

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Marchés internationaux et portefeuilles multi-asset

11 novembre 2019

AUTEUR



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

SYNTHÈSE

- Nos hypothèses à long terme concernant les marchés financiers pour 2020 présentent nos prévisions de croissance économique, d'inflation et de rendement des actifs pour les dix à quinze prochaines années.
- La croissance reste faible par rapport aux moyennes historiques. Le vieillissement des populations représente un frein majeur, tandis que l'effet stimulant des technologies sur la productivité constitue le principal élément positif.
- Nos LTCMA (Long-Term Capital Market Assumptions) examinent les compromis et les difficultés liés aux investissements de fin de cycle, et notamment le défi posé par les rendements obligataires nuls ou négatifs pour la construction de portefeuilles. Avec des rendements désormais négatifs sur près de 25 % des obligations d'État dans le monde, il devient difficile de protéger un portefeuille au moyen des obligations tout en encaissant un coupon.
- Les rendements attendus d'un portefeuille U.S. composé de 40 % d'obligations et 60 % d'actions chutent de 10 points de base (pb) à 5,4 % tandis que la frontière efficiente actions-obligations se redresse légèrement. Les perspectives pour les marchés actions s'améliorent avec la diminution des facteurs négatifs qui pèsent sur les valorisations et les marges, tandis que le crédit continue d'offrir une prime de rendement significative.

NOS HYPOTHÈSES À LONG TERME CONCERNANT LES MARCHÉS FINANCIERS

Depuis 24 ans, nous publions chaque automne nos hypothèses à long terme concernant les marchés financiers (ou « LTCMA », pour *Long-Term Capital Market Assumptions* en anglais), qui présentent nos prévisions de croissance économique, d'inflation et de performance des actifs pour les dix à quinze années à venir. Ce travail a commencé dans les années 90 en étant principalement axé sur les actifs américains. Aujourd'hui, nous publions des estimations pour plus de 50 classes d'actifs et de stratégies dans le monde, avec plus de 200 disponibles sur demande ; elles couvrent plus d'une vingtaine d'économies et sont disponibles dans 16 devises.

À la base, ce travail examine les thèmes clés d'investissement qui contribueront de notre point de vue à façonner l'environnement macroéconomique de la décennie à venir. Cette année, il se penche sur les faiblesses et les limitations de la politique monétaire, la mesure dans laquelle les technologies et le commerce en ligne continuent de représenter un élément économique positif, le caractère évolutif de la croissance économique chinoise et la nécessité de repenser le concept de valeur refuge dans un environnement de taux d'intérêt nuls.

Bien que les LTCMA diffèrent de notre recherche habituelle d'allocation d'actifs active et offrent une vision du monde à plus long terme et indépendante du cycle, nos prévisions de rendement des actifs doivent par définition refléter les conditions actuelles ainsi que les équilibres à long terme (graphique 1). Par conséquent, l'édition 2020 de nos LTCMA analyse les compromis et les difficultés liés aux investissements de fin de cycle, et notamment le défi posé par les rendements obligataires nuls ou négatifs pour la construction de portefeuille.

Sur notre horizon de placement de 10 à 15 ans, nous prévoyons une croissance mondiale peu élevée et une inflation contenue. Par rapport aux normes antérieures, la croissance reste faible, le vieillissement des populations représentant un frein majeur, tandis que l'effet stimulant des technologies sur la productivité constitue le principal risque positif.

Nos prévisions sont influencées à de nombreux égards par l'héritage de la politique monétaire qui a suivi la crise financière. Comme nous l'expliquons dans les LTCMA, la politique de taux nuls et l'assouplissement quantitatif risquent maintenant de faire plus de mal que de bien. Mais dans le contexte de croissance actuel, nous pensons que la politique monétaire mondiale restera extrêmement conciliante tout au long du cycle actuel et pendant une bonne partie du cycle suivant.

Cela nous conduit à retarder de façon significative la normalisation des taux d'intérêt dans nos prévisions. Si on y ajoute des taux de départ beaucoup plus bas et une révision à la baisse pourtant limitée de nos estimations de taux à l'équilibre, on obtient des rendements obligataires prévisionnels en forte baisse, qui deviennent même négatifs dans certains cas sur notre horizon prévisionnel.

La triste réalité des taux négatifs oblige les investisseurs à repenser la notion de « valeur refuge » dans leurs portefeuilles. Avec des rendements désormais négatifs sur près de 25 % des obligations d'État dans le monde, il devient difficile de protéger un portefeuille au moyen des obligations tout en continuant d'encaisser un coupon. Nous sommes ainsi entrés dans un monde dans lequel la réduction du risque des portefeuilles n'implique plus seulement de renoncer au rendement des actifs risqués, mais en plus d'encourir un rendement nul, voire négatif.

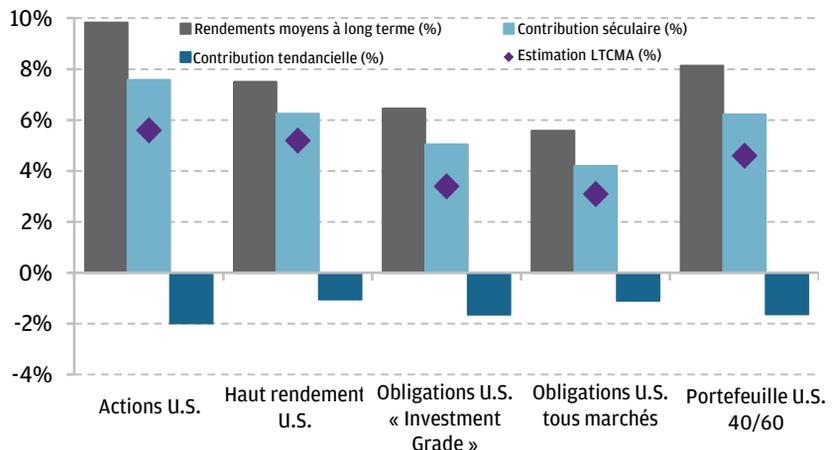
Dans nos LTCMA 2020, les performances attendues d'un portefeuille U.S. composé de 40 % d'obligations et 60 % d'actions chutent de 10 points de base (pb) à 5,4 %, tandis que la frontière actions-obligations se redresse légèrement. Si les perspectives de rendement des obligations d'État sont peu enthousiasmantes par rapport aux actions, le crédit continue d'offrir une prime de rendement significative au sein de l'univers plus large des actifs obligataires.

Les perspectives pour les actions s'améliorent avec l'atténuation des facteurs négatifs qui pèsent sur les valorisations et les marges. Nos prévisions de rendement moyen des actions internationales sont en augmentation de 50 pb, à 6,5 % aux États-Unis (en dollars). Mais même si les actions sont censées offrir des rendements plus élevés que ceux des obligations sur le long terme, les investisseurs ne doivent pas oublier qu'en cas de crise économique, ce sont les actions qui seront les premières à faire les frais de la volatilité des marchés.

Dans nos prévisions, les actions émergentes continuent d'offrir des perspectives de performance plus élevées que celles des marchés développés. Les marchés émergents sont toutefois en train de connaître une évolution subtile, devenant davantage le reflet de la croissance intérieure que du commerce international. La Chine en particulier offrira de nouvelles d'opportunités d'investissement à mesure que son modèle de croissance évoluera et que ses marchés d'actifs s'ouvrent.

GRAPHIQUE 1 : DES FORCES CYCLIQUES PÈSENT SUR LES RENDEMENTS À LONG TERME, TANDIS QUE LA COMPOSANTE TENDANCIELLE DES RENDEMENTS APPARAÎT STABLE

Les marchés actions américains apparaissent particulièrement tendus, alors que des facteurs cycliques pèsent sur les rendements à long terme. Le cycle du crédit est lui aussi bien avancé. Bien que les perspectives à long terme soient probablement plus favorables aux actions qu'aux obligations, le contexte cyclique incite à faire preuve de davantage de prudence à court terme.



Sources : Bloomberg, Datastream, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions.
Rendements à long terme : sept. 1994 - sept. 2019. Informations fournies à titre purement informatif.

Les investisseurs en quête de rendements plus élevés resteront attirés par les marchés privés, sur lesquels les tendances d'alpha devraient rester stables pour les alternatives financières et une exposition plus concentrée au super-cycle des technologies est possible. En ce qui concerne les autres solutions alternatives, l'immobilier reste une source attrayante de rendements et de diversification.

En plus de l'effet stimulant des technologies sur la productivité, les mesures de relance budgétaire, qui feront probablement partie de la réponse politique à la prochaine récession, constituent un autre risque favorable pour nos prévisions. Utilisées à bon escient, ces mesures budgétaires pourraient permettre d'atteindre des niveaux d'inflation et de taux directeurs plus normaux à long terme, mais leurs effets secondaires ne sont pas encore connus.

Surtout, les rendements nuls ou négatifs des obligations d'État représentent un défi direct pour la construction de portefeuille. Il existe une tension manifeste entre les effets à long terme de taux extrêmement bas, qui conduisent à une frontière actions-obligations pentue qui favorise clairement les actions, et leurs effets à court terme, qui se traduisent par des rendements absolus modérés pour la plupart des actifs, ce qui est caractéristique d'une économie de fin de cycle. De plus, le niveau peu élevé des rendements obligataires prévisionnels nous oblige à réévaluer le poids respectif de chacune des composantes d'un portefeuille résilient. Maintenant que les obligations ne sont plus en mesure d'offrir la combinaison de protection et de revenus positifs qu'elles offraient par le passé, nous sommes obligés de repenser notre construction de portefeuille.

Avec ces thèmes à l'esprit, que nous réserve l'avenir ? Bien que cet environnement de fin de cycle soit source de difficultés, amplifiées par le niveau extrêmement faible des rendements obligataires, nous voyons également des opportunités.

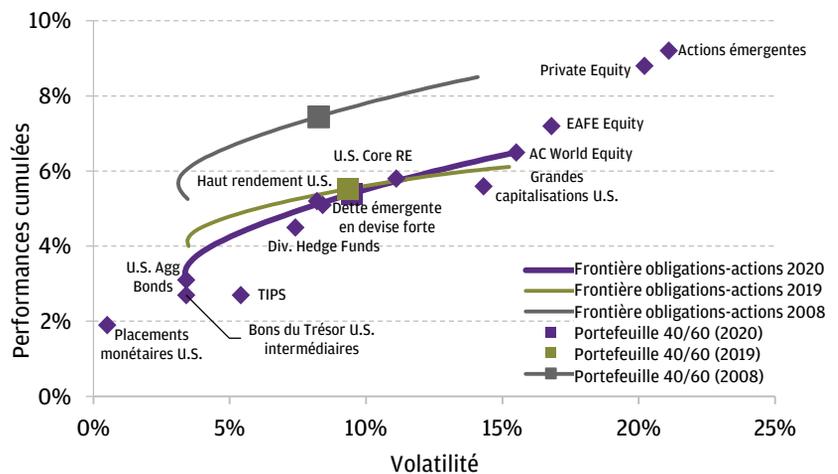
Pour l'avenir, les inconvénients d'une politique monétaire appliquée isolément se font plus clairs. Cela laisse à penser que le scénario « Boucle d'Or » idéal du prochain cycle pourrait être différent, ne prenant pas forcément la forme d'une croissance peu extraordinaire associée à une politique monétaire extraordinairement conciliante, mais plutôt, peut-être, d'une politique budgétaire génératrice d'inflation pour permettre enfin aux taux d'intérêt de remonter pendant que l'adoption des technologies améliore la productivité.

Quoi qu'il en soit, les perspectives à long terme sont probablement plus favorables aux actions qu'aux obligations (graphique 2), mais le contexte cyclique incite malgré tout à faire preuve d'un peu plus de prudence à court terme. Il est toujours important de garder un œil sur le cycle dans son ensemble, mais dans l'environnement compliqué d'aujourd'hui, qui offre une marge de protection des rendements financiers tout simplement plus limitée, une exécution disciplinée de la stratégie de portefeuille est susceptible de constituer un net avantage concurrentiel.

Veillez contacter votre représentant J.P. Morgan Asset Management pour obtenir des informations complémentaires et accéder à la totalité des ressources LTCMA.

GRAPHIQUE 2 : LA FRONTIÈRE OBLIGATIONS-ACTIONS SE REDRESSE DE NOUVEAU

L'an dernier, la frontière obligations-actions des actifs américains se distinguait par son allure particulièrement plate. Cette année, elle se redresse de nouveau, poussée par la baisse des rendements obligataires. Dans l'ensemble, les rendements attendus d'un portefeuille composé de 60 % d'actions et 40 % d'obligations chutent de 10 points de base pour atteindre 5,4 %.



Source : J.P. Morgan Asset Management. Estimations au 30 septembre 2018 et 30 septembre 2019. Informations fournies à titre purement indicatif.

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

Tim Lintern

Stratégiste
Londres

Patrik Schöwitz

Stratégiste, Éditeur
Londres

Thushka Maharaj

Stratégiste
Londres

Sylvia Sheng

Stratégiste
Hong Kong

Diego Gilsanz

Stratégiste
New York

Michael Akinyele

Stratégiste
Londres

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 2019 JPMorgan Chase & Co. All rights reserved. PI-AA-WEEKLY-111119 | 0903c02a8274c940