

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Marchés internationaux et portefeuilles multi-actifs

12 novembre 2018

RÉDACTEURS



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



Michael Hood
Stratégiste
Multi-Asset Solutions

SYNTHÈSE

- Notre prévision d'une croissance de 2,5 % du PIB réel mondial dans nos Long-Term Capital Market Assumptions (LTCMA) pour 2019 n'a pas changé par rapport à l'an dernier. Malgré quelques ajustements pour certains pays, les perspectives de croissance à long terme sont stables et les risques sont équilibrés.
- Les performances attendues d'un portefeuille américain 60/40 sont en légère amélioration, passant de 5,25 % à 5,50 %. La frontière actions/obligations U.S. a légèrement pivoté dans le sens des aiguilles d'une montre en raison de performances obligataires meilleures que prévu.
- Les performances des actions internationales sont stables, mais il existe des divergences régionales qui pourraient offrir des opportunités aux investisseurs. Les performances obligataires prévisionnelles se sont améliorées cette année, surtout aux États-Unis où la normalisation de la politique monétaire offre un point d'entrée favorable. Les placements alternatifs constituent une classe d'actifs relativement attrayante car ils bénéficient de la baisse des frais et d'un alpha en amélioration.
- Dans notre allocation d'actifs actuelle, nous conservons une surpondération des grandes capitalisations américaines et avons légèrement accru notre exposition tactique aux bons du Trésor : l'amélioration des valorisations devrait leur permettre d'offrir une meilleure protection en cas de choc négatif sur la croissance.

LES POINTS CLÉS DE NOS LONG-TERM CAPITAL MARKET ASSUMPTIONS (LTCMA) POUR 2019

Nous avons récemment publié nos *Long-Term Capital Market Assumptions* (LTCMA) pour 2019, qui présentent nos prévisions de performances des marchés financiers pour plus d'une cinquantaine de classes d'actifs et de stratégies sur un horizon d'investissement de 10 à 15 ans. En voici quelques points clés pour le bulletin de cette semaine.

Notre prévision de performance pour un portefeuille simple composé de 60% d'actions et de 40% d'obligations américaines a légèrement augmenté, passant de 5,25 % à 5,50%. Cette amélioration s'explique en totalité par la hausse des performances prévisionnelles des obligations, qui est le reflet de l'environnement de fin de cycle aux États-Unis. Globalement, notre prévision d'une croissance de 2,50 % du PIB réel mondial n'a pas changé d'une année sur l'autre, le taux de croissance du PIB réel des marchés développés restant inchangé à 1,50%. Notre estimation de la croissance des marchés émergents a quant à elle été légèrement réduite, passant de 4,50 % à 4,25 %, bien que les prévisions concernant les principales économies émergentes n'aient pas été modifiées. Comme cela avait été le cas l'an dernier, nos prévisions à long terme restent relativement stables, les risques étant globalement équilibrés entre l'effet négatif bien compris des tendances démographiques et le potentiel de hausse provenant d'une éventuelle reprise de la productivité alimentée par la technologie.

Nos prévisions économiques à long terme se traduisent cette année par des performances prévisionnelles relativement stables à l'équilibre, la plus grande partie des changements de prévisions s'expliquant par les fluctuations de marché observées en 2018 (figure 1). Au niveau mondial, la performance prévisionnelle des actions a peu changé par rapport à l'an dernier, alors que nos prévisions de performances pour les obligations souveraines sont en légère augmentation. Il existe d'importantes différences régionales, qui sont principalement le reflet de la surperformance des actions américaines et de la normalisation plus avancée des taux américains.

En date de rédaction, les taux monétaires américains et ceux des bons du Trésor à 10 ans sont proches de nos estimations des taux d'équilibre à long terme. Nous pensons que les taux monétaires vont encore augmenter pendant le cycle actuel mais estimons que le potentiel de hausse est plus réduit pour les performances à long terme, ce qui devrait conduire à une courbe des taux aplatie ou inversée en fin de cycle, malgré des taux peu élevés en valeur absolue. Nous pensons que les taux peu élevés et les courbes aplaties seront une caractéristique persistante des 10 ou 15 prochaines années, un avis conforme à nos prévisions d'inflation modérée et de périodes prolongées de relance à mesure que les cycles économiques futurs s'allongent.

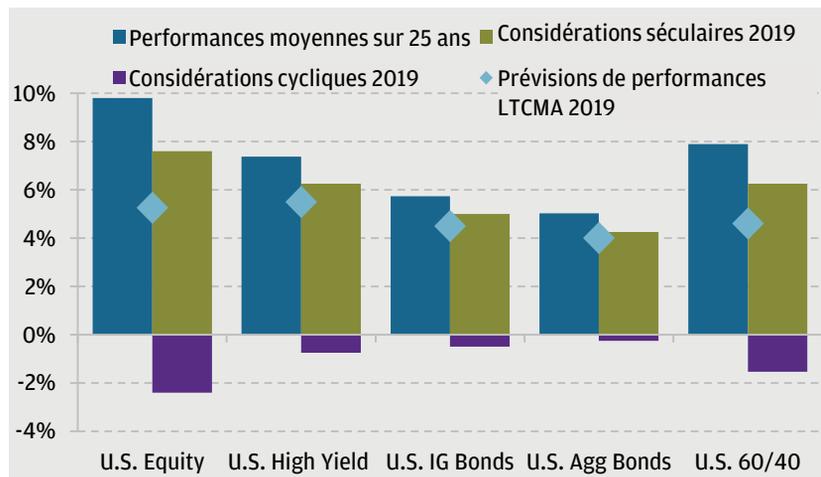
Compte tenu du stade bien avancé de la normalisation des taux aux États-Unis alors que les autres régions ne s'y sont pas encore mises, le risque existe que le cycle économique actuel se termine avant que le cycle de remontée des taux n'ait commencé en dehors des États-Unis, laissant entrevoir la possibilité d'une divergence structurelle de politique à l'échelon mondial, qui transcenderait le cycle en cours.

La baisse des hypothèses de taux d'équilibre associée à la normalisation de certaines régions fait que nos prévisions de performances pour les obligations souveraines internationales sont légèrement supérieures à celles de l'an dernier. Les obligations d'entreprises et la dette émergente offrent toujours le meilleur potentiel de performance au sein de l'univers obligataire sur notre horizon prévisionnel. Nous tenons toutefois à signaler que leurs ratios de Sharpe apparemment élevés et les estimations de volatilité modérées ne reflètent probablement pas le risque d'illiquidité qui pourrait se manifester sur les marchés en situation de stress.

Nos prévisions de performance des actions pour 2019 sont en grande partie le reflet de l'évolution de la situation de chaque région au cours de l'année écoulée. Notre prévision pour les actions américaines, qui ont dominé leur catégorie en 2018, a baissé de 25 points de base (bps) à 5,25 % et la prime de risque des actions américaines (ERP) est désormais inférieure aux moyennes à long terme. Cette baisse de la performance des actions, associée à l'amélioration des perspectives de revenus obligataires, a pour résultat un aplatissement progressif de la frontière entre actions et obligations aux États-Unis. Notre prévision pour les actions émergentes, qui sont restées à la traîne en 2018, est en hausse de 50 bps à 8,50 %. Ce chiffre accroît légèrement l'écart entre marchés développés et marchés émergents, qui atteint 2,75 % en dollar et 3,00 % en devise locale. Les moteurs sous-jacents des performances des marchés développés et émergents divergent encore plus dans nos prévisions 2019, avec près de quatre-cinquièmes des prévisions de performances des actions des marchés développés provenant des dividendes et des rachats, contre moins d'un tiers pour les actions émergentes.

FIGURE 1 : PERFORMANCES MOYENNES SUR 25 ANS ET PRÉVISIONS DE CETTE ANNÉE POUR LES PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS

Les considérations cycliques, et notamment les valorisations, sont des contributeurs négatifs aux estimations de performances de cette année pour la plupart des actifs américains. L'effet négatif des valorisations s'est néanmoins considérablement réduit pour les principaux actifs obligataires américains en raison de la hausse marquée des bons du Trésor en 2018. Les actions américaines apparaissent toujours chères, ayant produit de solides performances jusqu'en septembre de cette année.



Source : Bloomberg, Datastream, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions. Données au 30 septembre 2018.

Les ratios de Sharpe ex-ante des bons du Trésor américain sont désormais supérieurs à ceux des actions américaines, ce qui est conforme à une situation de fin de cycle économique. Une subtilité probablement importante est que le ratio de Sharpe des bons du Trésor s'explique davantage par la faible volatilité des taux d'intérêts que par des performances élevées. Cette constatation pourrait être une conséquence de la politique monétaire conciliante que nous avons connue pendant ce cycle. Cependant, dans la plupart des autres régions, le ratio de Sharpe des actions reste supérieur à celui des obligations, principalement parce que la normalisation monétaire n'a pas encore commencé dans beaucoup d'économies.

Les actifs alternatifs offrent une niche attrayante en base relative dans nos hypothèses pour 2019, voire dans certains cas en valeur absolue. L'amélioration des prévisions d'alpha des fonds d'investissement en capital se traduit par des prévisions en hausse pour cette année. Les prévisions de performances des autres catégories d'actifs alternatifs ont peu changé dans leur ensemble par rapport à l'an dernier, car l'effet positif de la baisse des frais est globalement contrebalancé par l'impact négatif de la baisse des performances des marchés boursiers. Au vu des performances peu élevées des classes d'actifs traditionnels, nous nous attendons à ce que les capitaux continuent d'affluer en direction des actifs alternatifs dans l'espoir de performances supérieures, ce qui fera probablement monter les valorisations et finira par peser sur les performances futures.

Nos prévisions concernant les principales devises ont peu varié cette année, nos estimations de juste valeur plaçant le taux de change EUR/USD à 1,32 et le taux de change USD/JPY à 92, ce qui illustre la relative stabilité de nos prévisions économiques à long terme pour cette année. Nous nous attendons à un affaiblissement du dollar par rapport à la plupart des autres grandes devises sur notre horizon prévisionnel, ce qui devrait améliorer les performances de la diversification internationale pour les investisseurs en USD tout en ayant un impact moins marqué pour les investisseurs dans les autres devises.

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

Il existe un conflit entre les messages provenant des LTCMA et notre allocation d'actifs tactique actuelle. Par exemple, nous surpondérons toujours les grandes capitalisations américaines, qui affichent les performances prévisionnelles les plus faibles des principaux marchés actions des économies développées. À l'heure actuelle, nous apprécions le caractère défensif et le faible bêta du S&P 500 sur un marché de fin de cycle exposé à des revirements de sentiment. Nous avons tendance à penser que les marchés hors États-Unis réaliseront la plus grande partie de leur surperformance à la sortie de la prochaine récession. En revanche, un message des LTCMA qui s'accorde bien avec notre positionnement actuel est celui de l'amélioration des perspectives de durée aux États-Unis. Nous avons légèrement accru notre exposition tactique aux bons du Trésor : l'amélioration des valorisations devrait leur permettre d'offrir une meilleure protection en cas de choc négatif sur la croissance.

Plus généralement, la fin de cycle nécessite que les investisseurs réfléchissent et naviguent en dehors de la moyenne. Cela implique non seulement d'optimiser les risques de marché révélés par nos cadres traditionnels de mean-variance, mais également d'identifier ceux qui n'y apparaissent pas et, surtout, de veiller à ce qu'ils soient rémunérés. Savoir identifier les dislocations qui risquent de persister, par opposition à celles qui sont simplement têtues, est indispensable pour comprendre l'évolution à long terme de l'économie et des conditions d'investissement. Naviguer la fin de cycle ne signifie pas éviter le risque, mais plutôt bien évaluer les risques pris.

L'équipe Stratégie Multi-Asset Solutions

John Bilton

*Responsable de la Stratégie
Londres*

Michael Hood

*Stratégiste
New York*

Benjamin Mandel

*Stratégiste
New York*

Michael Albrecht

*Stratégiste
New York*

Patrik Schöwitz

*Stratégiste, Éditeur
Londres*

Thushka Maharaj

*Stratégiste
Londres*

Tim Lintern

*Stratégiste
Londres*

Diego Gilsanz

*Stratégiste
New York*

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

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 2018 JPMorgan Chase & Co. All rights reserved

PI-AA-WEEKLY-111218 | 0903c02a8219f62b