

Opinions sur l'allocation d'actifs

Thèmes et conclusions du sommet stratégique Multi-Asset Solutions

Auteurs

John Bilton

Directeur de la stratégie,
Multi-Asset Solutions

Jeff Geller

CIO Amériques,
Multi-Asset Solutions

Gary Herbert

Co-CIO Amériques,
Multi-Asset Solutions

Jed Laskowitz

CIO et directeur des solutions
de gestion d'actifs

Yaz Romahi

Directeur de l'investissement,
Solutions quantitatives

Katy Thorneycroft

Directrice de la gestion de portefeuille,
Multi-Asset Solutions

Synthèse

- Notre scénario de base prévoit une croissance inférieure à la tendance accompagnée d'un ralentissement progressif de l'inflation, avec une probabilité de récession ramenée à 25 % (au lieu de 35 %) pour les deux ou trois prochains trimestres. Sachant que le risque lié aux résultats économiques peut désormais évoluer dans un sens comme dans l'autre, les investisseurs doivent tenir compte de la convexité des performances à la hausse comme à la baisse.
- Les principaux risques à la baisse sont le durcissement des conditions d'accès au crédit et la possibilité d'une nouvelle accélération de l'inflation, tandis qu'à la hausse, un rebond cyclique des stocks, une reprise des revenus réels et la solidité des bilans des entreprises et des ménages pourraient prolonger le cycle.
- Nous maintenons une surpondération de la durée et une légère surpondération des liquidités. Sachant que les corrélations actions-obligations suivent la baisse de l'inflation, nous privilégions l'ajout sélectif de positions plus risquées dans les portefeuilles par le biais des actions, du crédit ou des devises cycliques. Nous sommes ainsi passés en position neutre sur les actions tout en conservant un positionnement neutre sur le crédit.
- Le niveau élevé des taux monétaires constitue un frein à la prise de positions directionnelles plus marquées dans de nombreuses catégories d'actifs ; il existe toutefois des opportunités en matière de valeur relative et d'alpha lié à des valeurs spécifiques.

Les différences observées entre la fin du premier et du deuxième trimestre 2023 en ce qui concerne les niveaux de marché et la trajectoire de la politique monétaire sont suffisamment frappantes pour que l'on puisse s'étonner qu'il s'agisse toujours de la même année. Alors que le premier trimestre s'était terminé sur la crainte que les difficultés des banques régionales américaines se transforment en véritable crise financière, avec un risque accru de récession au second semestre, le deuxième trimestre a finalement été marqué par la résilience de la croissance, la résorption des tensions bancaires et une hausse de 7 % de l'indice S&P 500, porté par la thématique de l'intelligence artificielle (IA) et le changement de ton soudain de la Réserve fédérale (Fed). L'évocation d'une pause imminente dans les hausses de taux a ainsi été remplacée par l'annonce d'un taux terminal plus élevé au vu du dynamisme de l'activité économique.

S'il est vrai qu'une telle volte-face est susceptible de déboussoler les investisseurs, nous pensons malgré tout que le risque de récession s'est réduit pour le reste de l'année. L'économie est confrontée à une croissance légèrement inférieure à la tendance, mais avec des risques dans les deux sens. D'un côté, l'inversion de la courbe des taux et le durcissement des conditions d'accès au crédit entretiennent la crainte d'une contraction. De l'autre, la possibilité d'un rebond cyclique des stocks, la légère reprise des revenus réels et la solidité des bilans des entreprises et des ménages laissent à penser que le cycle actuel pourrait se prolonger. Nous estimons que la probabilité d'une récession s'élève désormais à 25 % pour les deux ou trois prochains trimestres (au lieu de 35 % précédemment), sachant que le risque le plus tangible pour cette année et la suivante est celui d'une nouvelle accélération de l'inflation.

Au niveau mondial, on commence à observer des décalages dans la croissance et les politiques monétaires. Les États-Unis se montrent peut-être plus résilients que prévu, l'Europe a traversé une légère récession technique sans grand effet sur les marchés d'actifs, et la croissance chinoise a carrément déçu. Le Japon semble quant à lui bénéficier de la vigueur de la demande intérieure dans un contexte de réouverture économique et de normalisation des chaînes d'approvisionnement. En revanche, le spectre de la

stagflation oblige la Banque d'Angleterre à relever ses taux, tout en sachant que cela pourrait conduire à une lente asphyxie de la consommation britannique.

Ce revirement de situation commence à produire des différentiels exploitables sur les marchés de devises et d'actifs. Toutefois, au niveau global, l'émergence de risques économiques dans les deux sens empêche les investisseurs de prendre des positions directionnelles significatives. L'attrait des taux monétaires constitue de plus en plus un obstacle supplémentaire à surmonter pour prendre des risques directionnels en toute confiance. Nous préférons par conséquent rechercher de l'alpha sur des valeurs spécifiques au sein des classes d'actifs et sur des positions de valeur relative entre actifs, plutôt que de prendre des décisions directionnelles au niveau des classes d'actifs. Ce point de vue pourrait évoluer au cours des prochains mois, mais pour le moment, la flexibilité du portefeuille semble un choix prudent.

Au niveau des classes d'actifs, nous surpondérons les obligations avec une conviction plus faible qu'elle ne l'était au trimestre précédent et avons fait passer les actions en position neutre. Pour que les choses soient claires, il ne s'agit pas là d'une invitation à se précipiter pour acheter des actions ; nous pensons plutôt que le cycle de révision à la baisse des bénéfices de ces derniers mois est en train de se rapprocher de son point d'inflexion. Bien que les actions se soient redressées au cours du dernier trimestre, le positionnement n'est pas tendu, le sentiment reste prudent et une croissance des bénéfices à un chiffre serait cohérente avec notre scénario de base d'une croissance inférieure à la tendance et d'un ralentissement progressif de l'inflation.

À 15,5, le coefficient de capitalisation des actions de l'indice MSCI ACWI est conforme à sa moyenne sur 10 ans et nous paraît justifié sur la base de notre scénario de référence. Un portefeuille avec une surpondération de la durée qui surperformerait en cas de scénario plus négatif nous laisse la possibilité d'accroître le risque actions (dans les moments de repli ou de manière sélective sur nos marchés favoris du Japon et du Royaume-Uni), car les actions renforcent la convexité des rendements dans les scénarios haussiers. Avec le recul de l'inflation, la corrélation actions/obligations devrait se réduire, ce qui apportera un soutien supplémentaire aux portefeuilles équilibrés composés de ces

deux classes d'actifs. Les taux monétaires élevés sont toutefois un obstacle au portage de ces portefeuilles, surtout lorsque les marchés d'actions n'affichent pas de direction claire. C'est la raison pour laquelle nous conservons une légère surpondération des liquidités.

En supposant qu'il n'y ait pas de récession au cours des prochains trimestres, le crédit pourrait afficher de bonnes performances tout en atténuant le souci du portage dans les portefeuilles équilibrés. Même si les taux de défaillance ont légèrement augmenté aux États-Unis, quittant leur plancher historique de 0,23 % pour atteindre 1,49 % à l'heure actuelle, nous pensons que les spreads et surtout les rendements totaux offrent une rémunération raisonnable, surtout si l'exposition au crédit est gérée en privilégiant les titres de meilleure qualité.

En bref, notre analyse de la situation économique est moins circonspecte qu'elle ne l'était il y a trois mois, sans pour autant se traduire par des changements radicaux dans le positionnement des portefeuilles. Nous sommes conscients des risques qui existent dans les deux sens et estimons que la combinaison d'une surpondération de la durée avec des positions axées sur le potentiel de hausse (actions, obligations d'entreprises ou devises procycliques comme l'euro) constitue un bon point de départ pour les portefeuilles multi-actifs. La persistance de l'inflation ou, au pire, son redémarrage, constitue le principal risque de ce point de vue. La poursuite de la baisse régulière de l'inflation, la résilience de la consommation et un taux terminal conforme aux projections de la Fed seraient toutefois favorables à nos portefeuilles, les marchés d'actifs affichant des performances positives, bien que peu spectaculaires.

Synthèse et principales idées pour nos solutions multi-actifs

La synthèse et les principales idées sont examinées en profondeur au cours de notre sommet stratégique. Elles reflètent les analyses fondamentales collectives des gérants et des équipes de recherche au sein de notre groupe Multi-Asset Solutions et forment des perspectives communes sur lesquelles nous revenons et que nous testons régulièrement dans toutes nos discussions sur l'allocation d'actifs. Ces idées nous permettent d'orienter nos allocations et de veiller à ce qu'elles soient reflétées dans l'ensemble de nos portefeuilles.

- Baisse de la probabilité de récession, scénario de base prévoyant une croissance inférieure à la tendance (environ 1,5 % aux États-Unis) avec des risques dans les deux sens
- L'inflation devrait rester supérieure à l'objectif en 2023, conduisant à une politique monétaire toujours axée sur le resserrement
- L'attrait des taux monétaires est un obstacle important à surmonter pour l'achat d'autres actifs
- Les obligations à plus long terme offrent un revenu satisfaisant dans le scénario de référence et une protection en cas de baisse
- Le portage du crédit a son intérêt, mais nous continuons de privilégier la qualité
- Les révisions à la baisse des BPA sont largement derrière nous dans notre scénario de base, mais la concentration des performances est un souci pour les actions
- Perspectives mitigées pour les actions des marchés émergents, la réouverture de la Chine ne parvenant pas à stimuler les BPA
- Principaux risques : persistance ou redémarrage de l'inflation conduisant à de nouvelles hausses de taux ; prudence des entreprises ; durcissement supplémentaire des conditions d'accès au crédit ; aggravation de la situation géopolitique

Opinions en matière d'allocation d'actifs

Ces avis par classe d'actifs s'appliquent sur un horizon de 12 à 18 mois. Les flèches vers le haut ou vers le bas indiquent une évolution positive (▲) ou négative (▼) de notre avis depuis le sommet stratégique du trimestre précédent. Ces avis ne doivent pas être interprétés comme une recommandation de portefeuille. La présente synthèse de nos avis par classe d'actifs illustre notre niveau de conviction et nos préférences relatives concernant un large éventail d'actifs, mais reste indépendante de nos considérations de construction de portefeuille.

Classe d'actifs	Opportunités	Pondération		Var.	Conviction			
						● Sous-pondération ● Neutre ● Surpondération		
Principales classes d'actifs	Actions	○	●	○	▲	La baisse des probabilités de récession et la résilience accrue de la croissance semblent indiquer que le cycle de révision à la baisse des bénéfices est prêt à s'inverser, le positionnement n'est pas tendu.		
	Duration	○	○	●		Modérée	Les rendements sont proches du haut de la fourchette dans la plupart des scénarios ; les risques liés à l'augmentation du coût de portage et à la persistance de l'inflation affaiblissent la conviction.	
	Crédit	○	●	○			Les spreads se sont resserrés, mais ils surcompensent encore les risques de défaillance ; les rendements totaux sont attrayants ; préférence pour les titres de meilleure qualité	
	Liquidités	○	○	●		Faible	Les taux monétaires proches de 5 % sont attrayants et représentent un obstacle au portage des autres actifs ; les liquidités font également office de réserve de munitions	
Préférences par classes d'actifs	Actions	Grandes capitalisations US	○	●	○		La concentration des performances est un souci, mais en dehors des méga-capitalisations, les valorisations technologiques sont dans la lignée des moyennes à long terme et les TRE sont en train de se redresser	
		Petites capitalisations US	●	○	○		Faible	Ont récemment connu des liquidations forcées de positions courtes sur les banques et d'autres secteurs, mais restent vulnérables face au coût plus élevé du capital
		Europe	○	●	○			Les révisions de bénéfices se tiennent bien et les valorisations sont raisonnables, mais les chiffres économiques commencent à marquer le pas par rapport aux attentes
		Royaume-Uni	○	○	●	▲	Faible	Marché abordable (P/E deux fois inférieur à la moyenne à long terme) et soutenu par les signaux quantitatifs ; les risques liés à la baisse des prix des matières premières sont compensés par une composition sectorielle défensive.
		Japon	○	○	●		Faible	Excellente performance au deuxième trimestre ; l'amélioration de la discipline des entreprises et la bonne dynamique économique laissent présager de nouvelles hausses
		Marchés émergents	○	●	○			Perspectives mitigées : les valorisations sont conformes aux moyennes à long terme, mais les TRE continuent de décevoir et la dynamique de réouverture de la Chine est en train de s'atténuer.
	Obligations	Emprunts d'État américains	○	○	○	▲	Modérée	La Fed ralentit le rythme de ses hausses de taux et s'apprête à faire une pause ; l'inflation qui se modère et les rendements supérieurs à 3,75 % alimentent la demande
		Emprunts d'État du G4 (hors USA)	○	●	○	▲		La BCE est plus « hawkish » que les autres banques centrales et l'inflation reste un problème ; la Banque du Japon pourrait modifier sa politique au second semestre
		Dette EM en devise forte	●	○	○	▲	Faible	Les obligations à plus long terme apportent un certain soutien face au ralentissement de la croissance, mais le potentiel de réduction des spreads est limité
		Dette EM en devise locale	○	○	○		Faible	Attractive sur la base des rendements réels ; la perspective d'un affaiblissement à long terme de l'USD apporte un certain soutien aux devises locales
		Crédit IG	○	○	○		Faible	Les rendements totaux offrent un portage attrayant, surtout sur les échéances courtes ; la santé des entreprises reste solide.
		Crédit HY	○	●	○		Modérée	Les spreads se sont resserrés et les taux de défaillance ont augmenté, mais ils se situent encore à la moitié de la moyenne à long terme ; les rendements totaux sont attractifs
	Devises	USD	●	○	○		Faible	L'incapacité du dollar à se redresser dans les récentes turbulences du marché et la fin du cycle de hausse de la Fed laissent présager un pic de l'USD
		EUR	○	○	○		Faible	L'attitude relativement stricte de la BCE est source de soutien tandis que l'amélioration de la solidité institutionnelle renforce l'intérêt structurel de l'euro
		JPY	○	○	○		Faible	Fortement dépendant de l'évolution de la politique de la Banque du Japon et coûteux à détenir, mais l'espoir d'un ajustement du contrôle de la courbe des taux augmente au second semestre
		Devises émergentes	○	●	○			Situation mitigée pour les devises des pays émergents, mais la baisse du dollar par rapport à ses plus hauts soutient le sentiment ; la trajectoire de la Chine et du commerce mondial restent des éléments clés

Source : J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions ; avis basés sur les données et les informations disponibles en juin 2023. Informations fournies à titre purement indicatif. La diversification ne constitue pas une garantie de rendement des investissements et n'élimine pas le risque de perte. La diversification entre différentes options de placement et catégories d'actifs peut contribuer à réduire la volatilité globale.

Multi-Asset Solutions

L'équipe Multi-Asset Solutions de J.P. Morgan Asset Management gère plus de 238 milliards de dollars d'actifs et s'appuie sur une expertise d'envergure, ainsi que sur les capacités d'investissement de J.P. Morgan Asset Management. Notre recherche et nos analyses dans le domaine de l'allocation d'actifs constituent le fondement de notre processus de gestion. Ce dernier est soutenu par une équipe de recherche mondiale composée de plus de 20 professionnels dédiés et représentant plusieurs décennies d'expérience combinée dans un vaste champ de disciplines.

La grille d'allocation de Multi-Asset Solutions est le résultat d'un processus qui intègre :

- des éclairages qualitatifs, tenant compte des perspectives macrothématiques, des opinions sur le cycle économique, et des opportunités de marché tant systémiques que spécifiques,
- une analyse quantitative qui considère les inefficiences du marché, des modèles intra et inter-classes d'actifs, ainsi que des stratégies de valeur relative et directionnelles,
- des réunions consacrées à la stratégie et un dialogue continu entre les équipes de recherche et d'investissement. Ces échanges leur permettent d'échanger, d'élaborer et de tester les vues de la société en matière d'allocation d'actifs.

Au 31 mars 2023

Pour plus d'information, veuillez contacter votre interlocuteur J.P. Morgan Asset Management.

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 MiFIDII, les programmes JPM Market Insights et JPM Portfolio Insights sont des outils de communication marketing et ne relèvent pas des obligations de la MiFIDII et du MiFIR spécifiquement liées à la recherche en investissement. Par ailleurs, les programmes JPM Market Insights et JPM Portfolio Insights ne constituent 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.

LV-JPM54350 | 06/23 | FR | 09jf233006122525