

# 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**

Directeur États-Unis  
Global Asset Tactical Asset Allocation  
(GTAA), Multi-Asset Solutions

**Jed Laskowitz**

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

- Nos prévisions et notre positionnement sont dominés par la prudence. Les récentes turbulences dans le secteur bancaire signifient que les conditions d'octroi des prêts vont se durcir et que le risque de récession est plus élevé et plus immédiat. L'année 2023 risque fort d'être une année de croissance décevante et d'ajustements constants.
- Les risques pesant sur la croissance semblent plus importants aux États-Unis. En Europe, la baisse des prix de l'énergie et les mesures de soutien budgétaire laissent présager une certaine résilience. La réouverture de l'économie chinoise pourrait bénéficier de la demande refoulée et du surcroît d'épargne dans le pays. Sauf récession grave aux États-Unis, l'adage habituel selon lequel « l'Amérique éternue et le reste du monde s'enrhume » pourrait bien ne pas se vérifier.
- Avec une croissance atone et des risques orientés à la baisse, notre conviction la plus forte consiste à surpondérer la duration. Nous avons une légère sous-pondération des actions, mais la désaffectation à l'égard de celles-ci depuis plus d'un an, la faiblesse du sentiment et le positionnement allégé ne justifient pas une sous-pondération plus importante.
- Nous sommes neutres sur le crédit avec une préférence pour les titres Investment Grade par rapport aux titres High Yield. Nous pensons que le dollar va s'affaiblir avec un potentiel de hausse pour le yen et l'euro. Les rendements à court terme sont attrayants, mais les liquidités constituent surtout des munitions utiles en cas de dislocations à venir.

**S'il y a un mot qui résume notre positionnement, c'est la prudence : les récentes turbulences dans le secteur bancaire signifient que les conditions d'octroi des prêts vont se durcir et donc que le risque de récession est plus élevé et plus immédiat.** Une croissance certes résiliente, mais nettement inférieure à la tendance, associée à une inflation persistante constitue toujours notre scénario de base (mais de peu). Alors que la probabilité d'une récession était retombée aux alentours de 25 % en début d'année, nous pensons qu'elle est aujourd'hui plus proche de 40 %. Nous sommes moins pessimistes que le consensus, qui la voit aux alentours de 60 %, mais les risques penchent malgré tout du côté baissier, ce qui impose de faire preuve de prudence dans l'allocation.

L'espoir d'un atterrissage en douceur orchestré par la Réserve fédérale (Fed), qui avait soutenu les marchés en janvier, s'est évanoui en mars avec l'apparition de fissures dans le système bancaire. Ces fissures pourraient bien mettre un terme au cycle de hausse des taux, mais avec le durcissement des conditions d'octroi des prêts qui prend le relais pour resserrer les conditions financières, il y a peu d'espoir qu'un assouplissement de la politique monétaire vienne soutenir les marchés d'actifs. En d'autres termes, 2023 est bien partie pour être une année de croissance décevante et d'ajustements constants.

Malgré cette prudence, nous observons des différences significatives entre régions. Les risques pesant sur la croissance semblent plus importants aux États-Unis, où les pressions subies par les banques régionales et la faiblesse du secteur immobilier limiteront probablement la production de crédit. En Europe, la baisse des prix de l'énergie et les mesures de soutien laissent présager une certaine résilience. En Chine, il semble que la demande refoulée et l'épargne accumulée pendant les années « zéro COVID » pourront soutenir l'activité dans une économie qui a maintenant réouvert. Sauf récession grave aux États-Unis, l'adage habituel selon lequel « l'Amérique éternue et le reste du monde s'enrhume » pourrait bien ne pas se vérifier.

La forte inflation continue de diviser les responsables politiques. La contraction de la masse monétaire est censée faire baisser l'inflation, mais les tensions sur les marchés de l'emploi sont synonymes de pressions haussières sur les salaires. Même si la crainte

de l'inflation est toujours présente, l'attention des investisseurs et des banques centrales s'est déplacée de l'inflation vers la croissance. On observe là encore des différences régionales : la Fed devrait marquer une pause d'ici le mois de mai, la Banque centrale européenne a réaffirmé son orientation « hawkish » et la Banque du Japon mettra probablement fin cette année au contrôle de la courbe des taux. Ces différences de politique exercent des pressions baissières sur le dollar, qui font globalement contrepoids au soutien apporté au billet vert par les flux de capitaux en quête de valeurs refuges lorsque la croissance mondiale marque le pas.

Nos choix d'allocation d'actifs reflètent notre prudence. Ils tiennent également compte de l'asymétrie des risques, de l'incidence du portage liée à l'inversion de la courbe des taux et des divergences régionales en matière de croissance et de politique monétaire. Notre conviction la plus forte est la surpondération de la durée, en particulier aux États-Unis. Nous surpondérons également les liquidités, mais avec moins de conviction, car elles représentent surtout des munitions de réserve pour nous permettre de tirer parti d'éventuelles dislocations. Nous sous-pondérons légèrement les actions, tout en notant que malgré des bénéfices en baisse et des valorisations pas réellement bon marché, le sentiment s'est modéré et les positionnements se sont allégés. En ce qui concerne le crédit, nous avons un positionnement neutre qui privilégie les titres de qualité (Investment Grade) par rapport aux titres à haut rendement (High Yield).

La fin des cycles de hausse de la Fed coïncide souvent avec une amélioration des rendements des emprunts d'État américains. L'inversion actuelle de la courbe des taux et le rendement élevé des liquidités pourraient signifier que les positions à durée plus longue seront pénalisées par un portage moins favorable. En cas toutefois de détérioration des perspectives de croissance, la performance probable des obligations apporterait un soutien bienvenu aux portefeuilles dans un large éventail de scénarios.

Parmi les marchés obligataires, nous privilégions les États-Unis et le Royaume-Uni. En ce qui concerne les devises, nous préférons le yen et l'euro au dollar, car ces deux monnaies sont avantagées par les différences de politique monétaire. L'évolution de la monnaie américaine pendant les récentes turbulences du marché montre qu'il n'y a pas de pénurie imminente de dollars, une caractéristique

courante des marchés stressés par le passé.

En ce qui concerne les actions, les risques sont orientés à la baisse dans tous nos scénarios économiques. Toutefois, le manque d'exubérance des investisseurs après la baisse de 2022 constitue un facteur favorable pour tous les scénarios de croissance, à l'exception des plus sombres. Les bénéfices devraient continuer à se détériorer, ce qui expose les actions à de multiples corrections à mesure que le stress du marché augmentera. À l'heure actuelle, nous privilégions les secteurs de meilleure qualité, générateurs de flux de trésorerie et plus défensifs. Nous pensons que les grandes capitalisations américaines se comporteront mieux que les petites capitalisations, tandis que les actions européennes et britanniques devraient faire preuve de résilience. L'affaiblissement du dollar est un facteur de soutien pour les marchés émergents, mais ce sont les perspectives de la Chine qui seront déterminantes.

Les spreads du crédit ont augmenté ces dernières semaines, se rapprochant de niveaux qui, historiquement, sont synonymes de rendements élevés. Nous craignons toutefois que le sentiment ne s'affaiblisse encore avec l'augmentation des défauts de paiement. Nous sommes neutres sur le crédit, avec une préférence pour les titres à court terme (échéance inférieure à cinq ans) et de meilleure qualité (note A ou supérieure) d'émetteurs appartenant à des secteurs plus défensifs. Nous observons par ailleurs des opportunités de valeur relative sur certains segments de la dette émergente en monnaie locale.

Dans l'ensemble, la corrélation entre les actions et les obligations devrait se réduire à mesure que l'attention des investisseurs se concentre sur les inquiétudes liées à la croissance plutôt que sur les craintes liées à l'inflation. Bien que cela favorise la diversification au sein des portefeuilles, nous sommes également conscients que l'équilibre des risques économiques pourrait s'orienter à la baisse. Notre préférence pour une surpondération de la durée plutôt qu'une sous-pondération des actions reflète notre opinion selon laquelle les obligations se comporteront bien dans la plupart des scénarios plausibles, alors que les actions sont déjà mal aimées depuis plus d'un an. À ce stade, nous en concluons qu'une sous-pondération significative des actions n'est pas justifiée.

---

## 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.

- La croissance en berne et le risque plus élevé de récession imposent de faire preuve de prudence dans l'allocation
- L'inflation devrait rester supérieure à l'objectif en 2023, mais l'attention des investisseurs se concentre aujourd'hui sur les inquiétudes liées à la croissance
- La politique monétaire et le resserrement des conditions du crédit sont sources de fortes tensions.
- L'incertitude économique croissante limite les hausses à venir, ce qui réduit la volatilité des taux.
- Forte préférence pour la durée longue en raison d'une balance des risques qui penche du mauvais côté pour les actifs plus risqués
- L'USD sera probablement à son plus haut lorsque la Fed mettra fin à son cycle de hausse, le yen japonais est mieux soutenu
- Les actions et le crédit sont vulnérables dans un contexte de baisse de la croissance, de chute des BPA et de révision à la baisse des ratios PE (cours/bénéfice)
- Principaux risques : prudence des entreprises, repli prononcé de la consommation, resserrement très net des conditions de 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	● ○ ○		Modérée	Le cycle de révision à la baisse des bénéfices se poursuit, poussant les coefficients de capitalisation (multiples) à la hausse ; la faiblesse du sentiment et les positionnement allégés compensent en partie	
	Duration	○ ○ ●	▲	Forte	La fin du cycle de hausse de la Fed et les risques baissiers qui pèsent sur la croissance renforcent l'intérêt de la duration dans les portefeuilles	
	Crédit	○ ● ○	▼		Les spreads ont augmenté, mais ne reflètent pas totalement le risque de récession ; les prêts et le crédit spéculatif apparaissent les plus vulnérables	
	Liquidités	○ ○ ●		Faible	Les rendements monétaires sont attrayants, mais les liquidités offrent moins de protection en cas de baisse du marché ; elles sont surtout une munition de réserve.	
Préférences par classes d'actifs	Actions	Grandes capitalisations US	○ ● ○	▲		De nouvelles baisses de bénéfices sont probables et les valorisations restent élevées, mais la qualité et les flux de trésorerie sont des facteurs de soutien
		Petites capitalisations US	● ○ ○	▼	Modérée	Plus exposées aux difficultés des banques régionales et de l'immobilier aux États-Unis ; plus cycliques que les valeurs du S&P
		Europe	○ ● ○			Résilience accrue des entreprises et du secteur financier, plus quelques bonnes surprises économiques ; bon marché par rapport à leurs homologues internationaux
		Royaume-Uni	○ ○ ●	▲	Faible	Très bon marché et soutenu par les signaux quantitatifs ; les risques liés à la baisse des cours des matières premières sont compensés par une composition sectorielle défensive
		Japon	● ○ ○	▼	Faible	Vulnérable à une hausse du JPY, qui pourrait faire suite à l'abandon du contrôle de la courbe des taux ; très exposé à la croissance mondiale
		Marchés émergents	○ ● ○			L'affaiblissement du dollar est favorable, tout comme les valorisations et les perspectives de bénéfices, mais le potentiel de hausse des PBA est plafonné par la croissance mondiale
	Obligations	Emprunts d'État américains	○ ○ ●		Forte	Les risques liés à la croissance sont plus prononcés aux États-Unis ; l'assainissement des bilans bancaires pourrait créer une demande supplémentaire
		Emprunts d'État du G4 (hors USA)	○ ● ○	▲		Le resserrement en cours en Europe pousse les rendements à la hausse, mais la fin du cycle de hausse de la Fed constitue un contrepoids puissant
		Dette EM en devise forte	● ○ ○		Modérée	Face au ralentissement de la croissance, la duration longue est un facteur de soutien, mais le potentiel de resserrement des spreads est limité
		Dette EM en devise locale	○ ● ○	▼		Certaines régions deviennent attrayantes en termes de rendement réel ; la pause de la Fed pourrait ouvrir la porte à un assouplissement de la politique monétaire sur les marchés émergents
		Crédit IG	○ ● ○			Les spreads ne reflètent pas les risques de récession ou de baisse des notations ; la santé des entreprises est satisfaisante, mais la duration des spreads reste sous pondérée
		Crédit HY	● ○ ○	▼	Modérée	Moins de vulnérabilités qu'à l'accoutumée à ce stade du cycle ; les spreads risquent encore d'augmenter si la croissance s'essouffle
	Devises	USD	● ○ ○	▲	Faible	L'absence de hausse du dollar dans les récentes turbulences du marché et la fin du cycle de hausse de la Fed laissent présager un pic du billet vert
		EUR	○ ○ ●		Faible	La politique de la BCE, la persistance de l'inflation, la croissance supérieure aux prévisions et la confiance des responsables politiques dans les mesures de soutien vont dans le sens d'une remontée de l'euro
JPY		○ ○ ●		Modérée	L'anticipation d'une élimination du contrôle des taux d'intérêt à la suite du changement de direction à la Banque du Japon est favorable au yen	
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 sera déterminante en 2023	

Source : J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions ; avis basés sur les données et les informations disponibles en mars 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 décembre 2022.

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](http://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-JPM54229 | 04/23 | FR | 09nj230304092349