

Opinions sur l'allocation d'actifs

Thèmes et implications évoquées lors du Sommet stratégique Multi-Asset Solutions

T2 2019

AUTEUR



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

SYNTHÈSE

- Le risque de récession reste modéré et les données à périodicité élevée commencent à s'améliorer. Nous nous attendons malgré tout à une croissance mondiale légèrement inférieure à la tendance pour 2019, et bien que le cycle des dépenses d'investissement devrait sortir de son récent passage à vide, nous ne prévoyons pas de rebond comparable à celui observé en 2016. L'assouplissement de la politique monétaire américaine est un facteur favorable, même si nous anticipons malgré tout une ou deux hausses de taux supplémentaires.
- Nous conservons une légère sous-pondération des actions et préférons ajouter du risque (à la marge) sur des actifs de portage tels que le crédit. Les actions devraient bénéficier de prévisions de bénéfices en demi-teintes et une politique monétaire plus souple, mais dans le contexte actuel de fin de cycle, nous ne voyons pas beaucoup de catalyseurs susceptibles de donner un coup de pouce supplémentaire aux bénéfiques. Les préoccupations liées au commerce devraient persister.
- Les actions américaines sont notre marché favori et l'Europe celui que nous privilégions le moins. Nous nous intéressons davantage aux actions émergentes qui pourraient bénéficier d'un affaiblissement du dollar. Compte tenu du ralentissement de la croissance et d'une politique monétaire plus conciliante aux États-Unis, nous conservons notre surpondération de la durée et ramenons les liquidités à un niveau neutre. Globalement, notre allocation de portefeuille reflète un environnement un peu plus favorable au portage qu'à la croissance du capital.

OPINIONS SUR L'ALLOCATION D'ACTIFS (PAGE 3)

●●● Max négatif ● Neutre ●●● Max positif

Classes d'actifs	Segment	Var.	Négatif	Neutre	Positif
PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS	Actions/obligations		○	●	○
	Duration		○	○	○
	Crédit	▲	○	○	○
	Matières premières		○	○	○
	Immobilier		○	○	○
	Liquidités	▼	○	○	○
ACTIONS	Grandes capitalisations US	▲	○	○	○
	Petites capitalisations US		○	○	○
	Europe hors R-U		○	○	○
	R-U		○	○	○
	Japon		○	○	○
	Asie Pacifique hors Japon		○	○	○
	Marchés émergents	▲	○	○	○
IMMO-BILIER	Immobilier direct		○	○	○
	REITS US		○	○	○
OBLIGATIONS SOUVERAINES	Bons du Trésor US		○	○	○
	Emprunts d'État américains indexés (TIPS)		○	○	○
	Euro, core (Bund)	▲	○	○	○
	Euro, périphérie (BTP)		○	○	○
	Guilts britanniques	▼	○	○	○
	Emprunts d'État japonais (JGB)		○	○	○
	Emprunts d'État canadiens	▼	○	○	○
	Emprunts d'État australiens		○	○	○
	Investment grade		○	○	○
	Haut rendement US	▲	○	○	○
CRÉDIT	Haut rendement Europe	▲	○	○	○
	Dettes émergentes	▲	○	○	○
	USD	▼	○	○	○
	EUR	▲	○	○	○
DEVISES	GBP	▲	○	○	○
	JPY	▼	○	○	○

PARFOIS TOUT S'ANNONCE BIEN, D'AUTRES FOIS, QUOI QU'ON FASSE, CE N'EST PAS LE CAS.

Et s'il est parfois facile d'avoir un avis directionnel sur les marchés, il est plus prudent dans d'autres cas de faire preuve de réactivité et d'esprit tactique. Nous sommes pleinement conscients que le changement de ton conciliant de la Réserve fédérale (Fed) et d'autres banques centrales a contribué à alimenter le solide rebond des actifs risqués observé au premier trimestre. Il a aussi certainement contribué à rallonger un peu le cycle actuel. Nous ne pouvons cependant nous débarrasser du sentiment têtu que les marchés d'actifs sont simplement devenus insensibles aux difficultés macroéconomiques qui avaient été à l'origine de la baisse des marchés en 2018, alors que la menace de celles-ci continue de planer à l'horizon.

Nous ne sommes pas convaincus que le changement de ton de la Fed marque le coup d'envoi d'un mouvement de hausse prolongé comme celui de 2016-17 : les conditions se sont peut-être assouplies, mais l'économie est en fin de cycle et il n'y a plus beaucoup de marge pour libérer une demande insatisfaite. Nous avons néanmoins observé suffisamment de péripéties dans les manœuvres des banques centrales depuis la crise financière mondiale pour ne pas vouloir faire obstacle à un assouplissement monétaire. Cela nous conduit à une situation d'attente peu satisfaisante et nous nous attendons à ce que les fluctuations des marchés actions se cantonnent pour le moment dans une fourchette dans un contexte plus favorable aux actifs de portage et à la durée.

Sur le plan macro-économique, commençons par les bonnes nouvelles. La probabilité objective d'une récession dans les 12 prochains mois reste faible pour une fin de cycle. Avec la pause annoncée dans les hausses de taux de la Fed, nous pensons en outre que le cycle économique a probablement gagné quelques mois supplémentaires. Avec les chiffres macroéconomiques les plus fréquents à l'étiage et des prévisions de bénéfices des entreprises plus conformes à une croissance du PIB mondiale légèrement inférieure à la tendance, l'impression de bulle financière de 2018 s'est dissipée et il est possible qu'une modeste surprise haussière se produise pendant un ou deux trimestres.

Les bonnes nouvelles risquent néanmoins de s'arrêter là. Pour être clair, nous ne sommes pas complètement baissiers, mais avons simplement du mal à identifier des catalyseurs capables d'alimenter une réelle dynamique haussière. Notre principal souci est que la Fed, jugeant que son changement de ton a produit l'effet escompté (comme en témoignent les données et la performance des marchés sur une période relativement courte), se mette à inverser la tendance. Nous sommes conscients que les membres de la Fed ont tacitement admis qu'ils accepteraient une légère « surchauffe », mais tolérer une inflation de quelques dixièmes de point de pourcentage au-dessus des objectifs à long terme nous semble pour le moins timide.

Bien que nous pensions que les investisseurs pourraient surestimer la flexibilité de la Fed en matière de taux (nous continuons de prévoir une ou deux hausses de taux), nous estimons également qu'ils risquent de sous-estimer sa flexibilité en termes de gestion de bilan. La stabilité des réserves visées par la Fed suppose une taille de bilan plus importante que celle envisagée jusqu'à présent, ce qui laisse à penser que la Fed pourrait mettre fin à la réduction de son bilan dès T3 2019. La combinaison d'une croissance atone légèrement inférieure à la tendance et d'une politique d'ancrage des rendements à plus long terme ne mettra peut-être pas le feu aux marchés actions, mais elle favorise dans le même temps les actifs de portage et apporte un filet de sécurité aux actifs risqués et au sentiment – pour le moment.

Au niveau international, le commerce reste la principale source d'incertitude macro-économique. Comme on pouvait s'y attendre, les derniers chiffres du commerce sont mitigés. Tout accord conclu entre la Chine et les États-Unis est donc susceptible d'apporter un nouvel élan. Nous estimons toutefois que les deux côtés restent structurellement divisés sur de nombreux sujets et qu'un tel accord relèvera davantage d'un cessez-le-feu que d'une résolution durable des enjeux à l'ordre du jour.

Sans en être la cible directe, l'Europe a souffert du conflit commercial sino-américain, dont les répercussions viennent s'ajouter au recul de la demande intérieure et au retour des tensions politiques. Nous anticipons une légère amélioration des chiffres européens à fréquence élevée, même si nous pensons que tout changement dans le sentiment sera probablement contenu, tout au moins jusqu'à ce que les élections européennes de fin mai soient passées.

Malgré des perspectives économiques « ni trop chaudes, ni trop froides », il ne s'agit pas pour autant d'un retour à l'environnement « Boucle d'Or ». Dans nos portefeuilles multi-actifs, nous conservons une légère sous-pondération des actions conjuguée à une surpondération de la duration, tout en nous attendant dans les deux cas à ce que les marchés fluctuent plutôt dans une fourchette. Les actifs de portage nous semblent le meilleur véhicule pour prendre un peu de risque à la marge, avec une légère surpondération du crédit axée sur le segment High Yield (HY) américain et européen et la dette émergente au détriment des obligations Investment Grade (IG). Nous ramenons les liquidités en position neutre et avons le sentiment que la légère surpondération des liquidités américaines que nous avons conservée pendant la volatilité de fin 2018 nous a permis d'avoir une marge de manœuvre opportune dans nos portefeuilles. Au sein des actions, nous continuons de privilégier les actions américaines par rapport aux actions européennes et sommes de plus en plus positifs sur les marchés émergents. Sur les devises, nous pensons qu'une amélioration des chiffres européens bénéficiera en priorité à la monnaie et avons donc remplacé notre légère surpondération du yen par une surpondération de l'euro.

Notre allocation actuelle peut raisonnablement donner l'impression d'une étape intermédiaire. Mais comme dans tout voyage à l'itinéraire incertain, une telle étape peut s'avérer une occasion précieuse de réévaluer ses plans, et surtout, de collecter des informations supplémentaires pour l'étape suivante.

Thématique		Implications macro-économiques et pour les classes d'actifs
THÉMATIQUES MONDIALES	Divergence des politiques mondiales	L'attitude plus conciliante de la Fed réduit la pression sur l'USD, mais les autres banques centrales sont en train de s'engager dans la même voie.
	Faiblesse de l'offre	L'inflation des salaires s'accélère, ce qui pourrait peser sur les marges. La bonne nouvelle est que la Fed sera lente à réagir.
	Adoption généralisée de la technologie	L'innovation technologique et l'adoption de la technologie continuent de s'accélérer avec en toile de fond des interrogations régulières sur la trajectoire des bénéfices du secteur.
THÉMATIQUES MARCHÉS DÉVELOPPÉS	Fin de cycle aux États-Unis	Le cycle américain pourrait se poursuivre pendant un moment, mais les risques favorables pesant sur les fondamentaux des actions sont plus limités qu'en 2015-16
	L'Europe à la croisée des chemins	La croissance se remet doucement de son passage à vide de 2018. La prime de risque politique pèsera sur les actions.
	Japon : au-delà des Abenomics	La gouvernance des entreprises s'améliore et la Banque du Japon pratique l'attentisme, la vigueur du yen (JPY) est un trouble-fête fréquent pour les actions
THÉMATIQUES MARCHÉS ÉMERGENTS	Convergence des marchés émergents	La patience de la Fed et la trêve sino-américaine apportent un certain répit en termes de répercussions sur les conditions financières.
	Transition en Chine	Les changements structurels ont cédé le pas aux objectifs de stabilisation de la croissance; les mesures de relance ont toutefois une ampleur plus limitée que celles connues ces dernières années.

Source: J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions; données à mars 2019. A titre illustratif uniquement.

Opinions sur l'allocation active

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 négatif ● Neutre ● ● ● Max positif

Classes d'actifs	Segment	Var.	Négatif	Neutre	Positif	Explication	
PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS	Actions/obligations		○ ○ ●	○ ○ ○	○ ○ ○	Actions soutenues par la politique monétaire mais potentiel de hausse limité en raison de la faible probabilité d'un fort rebond des BPA	
	Duration		○ ○ ○	○ ○ ○	● ○ ○	La croissance mondiale inférieure à la tendance et la fin possible du resserrement quantitatif de la Fed au second trimestre favorisent la duration	
	Crédit	▲	○ ○ ○	○ ○ ○	● ○ ○	La pause de la Fed et le faible risque de récession à court terme favorisent les actifs de portage	
	Matières premières		○ ○ ○	● ○ ○	○ ○ ○	Il existe un potentiel de hausse du pétrole en raison de problèmes croissants du côté de l'offre et de la reconstitution des stocks	
	Immobilier		○ ○ ○	● ○ ○	○ ○ ○	Le pic de l'offre est passé, mais l'atonie de la croissance limite probablement le potentiel de hausse à court terme	
	Liquidités	▼	○ ○ ○	● ○ ○	○ ○ ○	La pause de la Fed et la dérive baissière des taux réels réduisent l'attrait des marchés monétaires	
PRÉFÉRENCES PAR CLASSE D'ACTIF	ACTIONS	Grandes capitalisations US	▲	○ ○ ○	○ ○ ○	● ● ○	Les prévisions de BPA sont revenues à un niveau plus réaliste, les chiffres intérieurs commencent également à se stabiliser
		Petites capitalisations US		○ ○ ○	● ○ ○	○ ○ ○	Ont fortement rebondi de leur point le plus bas, mais la croissance attendue du PIB est trop faible pour favoriser les petites capitalisations
		Europe hors R-U		○ ○ ○	● ● ○	○ ○ ○	Sous-pondération du consensus, mais les prévisions de marges restent élevées et les valorisations ne sont pas aussi bon marché qu'on pourrait le penser
		R-U		○ ○ ○	● ○ ○	○ ○ ○	Bien qu'elles pourraient souffrir d'une remontée de la livre sterling, les actions britanniques offrent un rendement global intéressant.
		Japon		○ ○ ○	● ○ ○	○ ○ ○	Pourraient bénéficier d'un rebond du cycle, industriel mais ont peu de chance d'être soutenues par la monnaie
		Asie Pacifique hors Japon		○ ○ ○	● ○ ○	○ ○ ○	Avis favorable sur Hong Kong mais défavorable sur l'Australie
		Marchés émergents	▲	○ ○ ○	● ○ ○	○ ○ ○	Nette amélioration des perspectives, se classe au second rang des marchés favoris après les États-Unis
		IMMOBILIER	Immobilier direct		○ ○ ○	● ○ ○	○ ○ ○
	REITS US			○ ○ ○	● ○ ○	○ ○ ○	Un peu cher maintenant par rapport aux grandes capitalisations américaines, Il est peu probable que les flux de trésorerie d'exploitation ajustés (« AFFO ») augmentent d'une année sur l'autre
	OBLIGATIONS SOUVERAINES	Bons du Trésor US		○ ○ ○	○ ○ ○	● ○ ○	Rendements réels positifs sur quasiment toute la courbe, les taux pourraient augmenter un peu, mais le portage est intéressant.
		Emprunts d'État américains indexés (TIPS)		○ ○ ○	○ ○ ○	● ○ ○	La Fed est prête à tolérer une inflation légèrement plus élevée, ce qui veut dire que les TIPS pourraient rester soutenus pour le moment.
		Euro, core (Bund)	▲	○ ○ ○	● ○ ○	○ ○ ○	Le rendement des Bunds est particulièrement bas, mais l'extrême souplesse de la BCE limite leur potentiel de remontée.
		Euro, périphérie (BTP)		○ ○ ○	● ○ ○	○ ○ ○	Le risque politique reste important en Italie, en partie compensé par la souplesse affichée par la BCE
		Gilts britanniques	▼	○ ○ ○	● ○ ○	○ ○ ○	Le risque d'un « Brexit » brutal s'atténue, ce qui pourrait ouvrir la voie à une expansion budgétaire et à une remontée des taux directeurs
		Emprunts d'État japonais (JGB)		○ ○ ○	● ○ ○	○ ○ ○	La fourchette d'ancrage des rendements s'est élargie, mais elle est toujours là; rendements ancrés légèrement au-dessus de zéro pour les JGB à 10 ans
		Emprunts d'État canadiens	▼	○ ○ ○	● ○ ○	○ ○ ○	Le rebond des prix du pétrole pourrait engendrer des pressions à la hausse sur les rendements; la banque centrale n'a rien intégré.
		Emprunts d'État australiens		○ ○ ○	○ ○ ○	● ○ ○	L'économie australienne s'affaiblit et les cours risquent de refléter davantage les baisses de taux de la banque centrale; nous préférons le segment à 3 ans.
	CRÉDIT	Investment grade		○ ○ ○	● ○ ○	○ ○ ○	Le taux de couverture des intérêts est à ses niveaux les plus bas du cycle et le levier reste élevé ; les notations BBB représentent plus de 50 % de l'indice.
		Haut rendement US	▲	○ ○ ○	○ ○ ○	● ○ ○	Le faible risque de récession aux États-Unis et l'attitude conciliante de la Fed favorise les actifs de portage tels que le crédit (obligations d'entreprises)
		Haut rendement Europe	▲	○ ○ ○	○ ○ ○	● ○ ○	Les spreads se sont davantage élargis que sur le HY américain; le portage est attrayant, surtout après couverture en USD
	DEVISES	Dette émergente	▲	○ ○ ○	○ ○ ○	● ○ ○	Paré sur la duration, croissance ralentie mais stable, potentiel de hausse limité de l'USD sont autant de facteurs qui favorisent la dette émergente
USD		▼	○ ○ ○	● ○ ○	○ ○ ○	L'attitude plus conciliante de la Fed réduit le risque de hausse du dollar par rapport aux monnaies du G3, avis plus mitigé par rapport aux devises émergentes	
EUR		▲	○ ○ ○	○ ○ ○	● ○ ○	L'assouplissement max de la BCE a probablement signalé le point le plus bas de la paire EUR/USD; il existe maintenant un potentiel de remontée avec la stabilisation des chiffres.	
GBP		▲	○ ○ ○	○ ○ ○	● ○ ○	Une sortie sans accord semble maintenant écartée ; ouvre la voie à une remontée de la paire GBP/USD au dessus de 1,30	
	JPY	▼	○ ○ ○	● ○ ○	○ ○ ○	Semble cantonné à une fourchette 105-115; pourrait néanmoins remonter en cas de retour des inquiétudes macroéconomiques au niveau mondial.	

Source : J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions. Avis basés sur les données et informations disponibles à fin mars 2019. 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 classes d'actifs peut contribuer à réduire la volatilité globale.

MULTI-ASSET SOLUTIONS

J.P. Morgan Multi-Asset Solutions gère 240 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.

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

- 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 décembre 2018

Pour de plus amples informations, veuillez contacter 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-GAAV_2Q19 | 0903c02a8219f62b