

Opinions sur l'allocation d'actifs

Thèmes et implications évoqués au cours du Sommet Multi-Asset Solutions Strategy

T3 2018

AUTEUR



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

SYNTHESE

- Un premier semestre difficile pour les marchés d'actions ne fait pas obstacle à des prévisions positives pour la croissance mondiale en 2018. S'il est vrai que le rythme de la croissance s'est modéré, il reste supérieur à la tendance et, avec des prévisions et un positionnement sous une moindre pression, nous prévoyons de meilleures performances des actifs au second semestre.
- Les inquiétudes des investisseurs sur les risques extrêmes, d'abord concentrées sur un dépassement de l'inflation suscitant des hausses de taux plus rapides, ont évolué vers un atterrissage plus précoce que prévu de la croissance et une attrition consécutive des bénéfiques. Dans ce contexte, les obligations constituent une couverture du risque efficace pour le portefeuille ; avec des rendements réels orientés à la hausse, une durée plus élevée est moins coûteuse à détenir en portefeuille.
- Nous conservons une surpondération modérée sur les actions avec une préférence pour les actions américaines (U.S.) et émergentes ; nous mettons un terme à notre sous-pondération sur la durée et conservons un positionnement neutre sur le crédit et les liquidités. A la marge, la modération du rythme de la croissance mondiale contribue à atténuer notre conviction sur notre orientation favorable au risque mais l'aiguïsement de notre appétit pour la détention d'obligations en portefeuille atténue notre risque de façon satisfaisante.

OPINIONS SUR LES CLASSES D'ACTIFS (PAGE 3)

Max négative ●●●●● Neutre ● Max positive ●●●●●

Classes d'actifs		Ensemble des opportunités	Évolution	Négative	Neutre	Positive
PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS	Actions/obligations					
	Duration		▲			
	Crédit					
	Matières premières					
	Immobilier					
	Liquidités					
ACTIONS	U.S. large cap					
	U.S. small cap					
	Europe hors Roy-Uni		▼			
	Royaume-Uni					
	Japon					
	Asie Pacifique hors Japon					
	Marchés émergents					
	Immobilier direct					
PREFÉRENCES PAR CLASSES D'ACTIFS	REIT U.S.					
	Bons du Trésor U.S.		▲			
	TIPS U.S.					
	Euro, core (Bund)		▲			
	Euro, périphérie (BTP)					
	Gilts (Roy-Uni)		▲			
	JGB japonais					
	Obligations d'État canadiennes					
	Obligations d'État australiennes		▲			
	investment grade					
	High yield U.S.					
	High yield européen					
CREDIT	Dettes émergentes		▼			
	USD					
	EUR					
	GBP					
MARCHÉS DES CHANGES	JPY					

Si l'on se réfère au scénario de marché de début janvier, l'année 2018 ne s'est pas exactement déroulée comme prévu. Tout semblait pourtant si clair en début d'année : une croissance mondiale coordonnée et des bénéfiques en forte progression devaient se traduire par des plus-values au premier semestre avant que la hausse des taux ne rattrape son retard et finisse par gâcher la fête, ouvrant la voie à un second semestre plus difficile. Mais depuis fin mai, les performances totales des actions internationales ont été pour l'essentiel stables depuis le début de l'année, les États-Unis progressant de 2% et le reste du monde reculant de 2%. Dans le même temps, les rendements du 10 ans américain (U.S.) ont progressé de 50 points de base (pb) mais ceux du 10 ans allemand sont restés pour l'essentiel inchangés. Cette situation donne l'impression d'un second semestre se déroulant avec six mois d'avance.

Que s'est-il donc passé ? Si la croissance s'est modérée, elle reste supérieure à la tendance et les bénéfiques ont été satisfaisants ; il est certain que l'inquiétude géopolitique et les risques pesant sur le commerce mondial ont progressé mais le contexte macro-économique est dans l'ensemble favorable à la prise de risque. A notre avis, la dynamique tortueuse du marché au cours du premier trimestre de cette année était en partie liée à la dissipation d'un sentiment général effervescent et d'un positionnement tendu. Pour la suite de 2018, les perspectives de croissance restent solides, de telle sorte qu'avec une politique monétaire encore accommodante et des anticipations des investisseurs révisées à des niveaux plus raisonnables, nous prévoyons une possibilité d'amélioration des performances au second semestre. Néanmoins, si le début de cette année n'a rien fait d'autre, il nous rappelle que les économies en fin de cycle laissent peu de place à la suffisance et encore moins à l'exubérance.

Pour le second semestre 2018, nous anticipons une croissance stable, supérieure à la tendance, des risques d'inflation équilibrés et un repli progressif de la politique accommodante de la banque centrale. Dans le même temps, les inquiétudes suscitées par le commerce mondial, les problèmes géopolitiques et la durée même de ce cycle d'expansion pourraient prendre occasionnellement de l'ampleur. Pourtant, la prise de conscience des risques pesant sur un scénario de base largement positif constitue probablement un contexte plus sain pour les marchés d'actifs que la proximité avec l'exubérance constatée en janvier.

Le risque de récession reste faible, particulièrement si l'on observe la durée de la phase d'expansion américaine (U.S.) et traditionnellement il est inhabituel que les actions sous-performent pendant une période prolongée lorsque l'économie est en expansion. Les anticipations et le sentiment général ayant été désormais révisés à un niveau plus raisonnable, les marchés d'actions devraient être mieux à même de réagir positivement à des données favorables – bien que probablement à un rythme plus mesuré qu'au cours du second semestre 2017.

Une autre évolution subtile dans les calculs d'investissement est également apparue au cours du premier semestre de cette année : les investisseurs qui étaient particulièrement inquiets d'un débordement inflationniste se sont davantage préoccupés d'un atterrissage plus précoce que prévu de la croissance. Si la progression des statistiques d'inflation aux États-Unis a pu servir de catalyseur à la correction intervenue en février, les menaces pesant sur la croissance (prix du pétrole, force du dollar, inquiétudes politiques sur la zone euro, etc.) semblent désormais préoccuper les investisseurs davantage que l'inflation. Ce sont clairement des risques majeurs, mais comme les investisseurs font évoluer le centre de leurs préoccupations de l'inflation vers la croissance, les obligations deviennent une part plus convaincante du portefeuille.

A la marge, ceci nous donne une certaine latitude pour maintenir une vision positive dans les portefeuilles tout en reconnaissant que les risques extrêmes progressent (nous restons modérément favorables au risque mais avec une conviction légèrement moins affirmée). Avec une hausse des rendements des bons du Trésor américain (U.S.) reflétant mieux les risques d'inflation, nous pouvons équilibrer notre risque de portefeuille avec un peu plus de durée plutôt que de se contenter de réduire les surpondérations dans une période au cours de laquelle nous estimons que les marchés d'actions reprennent de l'assurance. Nous maintenons notre surpondération (OW) modérée sur les actions mais mettons fin à notre sous-pondération (UW) sur la durée, et restons neutres sur le crédit et les liquidités.

Les marchés américain (U.S.) et émergents (EM) restent nos marchés d'actions de prédilection. Nous anticipons de nouvelles progressions de bénéfices parmi les actions américaines (U.S.) ainsi qu'une évolution favorable de l'exposition sectorielle à la technologie. Les actions émergentes ont rencontré des difficultés liées au rebond du dollar au cours du premier semestre mais, cette fermeté s'atténuant, nous prévoyons que le rythme de croissance supérieur de nombreuses économies émergentes va générer des hausses de bénéfices. A l'inverse, les actions de la zone euro devraient éprouver quelques difficultés au cours du second semestre, le rebond de la croissance européenne de 2017 fléchissant et les risques politiques présentant une perturbation malvenue.

Dans le segment obligataire souverain, nous prévoyons que des pays à rendements plus élevés comme les États-Unis et l'Australie vont surperformer par rapport aux Bunds allemands et aux obligations canadiennes. Les Gilts du Royaume-Uni pourraient également bien performer malgré leurs rendements modestes, l'incertitude générée par le Brexit pesant sur l'économie. Concernant le crédit, l'endettement des entreprises est un facteur clé à surveiller mais, compte tenu de la faiblesse des risques de récession, nous ne le percevons pas comme une contrainte majeure pour le moment et prévoyons des performances faibles mais positives du côté des obligations d'entreprise.

Les performances des actifs au second semestre 2018 devraient s'améliorer par rapport au premier semestre mais l'on constate une sensibilité de plus en plus marquée à toute menace sur la croissance économique. Le retour des taux à court terme des États-Unis en territoire positif est un frein au déploiement du capital vers des actifs plus risqués ; mais, de la même manière, la hausse des rendements obligataires signifie également qu'une diversification des positions favorables au risque est moins coûteuse. Des rendements U.S. aux alentours de 3 % ne semblent pas constituer pour les performances des actions la contrainte redoutée et, en effet, pourrait même, pour le moment, procurer aux investisseurs un niveau de confort en gardant un biais favorable au risque du fait que l'économie avance plus profondément vers la fin du cycle.

THEMES CLES ET LEURS IMPLICATIONS

Thèmes		Macro et implications pour les classes d'actifs
THEMES MONDIAUX	Divergence de politique monétaire au niveau mondial	La divergence de politique monétaire réside désormais dans le calendrier, non dans la direction ; les taux U.S. progressent, mais leur trajectoire ne devrait pas être un problème pour les actions
	Faiblesse de l'offre	Peu de signes de tension sur le marché de l'emploi annonciateurs d'un effet contraignant ; si les pressions salariales devaient s'accroître significativement, le dollar US pourrait s'apprécier
	Adoption généralisée de la technologie	Un potentiel existe pour ajouter plus d'un point à la tendance du PIB au cours de la décennie, mais il va bouleverser certains secteurs ; les actions technologiques s'inscrivent dans une tendance haussière
THEMES MARCHES DEVELOPPES	Maturation du cycle U.S.	Les risques de récession restent faibles malgré l'âge du cycle ; la progressivité du resserrement de la politique monétaire pourrait le prolonger ; les actions américaines sont favorisées par ce contexte
	Europe : rétablissement progressif de la croissance	La croissance européenne ralentit tout en demeurant supérieure à la tendance ; les risques politiques restent un sujet d'inquiétude mais, avec leur atténuation, un rebond de l'euro est attendu
	Japon : au-delà des Abenomics	La gouvernance d'entreprise s'améliore et la politique de la BoJ ne devrait pas changer au S2 2018 ; stabilité du JPY, contexte favorable aux actions japonaises
THEMES MARCHES EMERGENTS	Convergence des marchés émergents	Le momentum économique interne devrait reprendre avec la dissipation du récent accès de fièvre du dollar US ; nouvelle hausse probable des actions émergentes
	Transition en Chine	Statistiques de croissance pour 2018 jusqu'à présent robustes et indiquant que l'économie évolue très lentement vers les services et la consommation

Source: J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions; données à mai 2018. A titre illustratif uniquement.

Opinions sur l'allocation d'actifs

Ces opinions sur les classes d'actifs s'appliquent à un horizon à moyen terme (de 12 à 18 mois). Les flèches orientées vers le haut ▲ ou vers le bas ▼ indiquent une évolution positive ou négative depuis notre précédent Strategy Summit trimestriel. Ces opinions ne doivent pas être interprétées comme une recommandation de portefeuille. Cette synthèse de nos opinions individuelles sur les classes d'actifs indique la force de conviction et les préférences relatives dans une gamme étendue d'actifs mais elle est indépendante de considérations de construction de portefeuille

Max négative ●●● Neutral ● Max positive ●●●

Classes d'actifs		Ensemble des opportunités	Évolution	Négative			Positive			Analyse
PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS	Actions/obligations			○	○	○	○	●	○	Croissance supérieure à la tendance, favorisant de nouvelles révisions à la hausse du BPA ; valorisations moins problématiques
	Duration	▲		○	○	○	●	○	○	Risque d'inflation mieux pris en compte et niveau d'entrée plus attractif avec la hausse des rendements au niveau mondial
	Crédit			○	○	○	●	○	○	Le crédit offre des performances positives, bien que modestes, mais l'endettement des entreprises nécessite une surveillance attentive
	Matières premières			○	○	○	●	○	○	Les problèmes d'offre au S1 ont provoqué une hausse des prix du pétrole mais l'OPEEC devrait modérer ses baisses de production au S2
	Immobilier			○	○	○	●	○	○	Fondamentaux du secteur immobilier sous contrainte et persistance des problèmes liés au niveau atteint
	Liquidités			○	○	○	●	○	○	Les taux réels des liquidités aux États-Unis sont désormais positifs sur toutes les durées à l'exception des plus courtes
PREFERENCES PAR CLASSES D'ACTIFS	ACTIONS	U.S. large cap		○	○	○	○	●	○	Valorisations moins problématiques ; hausse du BPA non pris en compte totalement ; rétablissement du secteur de la technologie
		U.S. small cap		○	○	○	○	●	○	Bénéficiaires de la relance budgétaire, mais baisse du risque de change si le dollar USD s'apprécie de nouveau
		Europe hors Roy-Uni	▼	○	○	○	●	○	○	Ralentissement de la croissance de la zone euro et réapparition du risque politique ; le renforcement de l'euro est un risque
		Royaume-Uni		○	○	○	●	○	○	Amélioration des bénéfices et rendement attractif mais une surperformance passe par la faiblesse de la GBP
		Japon		○	○	○	○	●	○	La distribution de liquidités continue à s'améliorer ; bénéfices modestes au S1 mais rebond attendu
		Asie Pacifique hors Japon		○	○	○	●	○	○	Actions HK soutenues par les perspectives sur la Chine, prudence sur l'Australie ; en résumé, neutre sur la région
		Marchés émergents		○	○	○	○	●	○	Rebond de l'USD au S1 pénalisant pour les actions émergentes mais sa dissipation au S2 devrait permettre une croissance accrue du BPA
	IMMOBILIER	Immobilier direct		○	○	○	●	○	○	Immobilier en fin de cycle ; offre restant supérieure aux taux d'absorption
		REIT U.S.		○	○	○	●	○	○	La proximité de la fin de cycle pour l'immobilier dissuade les REIT de s'endetter au-delà de la croissance tendancielle des États-Unis
	OBLIGATIONS SOUVERAINES	Bons du Trésor U.S.	▲	○	○	○	○	●	○	Les rendements pourraient progresser un peu mais la hausse des coupons atténue le risque de taux
		TIPS U.S.		○	○	○	●	○	○	Le retour de l'inflation U.S. en 2018 vers sa tendance apporte un soutien modeste
		Euro, core (Bund)	▲	○	○	○	●	○	○	Sauf aggravation de la crise politique, les rendements du Bund devraient progresser si la BCE réduit ses rachats d'actifs au S2
		Euro, périphérie (BTP)		○	○	○	●	○	○	Les risques politiques dominant jusqu'à présent l'évolution des cours ; s'ils s'atténuent, le carry contre le Bund est attractif
		Gilts (Roy-Uni)	▲	○	○	○	○	●	○	L'incertitude sur le Brexit, la faiblesse de la croissance et un MPC « colombe » soutiennent les Gilts
		JGB japonais		○	○	○	●	○	○	Rendements ancrés à proximité de zéro par la BoJ ; mieux vaut miser sur le Japon par le biais de sa devise ou de ses actions
		Obligations d'État canadiennes		○	○	○	●	○	○	Inflation canadienne à son niveau cible et en voie de progression ; statistiques de croissance favorisant les hausses de taux
	Obligations d'État australiennes	▲	○	○	○	○	●	○	S'échangent désormais à un niveau inférieur aux UST, mais l'inflation et les perspectives de croissance restent modérées	
	CREDIT	Investment grade		○	○	○	●	○	○	L'endettement des entreprises est un sujet d'inquiétude ; la hausse des rendements souverains pourrait tenir les acheteurs à l'écart du segment IG
		High yield U.S.		○	○	○	●	○	○	Peu de latitude pour un resserrement significatif du spread mais le carry reste attractif
		High yield européen		○	○	○	●	○	○	Cher en termes absolus, mais la duration ajustée au HY U.S. paraît encore raisonnable
		Dettes émergentes	▼	○	○	○	●	○	○	La valorisation soutient désormais des spreads élargis mais mieux vaut miser sur les marchés émergents par l'intermédiaire de leurs actions
	MARCHES DES CHANGES	USD		○	○	○	●	○	○	Récents rallye en voie de résorption ; problèmes de déficit pesant le dollar à moyen terme
		EUR		○	○	○	○	●	○	Le risque politique et le caractère accommodant de la BCE ont pesé à la baisse sur l'EUR ; potentiel de rebond avec la fin du QE
		GBP		○	○	○	●	○	○	Vers le milieu de sa fourchette de fluctuation, mais les risques sur le Brexit deviennent plus apparents
		JPY		○	○	○	●	○	○	Cantonné dans une fourchette de fluctuation étroite contre le dollar U.S. avec une politique stable de la BoJ et une meilleure croissance interne

Source: J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions; les opinions présentées se basent sur des données et informations arrêtées à mai 2018. A titre illustratif uniquement.

La diversification ne garantit pas les performances d'un investissement et n'élimine pas le risque de perte. La diversification parmi les options et les classes d'actifs pourrait contribuer à réduire la volatilité d'ensemble.

MULTI-ASSET SOLUTIONS

J.P. Morgan Multi-Asset Solutions gère 255 milliards de dollars d'actifs et s'appuie sur une expertise d'envergure, ainsi que sur les capacités d'investissement de l'organisation. Notre recherche et nos analyses dans le domaine de l'allocation d'actifs constituent le fondement de notre processus d'investissement. 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.

Le processus d'investissement rigoureux de l'équipe Multi-Asset Solutions comprend notamment :

- Des éclairages qualitatifs tenant compte des perspectives macro-thématiques, des opinions sur le cycle économique, et des opportunités de marché tant systématiques que spécifiques,
- Une analyse quantitative qui considère les inefficiences du marché, des modèles intra et interclasses 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 et d'élaborer les vues de la société en matière d'allocation d'actifs.

Au 31 mars 2018

Pour de plus amples informations, veuillez contacter votre conseiller J.P. Morgan Asset Management

BOJ: Bank of Japan | **EPS:** Earnings per share | **Abenomics :** Programme de réformes économiques introduites par le premier ministre japonais Shinzō Abe

Dans le cadre de la réglementation MiFID II, les programmes JPM Market Insights et JPM Portfolio Insights sont des outils de communication marketing et ne relèvent pas des obligations de la MiFID II et du MiFIR spécifiquement liées à la recherche en investissement. Par ailleurs, les programmes JPM Market Insights et JPM Portfolio Insights ne constituant pas une recherche indépendante, ils n'ont pas été préparés conformément aux obligations légales destinées à promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement et ne sont soumis à une aucune interdiction de négociation en amont de la diffusion de la recherche en investissement.

Il s'agit d'un document de communication fourni à titre purement informatif. Il est à caractère éducatif et n'a pas vocation à être considéré comme un conseil ni comme une recommandation à l'égard d'un produit d'investissement, d'une stratégie, d'une caractéristique de placement ou à toute autre fin dans une quelconque juridiction, ni comme l'engagement de J.P. Morgan Asset Management ou de l'une de ses filiales à participer à l'une des transactions mentionnées. Les exemples cités sont d'ordre générique et hypothétique, et sont fournis à titre d'illustration uniquement. Ce document ne comporte pas d'informations suffisantes pour étayer une décision d'investissement et nous vous conseillons de ne pas le considérer comme base d'évaluation d'un investissement dans des titres ou produits financiers. En outre, il est conseillé aux utilisateurs de procéder à une évaluation indépendante des conséquences juridiques, réglementaires, fiscales, de crédit et comptables et de déterminer, avec l'aide de leur propre conseiller, si les investissements mentionnés dans le présent document sont adaptés à leurs objectifs personnels. Les investisseurs doivent s'assurer de disposer de toutes les informations existantes avant de prendre leur décision. Toute prévision, donnée chiffrée ou technique et stratégie d'investissement évoquée est présentée à titre d'information exclusivement, sur la base de certaines hypothèses et des conditions de marché actuelles. Elles sont soumises à modification sans préavis. Toutes les informations présentées sont considérées comme exactes à la date de rédaction, mais aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude et aucune responsabilité n'est assumée en cas d'erreur ou d'omission. Nous attirons votre attention sur le fait que la valeur des placements et le revenu que ces derniers génèrent sont susceptibles de fluctuer en fonction des conditions de marché et des conventions fiscales et il se peut que les investisseurs ne récupèrent pas la totalité des sommes investies. Les performances et les rendements passés ne préjugent pas des résultats actuels et futurs.

J.P. Morgan Asset Management est le nom commercial de la division de gestion d'actifs de JPMorgan Chase & Co et son réseau mondial d'affiliés. Veuillez noter que si vous contactez J.P. Morgan Asset Management par téléphone, vos conversations sont susceptibles d'être enregistrées et contrôlées à des fins juridiques, de sécurité et de formation. Les informations et les données que vous nous communiquerez ponctuellement seront collectées, stockées et traitées par J.P. Morgan Asset Management dans le respect de la Politique de confidentialité www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy.

Ce document est publié par JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l. European Bank & Business Centre, 6 route de Trèves, L-2633 Senningerberg, Grand Duché de Luxembourg, R.C.S. Luxembourg B27900, capital social EUR 10.000.000. Émis en France par JPMorgan Asset Management (Europe) S.à.r.l. - Succursale de Paris - 14 place Vendôme, 75001 Paris - Capital social : 10 000 000 euros - Inscrite au RCS de Paris, n°492 956 693.

Copyright 2018 JPMorgan Chase & Co. All rights reserved

PI-GAAV_3Q18 | 0903c02a81cef736