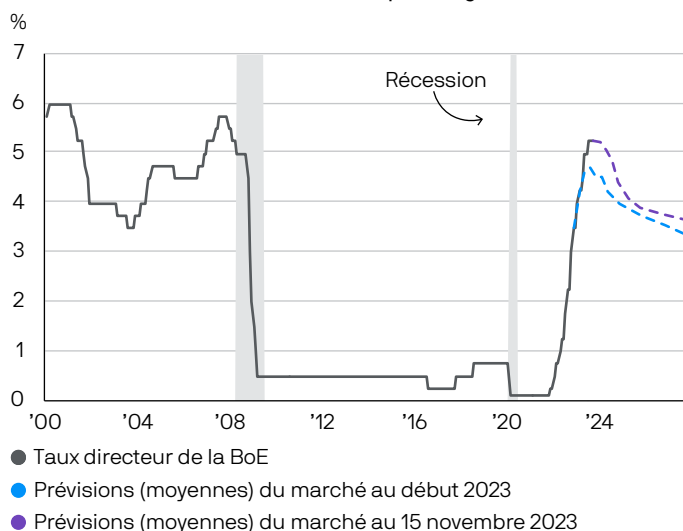
Source : CBO, Trésor américain, J.P. Morgan Asset Management. Données au 15 novembre 2023.

Graphique 13 : Les marchés ont pris acte des « taux durablement élevés »

Prévisions de taux directeurs de la Fed



Prévisions de taux directeurs de la Banque d'Angleterre



Source : Banque de l'Angleterre, Bloomberg, Réserve fédérale, J.P. Morgan Asset Management. Les prévisions du marché sont calculées sur la base des contrats à terme sur swaps indexés à un jour (OIS - Overnight Interest Swaps). Données au 15 novembre 2023.

L'explication de l'envolée des rendements obligataires la plus convaincante à nos yeux est simple : elle est due à la capacité de résistance plus forte que prévu de l'économie américaine face à la hausse des taux d'intérêt. Le marché a donc dû revoir sa perception du taux d'intérêt jugé durable ou « neutre ». Le taux neutre est parfois appelé « R-star » par les économistes. Il s'agit du taux d'intérêt qui prévaut en cas de plein emploi et d'inflation stable, de sorte que la politique monétaire n'est ni expansionniste ni restrictive.

Suivi du taux neutre

La poursuite de la hausse des rendements obligataires dépendra de ce que nous apprendrons sur le « R-star » dans les mois à venir. Si les économies résistent et/ou si l'inflation ne retombe pas à 2 %, les baisses de taux actuellement anticipées devront disparaître, voire de nouvelles hausses devront être anticipées, ce qui pourrait exercer des pressions à la hausse sur les rendements.

En revanche, si l'économie se détériore sous l'effet des taux d'intérêt actuels (notre scénario central), les marchés s'intéresseront au timing et à l'ampleur des baisses de taux potentielles. Par rapport aux anticipations de la mi-novembre, nous pensons que les banques centrales réduiront leurs taux d'intérêt plus tard que prévu, mais dans des proportions plus importantes. Cela entraînerait une baisse des rendements obligataires et pourrait permettre d'enregistrer une plus-value importante. Une baisse de 200 pb du rendement du Trésor américain à 10 ans au cours des 12 prochains mois se traduirait par une performance totale de 21 %.

En résumé, les obligations **core** offrent non seulement aux investisseurs un niveau de revenu attractif, mais aussi des gains en capital potentiels en cas de récession. Profiter des rendements actuels semble être un choix judicieux, même si la volatilité des obligations devrait rester élevée pendant un certain temps.

La sélectivité s'impose sur les marchés obligataires

Un semblant de sélectivité est toujours nécessaire. En Europe, certains gouvernements de la périphérie pourraient ne pas résister à la tentation d'une politique budgétaire expansionniste en 2024, ce qui constitue un risque. L'écart de rendement entre les obligations à 10 ans italienne et allemande est inférieur à 200 pb. Les titres souverains des grands européens de bonne qualité nous semblent donc plus intéressants que leurs homologues de la périphérie.

Les investisseurs privilégieront aussi probablement les marchés des obligations souveraines dont les perspectives de politique monétaire sont les plus favorables. Si aux États-Unis et en Europe, nous pensons comme beaucoup d'autres investisseurs que les taux directeurs ont atteint leur pic, ce n'est pas le cas au Japon. Comme la Banque centrale japonaise devrait poursuivre la normalisation de sa politique en 2024, les rendements des obligations nippones à long terme devraient encore subir des pressions haussières.

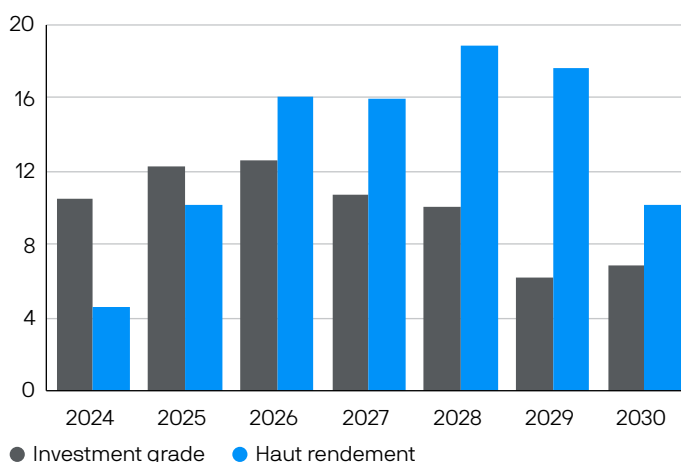
Les besoins de refinancement imposent une montée en qualité

Sur les marchés des obligations d'entreprises, les spreads des obligations de qualité (*investment grade*) et à haut rendement (*High yield*) ont bien résisté cette année grâce à la résilience relative de la croissance et à une activité de refinancement assez modeste. Un « mur de refinancement » à des taux d'intérêt beaucoup plus élevés se profile toutefois à l'horizon. À première vue, les titres arrivant à échéance 2024 devraient être parfaitement gérables. Mais comme les entreprises ont toutefois tendance à se projeter d'un an pour établir leurs besoins en capitaux, le niveau plus élevé des échéances en 2025 est un problème à solutionner dès 2024.

Graphique 14 : Le mur du refinancement

Titres de crédit arrivant à échéance (monde)

% de l'indice



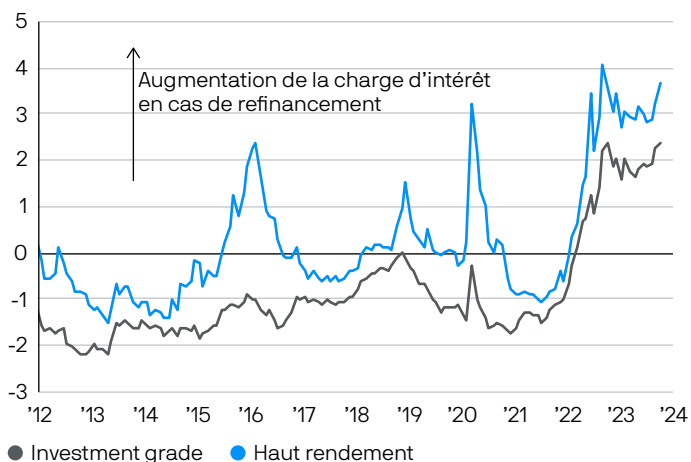
Source : Bloomberg, BofA, J.P. Morgan Asset Management. Oblig. *investment grade* (IG) : indice BofA Global Corporate ; Oblig. high yield (HY) : indice BofA Global Developed Market Non-Financial High Yield Constrained. Les échéances 2024 incluent les obligations qui ont été retirées de l'indice en raison d'une échéance résiduelle de moins d'un an. Les performances passées ne sont pas des indicateurs fiables des performances actuelles ou futures. Données au 15 novembre 2023.

La situation risque d'être plus problématique sur le segment du haut rendement que sur celui de l'*investment grade*. Les échéances imminentes sur les marchés à haut rendement ne sont pas aussi massives que sur celui des titres de qualité. Cependant, l'écart entre le coupon courant et le rendement de l'indice a augmenté, ce qui laisse augurer une hausse marquée des coûts d'intérêt lorsque les entreprises devront émettre des titres à des taux plus élevés.

Graphique 15 : Le coût des refinancements va augmenter

Coûts de refinancement des entreprises (monde)

Différence en points de % entre les rendements courants et le coupon moyen



Source : BofA, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Oblig. **investment grade** (IG) : indice BofA Global Corporate ; Oblig. high yield (HY) : indice BofA Global Developed Market Non-Financial High Yield Constrained. Les performances passées ne sont pas des indicateurs fiables des performances actuelles ou futures. Données au 15 novembre 2023.

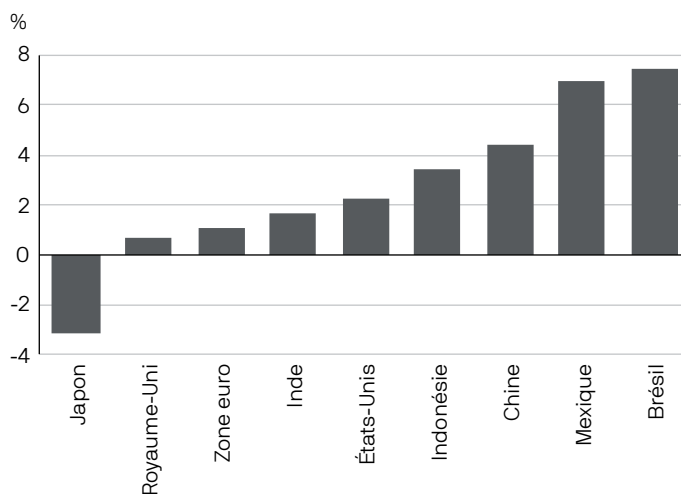
Dans ce contexte, nous préférons l'**investment grade** au **high yield**, car la performance totale du premier pourrait également bénéficier d'une sensibilité accrue aux taux si les rendements des emprunts d'État venaient à baisser.

Dette des marchés émergents

La dette des marchés émergents en devise locale s'est clairement distinguée en 2023, dans un contexte de baisse rapide de l'inflation et de stabilité des devises nationales. Les marchés locaux de la dette émergente ont profité de taux réels élevés et d'un assouplissement des politiques monétaires - en particulier en Amérique latine et en Europe de l'Est. Leurs perspectives sont toutefois plus incertaines. Les craintes sur le plan géopolitique renforcent le risque d'une appréciation du dollar américain, mais la marge de manœuvre dont disposent les banques centrales devrait favoriser les obligations locales en termes de durée.

Graphique 16 : Les banques centrales des pays émergents disposent d'une plus grande marge de manœuvre pour réduire leurs taux, grâce à des taux réels positifs

Taux réels



Source : Banco Central Brasil, Banco de Mexico, Bank Indonesia, BLS, BoE, BoJ, BCE, Eurostat, Réserve fédérale, IBGE, INEGI, India Ministry of Statistics & Programme Implementation, Japan Ministry of Internal Affairs & Communication, LSEG Datastream, National Bureau of Statistics of China, ONS, banque centrale chinoise, banque centrale indienne, Statistics Indonesia, J.P. Morgan Asset Management. Les taux réels sont calculés en déduisant le taux d'inflation global du taux directeur. Données au 15 novembre 2023.

Le resserrement des conditions de crédit aux États-Unis pénalise la dette des marchés émergents en devises fortes. Toutefois, les baisses de taux à venir de la Fed et l'assouplissement des conditions de crédit qui en découlera pourraient améliorer les perspectives de ce segment de marché au second semestre 2024. Enfin, dans un contexte où nous nous concentrons habituellement sur des actifs de la meilleure qualité, il convient de noter que les fondamentaux des marchés émergents continuent de s'améliorer, comme en témoigne la proportion croissante des pays notés A et AA dans l'univers.

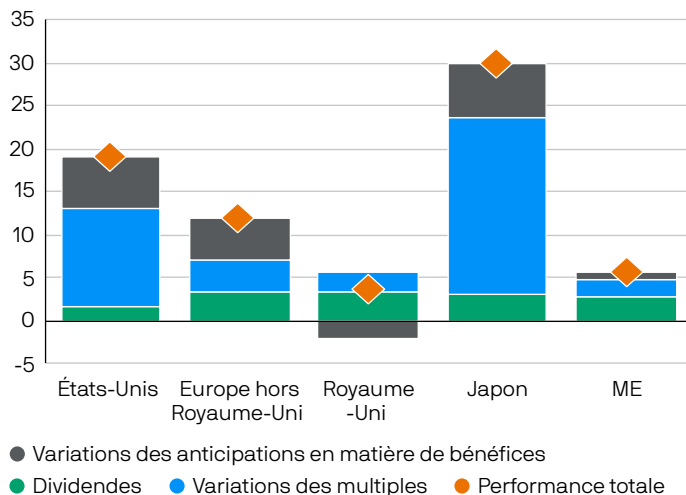
La résilience de l'économie mondiale en 2023 a permis aux indices actions d'enregistrer des performances positives dans toutes les grandes régions, mais les moteurs de ces performances ont nettement évolué. Le Japon se distingue clairement en devises locales (mais beaucoup moins en livres sterling ou en euros), à la faveur d'une augmentation des multiples de valorisation.

Actions : Problèmes de marges

Graphique 17 : La résilience des bénéfices a soutenu les actions en 2023

Décomposition des performances depuis le début de l'année

Sources de performance du marché actions, en %



Source : FTSE, IBES, LSEG Datastream, MSCI, S&P Global, 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 15 novembre 2023.

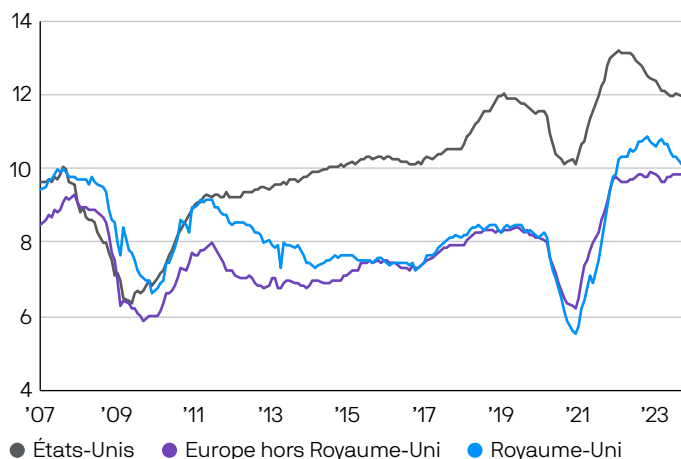
Ainsi, la plupart des grands marchés actions ne sont ni bon marché ni onéreux à l'approche de l'année 2024. Le marché américain affiche toujours une prime élevée par rapport à certains homologues, essentiellement sous l'impulsion de certaines très grandes capitalisations, dont certaines ont encore été à la hauteur des anticipations élevées en matière de bénéfices. En excluant les 10 valeurs les plus performantes, le multiple de valorisation du S&P 500 passe de 19 fois les bénéfices à 12 mois à 17 fois, un niveau plus raisonnable.

La question est désormais de savoir si ces valorisations bénéficient de prévisions trop optimistes en matière de bénéfices. Selon les prévisions du consensus pour 2024, la croissance attendue des bénéfices aux États-Unis (11 %) semble élevée. Les perspectives des marges nous préoccupent car il est peu probable que les entreprises disposent du même pouvoir de fixation des prix qu'en période de forte demande des consommateurs. Et pourtant, selon les prévisions actuelles des analystes, les marges des entreprises américaines vont renouer avec leurs records en 2024, et rester proches de ces niveaux au Royaume-Uni et en Europe.

Graphique 18 : Le ralentissement de l'activité pourrait peser sur les marges

Marges bénéficiaires

Écart des bénéfices par rapport aux ventes sur 12 mois glissants, en %



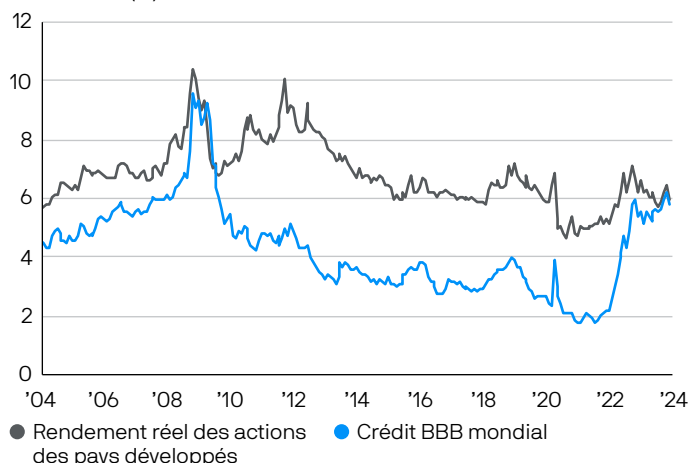
Source : FTSE, IBES, LSEG Datastream, MSCI, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. États-Unis : S&P 500, Europe hors R.-U. : MSCI Europe ex-UK, R.-U. : FTSE All-Share. Les performances passées ne sont pas des indicateurs fiables des performances actuelles ou futures. Données au 15 novembre 2023.

Les perspectives des actions semblent moins prometteuses que celles du crédit. Au cours des dix dernières années, le rendement réel des actions des marchés développés a été en moyenne supérieur d'environ 300 points de base à celui des obligations d'entreprises des marchés développés notées BBB. Aujourd'hui, cet écart est inférieur à 30 points de base.

Graphique 19 : Le marché actions est concurrencé par les rendements obligataires

Rendements des actions et du crédit

Rendement (%)



Source : BofA, IBES, LSEG Datastream, MSCI, J.P. Morgan Asset Management. Actions des marchés développés : MSCI World, Crédit BBB : Indice BofA Global BBB Corporate. Les performances passées ne sont pas des indicateurs fiables des performances actuelles ou futures. Données au 15 novembre 2023.

Identification d'opportunités

Sur les marchés actions, ce sont les valeurs de grande qualité qui emportent notre conviction, c'est-à-dire celles présentant des bilans solides, pilotées par des équipes de direction compétentes et capables de défendre leurs marges. Certaines de ces valeurs appartiennent naturellement au secteur technologique, mais il en existe également dans des secteurs plus cycliques comme l'industrie et les services financiers, ou encore dans des secteurs plus défensifs comme la santé.

Adopter une approche équilibrée mêlant les styles de **growth** et **value** nous semble un choix judicieux. En 2023, la dynamique de marché en la matière s'est révélée fascinante. En général, un contexte de hausse des rendements favorise les secteurs **value** au détriment de leurs homologues **growth** à durée plus longue, et c'est ce qui s'est passé en Europe, au Japon et sur les marchés émergents. Cette année, les valeurs de croissance ont surperformé les titres **value** uniquement aux États-Unis, ce qui rend la surperformance des méga-capitalisations technologiques encore plus remarquable, mais soulève également des questions quant à la viabilité de cette tendance. Si un scénario macroéconomique plus favorable finit par s'imposer, ce sont surtout les secteurs à biais **value** qui devraient en profiter.

Sur les marchés actions, les stratégies axées sur le revenu possèdent également un solide profil. Même si les prévisions de bénéfices venaient à être dégradées, nous pensons que les faibles taux de distribution et les bilans solides vont procurer aux directions une bonne marge de manœuvre pour redistribuer du cash aux actionnaires.

D'un point de vue géographique, les valorisations des actions européennes sont raisonnables en termes absolus, mais extrêmement attractives par rapport à leurs homologues américaines, avec une décote de 30 % par rapport à l'indice S&P 500. Un tel niveau a été observé pour la dernière fois au lendemain de la crise financière mondiale. Cette situation ne tient pas seulement à la composition sectorielle dans la mesure où les entreprises européennes présentent actuellement une décote supérieure à la moyenne dans de nombreux secteurs.

Alors que l'environnement macroéconomique européen a clairement été plus dégradé qu'aux États-Unis cette année, cet aspect négatif semble désormais intégré dans les cours, d'autant que les entreprises des indices européens ne génèrent que 40 % de leurs chiffres d'affaires sur leur territoire national. À l'inverse, la capacité de surperformance du marché américain par rapport aux marchés européens cette année dépendra largement des « 7 magnifiques », ces grandes capitalisations technologiques qui devront être à la hauteur des anticipations élevées en matière de bénéfices.

Le potentiel de hausse du marché britannique ne devrait pas reposer sur un rebond des multiples de valorisation. Ce marché est en effet moins onéreux que beaucoup d'autres (ce qui est le cas depuis un certain temps) et les catalyseurs d'un retournement de situation se font rares. Au contraire, l'attractivité relative du Royaume-Uni réside probablement dans ses caractéristiques défensives. L'indice FTSE 100 affiche le rendement du dividende le plus élevé de tous les marchés développés et les actions britanniques présentent un bêta relativement faible par rapport aux actions mondiales. Sans oublier la pondération élevée du secteur de l'énergie, qui pourrait être source de diversification si la hausse des prix du pétrole venait à remettre en question la tendance désinflationniste.

Les indices de référence japonais ont bénéficié de l'envolée des rachats d'actions et de l'espoir d'une sortie de l'économie nippone de son marasme (faible croissance et faible inflation). Le principal risque reste l'évolution de la devise car la Banque du Japon abandonne progressivement sa politique de contrôle de la courbe des taux. Compte tenu de l'ampleur du rebond déjà observé, le potentiel hausse des actions japonaises nous semble désormais limité.

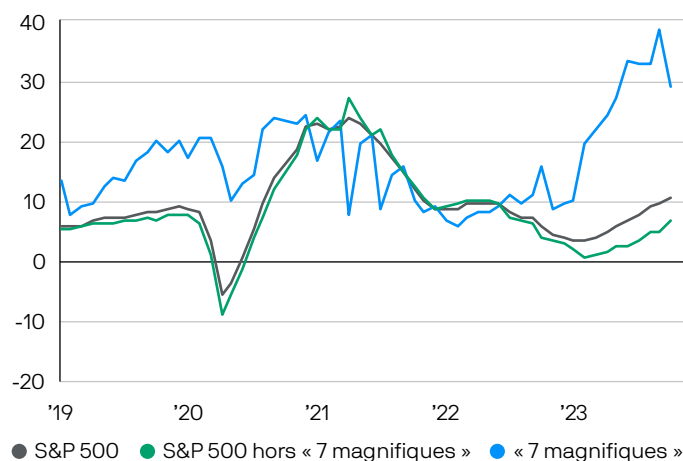
En Chine, les dernières mesures de relance budgétaire devraient être favorables aux perspectives de croissance, en soutenant la confiance des ménages et les bénéfices. En matière de valorisation, une grande partie des mauvaises nouvelles macroéconomiques semble également intégrée dans les cours, les multiples ayant d'abord augmenté avant de renouer avec leur niveau initial au cours des 12 derniers mois. En l'absence d'un plan de relance massif, les inquiétudes suscitées par le secteur immobilier et/ou les perspectives géopolitiques devront se dissiper pour que les multiples augmentent à nouveau.

En résumé, comme la trajectoire de l'économie reste incertaine en 2024, il semble prudent d'adopter une approche diversifiée sur le plan géographique. Aux États-Unis, les grandes capitalisations technologiques vont devoir continuer à se surpasser pour atteindre des anticipations de bénéfices toujours plus élevées. Un atterrissage en douceur de l'économie devrait profiter aux régions plus cycliques, comme l'Europe et les marchés émergents, tandis qu'en cas de ralentissement plus marqué, le marché britannique devrait profiter de ses caractéristiques plus défensives.

Graphique 20 : Les mégacapitalisations doivent répondre à des anticipations de bénéfices très élevées

Anticipations de bénéfices à 12 mois

Variation en % (GA)



Source : IBES, LSEG Datastream, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Les performances passées ne sont pas des indicateurs fiables des performances actuelles ou futures. Données au 31 octobre 2023.

Des actifs alternatifs ciblés pour des risques ciblés

La corrélation négative entre les prix des actions et des obligations est un pilier essentiel de la construction des portefeuilles depuis près de deux décennies. La résurgence de l'inflation en 2022 a inversé cette relation. Les obligations et les actions se sont en effet inscrites en baisse sous l'effet du relèvement des taux directeurs afin de résorber les pressions persistantes sur les prix. Malgré le net reflux de l'inflation cette année, les corrélations entre actions et obligations sont restées obstinément positives, ce qui complique la tâche des investisseurs cherchant à construire des portefeuilles diversifiés.

Graphique 21 : La corrélation entre les actions et les obligations ne sera pas aussi négative au cours de la prochaine décennie

Corrélation entre le S&P 500 et les bons du Trésor américain à 10 ans
Corrélation sur un an glissant, sur la base des performances hebdomadaires



Source : LSEG Datastream, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Les performances passées ne sont pas des indicateurs fiables des performances actuelles ou futures. Données au 15 novembre 2023.

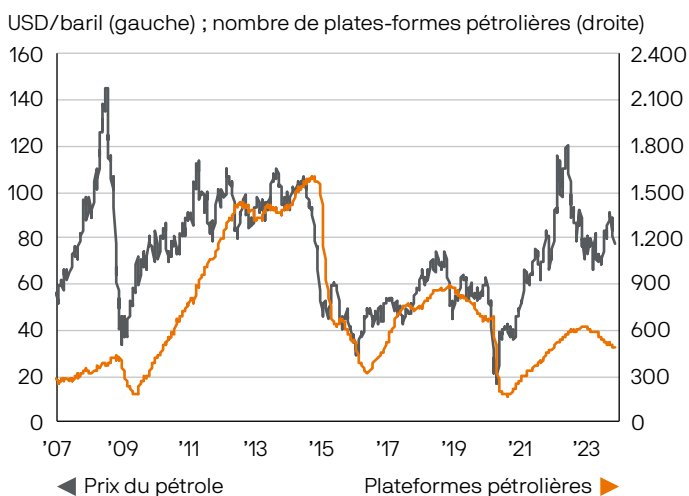
Dans le cadre de notre scénario central pour l'économie en 2024, nous pensons que la corrélation entre les actions et les obligations va redevenir négative. Le fléchissement de la croissance finira par faire retomber l'inflation vers son objectif, ce qui devrait permettre aux banques centrales de réduire leurs taux pour soutenir l'économie.

Un tel scénario faciliterait la diversification des portefeuilles en 2024. Nous anticipons toutefois une volatilité accrue de la corrélation actions/obligations dans les années à venir, car la volatilité de l'inflation restera également plus élevée à moyen terme.

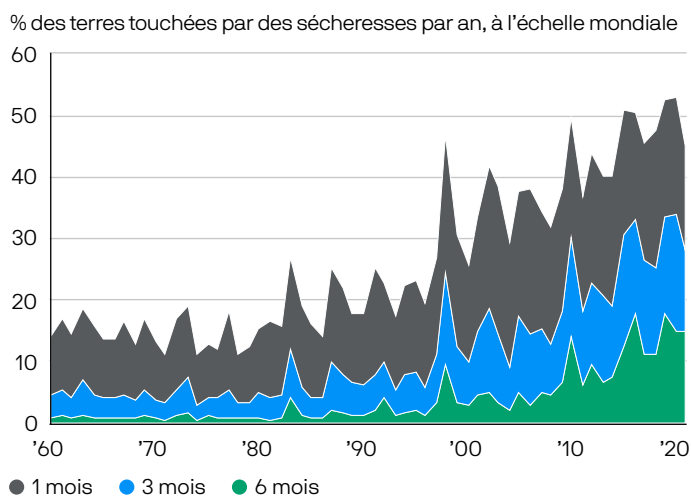
Le changement climatique est déjà source d'une volatilité accrue des prix des denrées alimentaires, avec par exemple des sécheresses importantes en Inde l'été dernier. Le rythme de la transition énergétique devrait donc être scruté de près. Et bien que de nombreuses sources d'énergie éolienne et solaire soient désormais moins chères que les énergies reposant sur les combustibles fossiles, d'importantes fluctuations de prix sont à prévoir en raison du caractère intermittent des énergies renouvelables. Par ailleurs, le rôle joué par les fournisseurs américains sur les marchés pétroliers ces dix dernières années pour atténuer la volatilité des prix - via une augmentation de la production en cas de hausse des prix et vice versa - n'est plus aussi prégnant.

Graphique 22 : Le pétrole et les événements climatiques pourraient entraîner des chocs de coûts

Prix du pétrole brut WTI et nombre de plateformes pétrolières américaines



Terres touchées par la sécheresse



Source : (gauche) Baker Hughes, Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management. (droite) Global Standardised Precipitation-Evapotranspiration Index Database, 2021. Beguería, S et al, « The Lancet Countdown on Health and Climate Change » : rapport 2022, J.P. Morgan Asset Management. Les performances passées ne sont pas des indicateurs fiables des performances actuelles ou futures. Données au 15 novembre 2023.

Toutes ces nouvelles tendances devraient accroître la volatilité de l'inflation, et donc le caractère imprévisible de la corrélation entre actions et obligations.

Une corrélation actions/obligations moins négative va imposer aux investisseurs d'utiliser différents actifs pour diversifier leurs risques. Les obligations resteront le principal instrument de diversification en cas de récessions désinflationnistes, scénario dans lequel les banques centrales peuvent intervenir. Mais si c'est le niveau trop élevé de l'inflation qui pose problème (et non une croissance trop modeste), il faudra recourir à une panoplie plus large d'instruments de diversification.

Les actifs réels, comme les infrastructures privées et le bois, sont donc appelés à jouer un rôle plus important dans les portefeuilles. Ces classes d'actifs présentent une corrélation

historique assez faible avec les actifs traditionnels, comme nous l'avons constaté en 2022, et peuvent donc souvent offrir des sources de diversification face à des chocs inflationnistes qui se traduisent par des périodes de corrélation positive entre les actions et les obligations.

Pour les investisseurs n'ayant pas accès aux véhicules du marché privé, d'autres instruments de diversification sont disponibles. Certains actifs cotés, comme les fonds d'investissement immobilier (REIT), ont été décevants ces derniers temps en raison d'une volatilité comparable à celle des actions, sous l'effet de la hausse des rendements. Mais les stratégies dédiées aux matières premières et les hedge funds (qui bénéficient souvent d'une volatilité accrue des marchés) pourraient également protéger les portefeuilles en cas de baisse simultanée des actions et des obligations.

Graphique 23 : Identifier des actifs alternatifs décorrélés

Corrélations entre marchés publics et privés

Corrélations reposant sur les performances trimestrielles

	2008-2023	Obligations mondiales	Actions mondiales
Actifs financiers	Obligations mondiales	1,0	
	Actions mondiales	0,4	1,0
Immobilier mondial	Immobilier core US	-0,3	0,0
	Immobilier core Europe	-0,2	0,1
Actifs réels	Matières premières	-0,2	0,0
	Infrastructures core internationales	-0,1	0,1
	Transport	-0,2	0,0
	Bois	-0,2	-0,1
Marchés privés	Prêts directs	0,1	0,7
	Private Equity	0,3	0,9
Hedge funds	Equity Long/Short	0,3	0,9
	Macro	0,0	0,3

Source : Bloomberg, Burgiss, Cliffwater, FactSet, HRFI, LSEG Datastream, MSCI, NCREIF, J.P. Morgan Asset Management. Actions internationales : indice MSCI AC World ; Obligations mondiales : indice Bloomberg Global Aggregate ; Immobilier *core* américain : indice NCREIF Property – Open End Diversified Core Equity ; immobilier européen : indice MSCI Global Property Fund - Continental Europe ; Prêt direct : Indice Cliffwater Direct Lending ; Infrastructures mondiales : indice MSCI Global Quarterly Infrastructure Asset (combinaison équipondérée) ; Bois : indice NCREIF Timberland Total Return ; Matières premières : indice Bloomberg Commodity. Les performances du *private equity* sont pondérées dans le temps (données Burgiss). Les indices de hedge funds sont ceux de HFRI. Transport : les performances sont celles d'un indice J.P. Morgan Asset Management. Tous les coefficients de corrélation sont calculés à partir des performances totales trimestrielles entre le 30/06/08 et le 31/03/23. Les performances sont indiquées en USD. Les performances passées ne sont pas des indicateurs fiables des performances actuelles ou futures. Données au 15 novembre 2023.

Les taux des liquidités sont un mirage

Alors que les taux d'intérêt à court terme sont à leur plus haut niveau depuis 2008, on comprend aisément pourquoi les liquidités sont aussi tentantes. Si les investisseurs peuvent obtenir 4 à 5 % sans risque de perte de capital, pourquoi s'exposeraient-ils aux actions ? Et comme les obligations à long terme n'offrent pas de rendement plus élevé, pourquoi faudrait-il prendre un risque de taux d'intérêt plus élevé ?

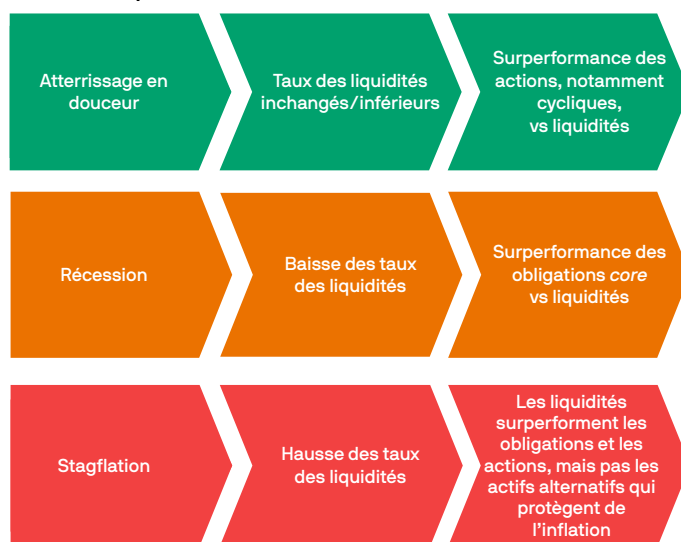
Mais la rémunération actuelle des liquidités n'est qu'un mirage. Ils finiront probablement par disparaître à mesure que la récession se rapprochera. S'ils devaient rester élevés, ce serait en raison d'une évolution profonde du contexte d'investissement.

Passons en revue les trois trajectoires les plus probables pour l'économie mondiale :

En cas d'atterrissage en douceur (les économies résistent mieux que prévu et l'inflation n'est pas préoccupante), les liquidités peuvent être plus intéressantes que les emprunts d'État, les banques centrales n'ayant pas besoin de procéder aux baisses de taux d'intérêt actuellement anticipées. Pourtant, dans ce scénario, certains segments du marché actions pourraient gagner du terrain grâce à la dissipation du risque de récession, et surperformer les liquidités. Ce potentiel de hausse pourrait même être très élevé dans les secteurs cycliques du marché, comme les petites capitalisations, dont les valorisations sont actuellement modestes.

En cas de récession modeste, notre scénario central, l'impact des taux d'intérêt finit par se faire ressentir. Les dépenses de consommation s'essouffent, les entreprises réduisent leurs investissements et le fléchissement du marché du travail entraîne une récession modeste qui contribue à ramener l'inflation vers l'objectif fixé. Dans ce scénario, les taux attractifs des liquidités actuellement disponibles disparaîtraient en un an, car les banques centrales, convaincues d'avoir accompli leur mission, commenceraient alors à assouplir leur politique monétaire. Le fait de disposer d'importantes poches de liquidités implique donc un risque de réinvestissement important. Les obligations *core* seraient donc susceptibles de surperformer, comme elles l'ont fait au cours des deux années qui ont suivi chaque cycle de hausse des taux américains depuis le milieu des années 1980.

Graphique 24 : Les liquidités ne seront probablement pas la meilleure option



Source : J.P. Morgan Asset Management, novembre 2023.

Enfin, la stagflation, scénario dans lequel l'économie piétine et les taux d'intérêt ne sont pas abaissés, est sans doute le plus difficile à gérer et c'est là que les liquidités peuvent être intéressantes. Les banques centrales pourraient être contraintes d'augmenter encore leurs taux dans une tentative désespérée de conserver leur crédibilité et d'ancrer les anticipations d'inflation. Les actions seraient pénalisées par une dégradation des perspectives de bénéfices et les obligations perdraient du terrain, les investisseurs étant obligés de réajuster leurs prévisions d'évolution des taux d'intérêt.

Cependant, dans ce contexte, certains instruments pourraient néanmoins surperformer les liquidités, tant en termes nominaux qu'en termes réels. Les meilleures solutions pour

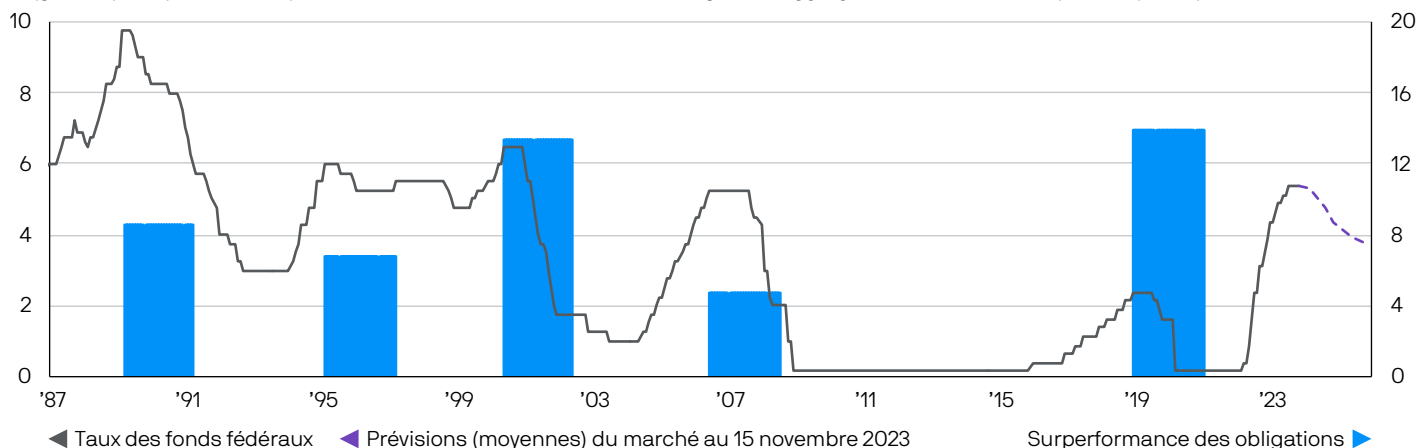
faire mieux que les liquidités seront à trouver sur les marchés privés, les actifs réels comme les infrastructures et le bois ayant de grandes chances de réitérer leurs bonnes performances de 2022. Parmi les solutions liquides, citons également les actions liées aux matières premières et les stratégies de hedge funds.

Les liquidités sont encore moins attractives sur un horizon de temps plus long. Un dollar investi en 1900 sur les marchés monétaires aurait valu seulement 2 dollars en 2022 en termes réels, c'est-à-dire corrigés de l'inflation. Sur la même période, les obligations auraient rapporté 9 dollars. Les actions auraient été de loin les plus performantes en termes réels, en générant 2 600 dollars. Profiter de la sécurité des liquidités n'est jamais une stratégie d'investissement judicieuse à long terme.

Graphique 25 : Les obligations surperforment les liquidités une fois le pic des taux passé

Performance relative des obligations américaines vs liquidités après les pics de taux

% (gauche) ; en points de %, performance relative sur deux ans des obligations *aggregate* américaines vs liquidités (droite)

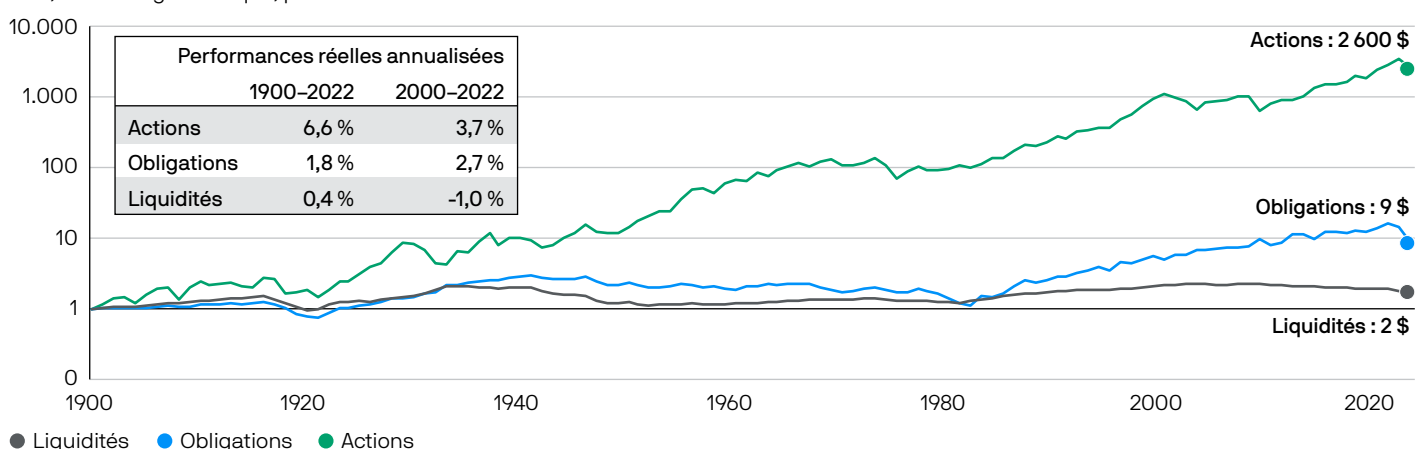


Source : Bloomberg, Bloomberg Barclays, Réserve fédérale, ICE BofA, J.P. Morgan Asset Management. Les prévisions du marché sont calculées sur la base des contrats à terme sur swaps indexés à un jour (OIS - Overnight Interest Swaps). Liquidités : ICE BofA 3-Month Treasury Bill ; Obligations américaines : indice Bloomberg Barclays US Aggregate. Les performances passées ne sont pas des indicateurs fiables des performances actuelles ou futures. Données au 15 novembre 2023.

Graphique 26 : Les liquidités ne dominent jamais à long terme

Performance totale de 1 dollar en valeur réelle

USD, échelle logarithmique, performances totales



Source : Bloomberg, Bloomberg Barclays, FactSet, Shiller, Siegel, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Performance avant 2010 : Shiller, Siegel ; à compter de 2010 : Actions : S&P 500 ; Obligations : Indice Bloomberg Barclays US Treasury 20+ year Total Return ; Liquidités : Indice Bloomberg Barclays US Treasury Bills Total Return. Les performances passées ne sont pas des indicateurs fiables des performances actuelles ou futures. Données au 15 novembre 2023.

Scénarios et risques

Notre « scénario central » macroéconomique sur un horizon de 12 mois prévoit des récessions modestes. L'environnement « Boucle d'or » repose sur un boom de la productivité, tandis que le scénario d'un « atterrissage en douceur » semble le plus plausible compte tenu des anticipations actuelles des marchés actions et obligataires. La stagflation serait probablement le scénario le plus difficile pour la plupart des investisseurs, mais certaines stratégies axées sur les actifs alternatifs et les matières premières pourraient surperformer les liquidités.

Récessions modestes (scénario central)

Macroéconomie : Les économies développées basculent dans des récessions modestes. La faiblesse de la croissance fait retomber l'inflation vers les objectifs des banques centrales. Les taux d'intérêt sont finalement abaissés, mais de manière réactive et non proactive, mais évoluent des niveaux encore bien supérieurs à ceux datant d'avant la pandémie.

Marchés : Baisse modérée des actions et surperformance des stratégies axées sur la qualité et le revenu. Environnement propice aux obligations *core*, les rendements bénéficiant de l'anticipation de nouvelles baisses de taux par les marchés.

Scénario idéal

Macroéconomie : La croissance mondiale accélère à nouveau et l'inflation continue à baisser. En effet, l'accélération de la croissance de la productivité et l'augmentation de la population active dissipent les tensions sur les marchés du travail. Les taux d'intérêt sont légèrement abaissés et des réductions plus significatives s'avèrent inutiles compte tenu de la solidité de l'activité économique.

Marchés : Scénario le plus favorable aux actions, avec un bêta plus élevé et une surperformance des secteurs moins bien valorisés, comme les petites capitalisations. Les obligations *core* génèrent des flux de revenus soutenus, mais les rendements évoluent en dents de scie.

Atterrissage en douceur

Macroéconomie : La croissance reste proche ou légèrement inférieure à sa tendance dans les pays développés et l'inflation se rapproche du seuil de 2 %. Les taux d'intérêt sont progressivement ramenés à un niveau « neutre », mais des baisses de taux plus importantes se révèlent inutiles.

Marchés : Scénario le plus en phase avec les anticipations actuelles des marchés actions et obligataires. Les obligations *core* offrent des rendements similaires à ceux des coupons, tandis que les marchés actions évoluent dans un corridor étroit.

Stagflation

Macroéconomie : La persistance de l'inflation oblige les banques centrales, craignant de perdre leur crédibilité, à augmenter les taux d'intérêt, qui deviennent encore plus restrictifs. Malgré les dommages causés à l'économie mondiale, les taux sont maintenus en territoire restrictif en raison des pressions inflationnistes élevées, ce qui a pour conséquence d'aggraver la récession.

Marchés : Environnement très négatif pour les actions, avec des pressions sur les bénéfiques et les multiples de valorisation. La hausse des rendements des obligations *core* entraîne des pertes, sous l'effet d'une corrélation obstinément positive entre actions et obligations. Les stratégies axées sur les actifs réels et les matières premières surperforment les liquidités, et les hedge funds enregistrent également de bonnes performances sur fond de volatilité accrue.

Annexe - EMEA

Royaume-Uni

Les élections législatives britanniques ne sont pas encore programmées, mais doivent être convoquées avant le 17 décembre 2024. Le parti conservateur sortant, dirigé par le Premier ministre Rishi Sunak, cherche à regagner la confiance de l'électorat, après des sondages défavorables ces deux dernières années.

UE

Les élections au Parlement européen sont prévues du 6 au 9 juin 2024. Le Parti populaire européen (PPE) devrait rester le groupe le plus représenté au Parlement européen, mais les sondages indiquent qu'il pourrait perdre des sièges par rapport à 2019.

Russie

L'élection présidentielle est prévue en mars 2024.

Ukraine

L'élection présidentielle doit se tenir en Ukraine le 31 mars 2024, conformément à la constitution. En raison de l'invasion du pays par la Russie, l'application de la loi martiale pourrait entraîner un report du scrutin.

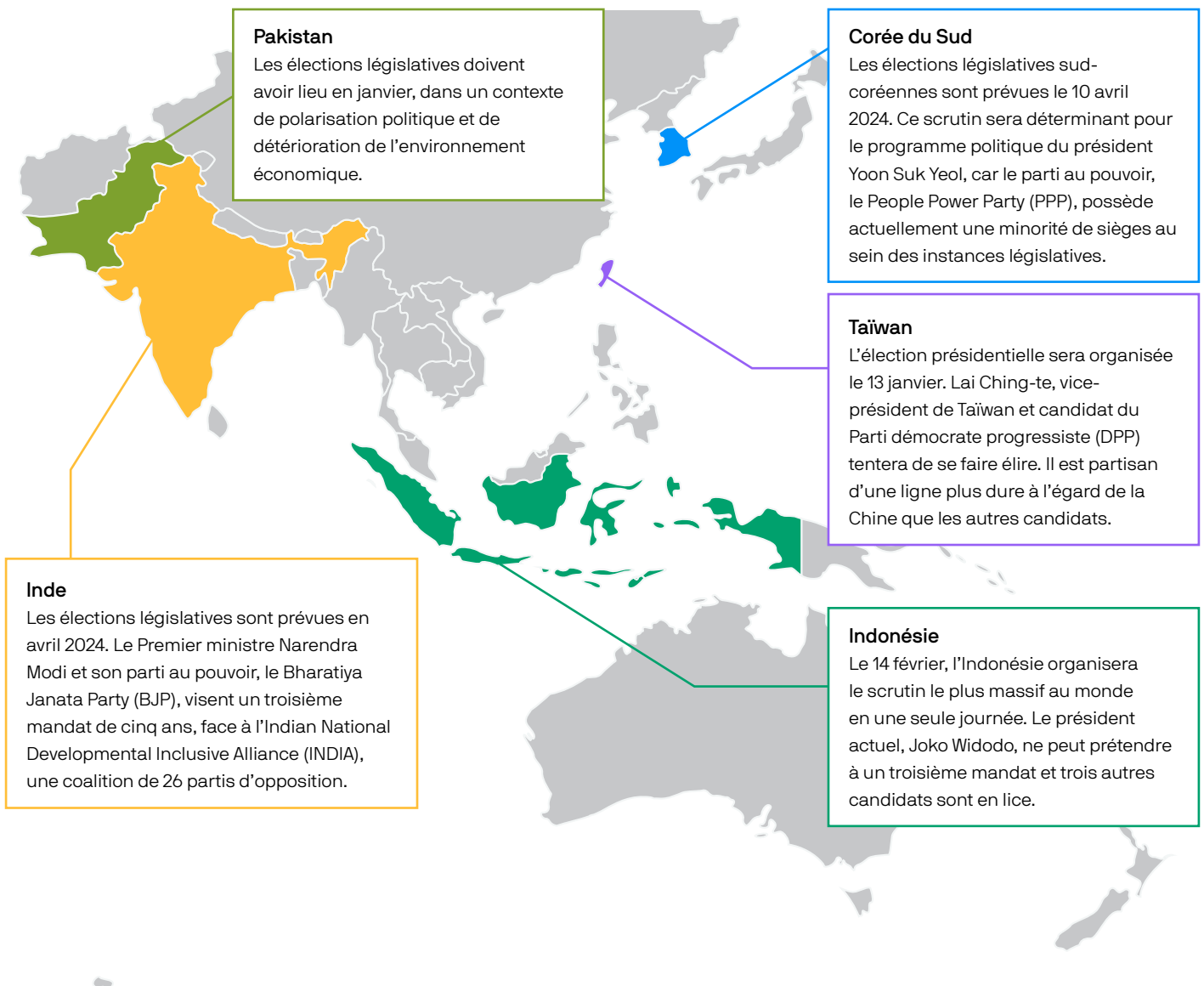
Afrique du Sud

Les élections législatives prévues l'année prochaine (date à confirmer) pourraient être les plus disputées depuis l'Apartheid en Afrique du Sud. Après trois décennies au pouvoir, le Congrès national africain (ANC) cherchera à conserver sa majorité, alors que le pays est confronté à diverses problématiques économiques et sociales.

Annexe - Amériques



Annexe - APAC



Auteurs



Karen Ward
Stratégiste de marché en
chef zone EMEA



Paola Toschi
Stratégiste de marché



Tilmann Galler
Stratégiste de marché



Vincent Juvyns
Stratégiste de marché



Hugh Gimber
Stratégiste de marché



Max McKechnie
Stratégiste de marché



Natasha May
Analyste de marché



Zara Nokes
Analyste de marché

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. 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 : Getty Images.

LV-JPM54456 | 11/23 | FR | 09vg23281120653