

Les perspectives d'investissement pour 2021

Un pont sur des eaux bien agitées

Europe | Décembre 2020



SYNTHÈSE

- Le soutien des gouvernements et des banques centrales semble avoir permis aux économies de surmonter le pire de la crise de la Covid-19 et le vaccin permet d'espérer qu'une fin est en vue, ce qui devrait donner aux responsables politiques la confiance nécessaire pour en faire encore plus au cours des mois à venir.
- Les montants inouïs atteints par les niveaux d'endettement des entreprises et des États après plusieurs mois de pandémie vont probablement donner lieu à une période prolongée de faibles taux d'intérêt et à la poursuite des achats d'actifs par les banques centrales.
- En cas de rotation entre les entreprises gagnantes et perdantes sur les marchés, il sera important de distinguer les tendances contraires/porteuses cycliques de celles de long terme.
- Après une décennie de domination du marché américain, ce pourrait être au tour de l'Asie de briller. Non seulement la région a mieux réussi à contenir la pandémie, mais les perspectives de croissance structurelle sont également à son avantage.
- La dynamique en faveur de la lutte contre le changement climatique semble appelée à s'intensifier au cours de l'année à venir. Il est probable que les gouvernements utilisent des leviers réglementaires pour s'assurer le concours des capitaux privés.
- Compte tenu de l'extrême faiblesse des rendements des emprunts d'État, il est temps de repenser l'approche 60:40 en matière de construction de portefeuille. Le crédit, l'immobilier, les infrastructures et les fonds macro pourraient aider à offrir des revenus et une diversification.
- Notre scénario central pour 2021 table sur 1) la commercialisation d'un vaccin au cours du premier semestre et 2) une solide reprise au second semestre. Toutefois, les deux volets de ce scénario comportent des risques et les investisseurs doivent être particulièrement vigilants en ce qui concerne le risque d'un retour de l'inflation.

AUTEURS



Vincent Juvyns
Stratégiste marchés mondiaux



Karen Ward
Responsable de la stratégie pour la région EMOA

LES PONTS MONÉTAIRE ET BUDGÉTAIRE ONT PRIS LE RELAIS DE L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

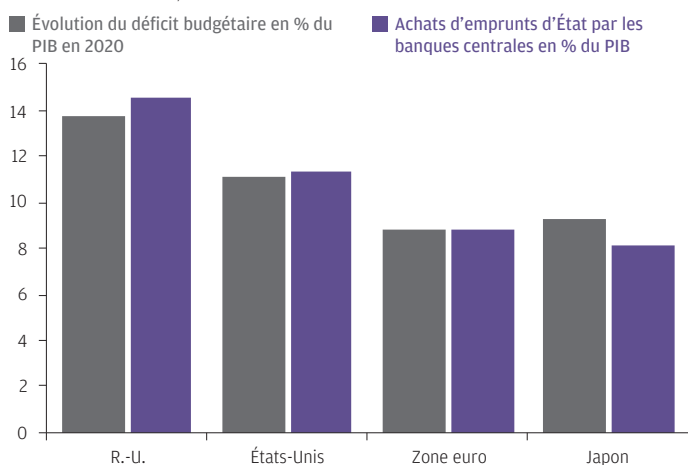
En 2020, les responsables politiques ont mis tout en œuvre pour jeter des ponts sur les eaux extrêmement agitées par la Covid-19 (**GRAPHIQUE 1**).

A l'échelle planétaire, les gouvernements ont émis des milliers de milliards de dollars de dette afin de soutenir financièrement les entreprises et les travailleurs touchés. En effet, aux États-Unis, on estime qu'environ 75 % des salariés ayant perdu leur travail ont en fait reçu davantage de l'assurance-chômage améliorée que ce qu'ils gagnaient auparavant grâce à leur emploi. Cela a contribué à favoriser la reprise lorsque les cas d'infection ont diminué durant l'été.

Graphique 1 : une activité économique soutenue par une coordination monétaire et budgétaire sans précédent

DÉFICITS BUDGÉTAIRES DES ÉTATS ET ACHATS D'OBLIGATIONS DES BANQUES CENTRALES

En % du PIB nominal, estimations 2020



Source : Banque d'Angleterre, Banque du Japon, Bloomberg, Banque centrale Européenne, FMI, Réserve fédérale américaine, J.P. Morgan Asset Management. Les déficits budgétaires en % du PIB correspondent à des prévisions pour 2020 provenant de Bloomberg Contributor Composite. Les achats d'emprunts d'État par les banques centrales correspondent aux prévisions de J.P. Morgan Asset Management pour 2020. Données au 17 novembre 2020.

Toutefois, la majeure partie des pays développés sont aux prises avec de nouvelles vagues d'infection et de nouvelles mesures de restriction destinées à contenir la propagation. L'hiver s'annonce certainement long et difficile.

En conséquence, les responsables politiques européens s'appliquent à consolider encore un peu plus leurs ponts. Les États-Unis devraient leur emboîter le pas. Nombre des initiatives budgétaires efficaces aux États-Unis ont pris fin pendant l'été et, compte tenu du risque de voir les taux d'infection freiner la reprise durant les mois d'hiver, un nouveau train de mesures budgétaires est absolument nécessaire. Il pourrait être différé jusqu'aux résultats du second tour de scrutin du 5 janvier, lequel déterminera le parti qui remportera le Sénat. Mais, un nouveau programme de relance budgétaire est probable.

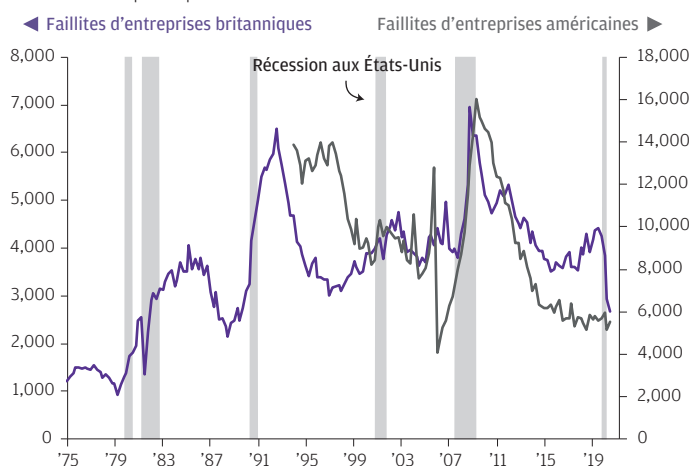
Les ponts semblent tenir

Dans l'ensemble, les mesures de soutien semblent porter leurs fruits (**GRAPHIQUE 2**). En dépit d'une chute sans précédent de l'activité, le chômage a augmenté de façon relativement modeste en Europe et a fortement reculé aux États-Unis. Les faillites d'entreprises ont également été moins nombreuses qu'on aurait pu le prévoir.

Graphique 2 : le nombre relativement modeste de faillites d'entreprises tend à indiquer que le soutien politique fonctionne

FAILLITES D'ENTREPRISES BRITANNIQUES ET AMÉRICAINES

Nombre d'entreprises par trimestre



Source : Bureau administratif des tribunaux américains (AOUSC), Refinitiv Datastream, UK Insolvency Service, J.P. Morgan Asset Management. Les périodes de « récession » sont définies sur la base des dates du cycle économique du NBER (National Bureau of Economic Research). Données au 17 novembre 2020.

Et grâce aux nouvelles relatives à des vaccins viables, le brouillard s'est dissipé et il nous est désormais possible d'apercevoir l'autre côté du pont. Il pourrait encore se trouver à plusieurs mois de distance, en fonction de la vitesse à laquelle les vaccins pourront être produits et distribués. Mais, le fait qu'une fin soit en vue devrait donner aux responsables politiques la confiance nécessaire pour consolider leurs ponts, ainsi qu'aux entreprises suffisamment d'espoir pour continuer de faire face et d'investir pendant les difficiles mois d'hiver.

Dans ces conditions, nous prévoyons que l'activité dans les économies développées demeurera déprimée au premier trimestre de l'année et possiblement au second. Toutefois, à partir du second semestre, nous pourrions assister à un solide rebond, une fois que les vaccins seront commercialisés, la demande retenue sera libérée et la vie commencera à revenir à la normale.

Les ponts se seront pas gratuits... pour les investisseurs

Les interventions politiques sans précédent ont bien soutenu l'économie. Mais, elles ont un prix. L'Institut de la finance internationale estime qu'au cours de l'année dernière, la dette publique au niveau mondial a augmenté de 8 400 milliards de dollars et la dette des entreprises non financières de 6 000 milliards de dollars. Cela signifie-t-il un retour à l'austérité budgétaire et à peu d'investissements de la part des entreprises qui pèsera sur la reprise ? Pas nécessairement. Comme nous le verrons dans le chapitre sur *Une avalanche de dettes*, nous pensons que la principale conséquence prendra la forme d'une période prolongée de faibles taux d'intérêt et de la poursuite des achats d'actifs par les banques centrales. Cela va permettre d'alléger le fardeau de la dette pour les émetteurs, mais va considérablement compliquer les performances des obligations de grande qualité.

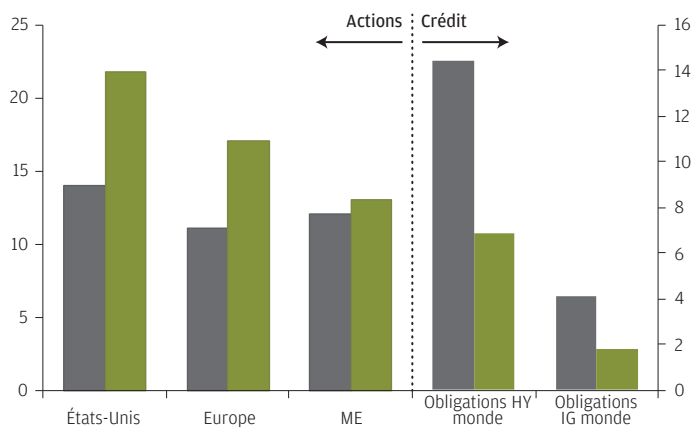
Les investisseurs devront également se retrousser les manches pour s'assurer que les actions au sein de leurs portefeuilles génèrent les performances dont ils ont besoin. Nous commençons ce nouveau cycle économique avec des valorisations plus élevées que la normale à la sortie d'une récession (**GRAPHIQUE 3**). La baisse des taux réels a soutenu les valorisations. Les taux d'intérêt étant plus proches de leur plancher nominal, un tel nouveau coup de pouce semble peu probable au cours des années à venir. Plus que jamais, l'accent devra être mis sur l'identification des régions, des secteurs et des entreprises qui présentent les perspectives de bénéfices les plus sous-estimées.

Graphique 3 : les valorisations sont plus élevées aujourd'hui qu'à la sortie de la dernière récession

VALORISATION DES ACTIONS ET DU CRÉDIT AU DÉBUT DU CYCLE

x, multiple (éch. gauche) ; pb, spread ajusté de l'option (éch. droite)

■ Avril 2009 ■ Mai 2020



Source : Bloomberg Barclays, ICE BofA, MSCI, Refinitiv Datastream, Standard & Poor's, J.P. Morgan Asset Management. Avril 2009 et mai 2020 marquent le début des deux derniers cycles aux États-Unis tels que définis par le point bas des estimations de bénéfices par action. États-Unis : indice S&P 500 ; Europe : indice MSCI Europe ; ME : indice MSCI EM ; haut rendement mondial : indice ICE BofA Global High Yield ; IG mondial : indice Bloomberg Barclays Global Aggregate - Corporates. Données au 17 novembre 2020.

Les investisseurs vont devoir se tourner vers l'ensemble des régions et des classes d'actifs pour améliorer leurs performances

Le fait d'anticiper de possibles rotations sectorielles et stylistiques pourrait contribuer à améliorer les performances. Si les nouvelles concernant l'efficacité des vaccins et leurs capacités de production continuent d'être positives, les marchés pourraient faire peu cas de l'atonie de l'activité économique à court terme. La Covid-19 a généré une dispersion considérable entre les cours des actions des entreprises qui ont facilité le passage à la vie à domicile et celles qui sont vulnérables à la nécessité de maintenir une distanciation sociale. La prime de valorisation entre les actions de croissance et « value » internationales a atteint son plus haut niveau depuis la bulle des TMT. Comme nous le verrons dans notre chapitre sur *Les entreprises gagnantes et perdantes*, nous devons être prudents quant à l'idée d'un arbitrage plein et entier des valeurs de croissance au profit de celles « value ». Nous préconisons plutôt de séparer la nature séculaire de la nature cyclique au sein des deux styles, ainsi que de se concentrer là où les valorisations actuelles sont justifiées par les perspectives de croissance des bénéficiers.

Il convient également de se pencher sur les changements régionaux au sein des allocations. La Chine a échappé aux vagues récurrentes observées ailleurs, apparemment grâce à la sophistication de son système interne de dépistage et de traçage et à l'efficacité de ses contrôles à ses frontières. En conséquence, son activité économique a renoué extrêmement vite avec ses niveaux d'avant la crise. Le récent plan quinquennal du gouvernement s'appuie sur ce rebond cyclique avec un programme structurel convaincant qui vise à opérer une transition de manière à faire reposer la croissance économique sur la consommation intérieure. Si l'on ajoute à cela le fait que les marchés de capitaux gagnent en maturité, nous pensons que nous pourrions assister à *la décennie de l'Asie* du point de vue des performances des marchés, tout comme les États-Unis ont dominé le dernier cycle.

Les investisseurs devront également être de plus en plus conscients de la façon dont leurs portefeuilles sont positionnés au regard des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance. Le Président élu Joe Biden devrait accélérer l'élan de la lutte contre le changement climatique, comme nous le verrons dans notre chapitre sur *La dynamique mondiale en faveur de la lutte contre le changement climatique*. Les responsables politiques vont actionner de nombreux et différents leviers politiques et réglementaires afin de s'assurer que les capitaux publics et privés apportent une solution au changement climatique.

Identifier des opportunités raisonnablement valorisées au regard d'une forte croissance des bénéficiers est un impératif - mais ce n'est pas une tâche inhabituelle pour les investisseurs. Ce qui est plus nouveau, c'est la difficulté désormais rencontrée pour construire un portefeuille équilibré et résistant. Les emprunts d'État refuges sont peu attractifs à des taux d'intérêt réels aussi négatifs, mais les délaisser purement et simplement pourrait conduire les portefeuilles des investisseurs à devenir beaucoup plus volatil. Dans le chapitre où nous abordons le fait de *Repenser l'approche 60:40*, nous envisageons quelques idées pour la construction des portefeuilles.

Enfin, après une année jusque-là inédite, nous ne devons pas sous-estimer les risques. Dans notre dernier chapitre, nous fournissons un aperçu de nos *Principales prévisions et principaux risques*, tant en termes de scénarios macroéconomiques que d'idées de portefeuille.

Le risque haussier majeur est celui d'une reprise qui s'installe plus rapidement et qui est plus synchronisée entre les régions que dans le cadre de notre scénario central. Le risque baissier qui nous apparaît le plus préoccupant est celui du grand retour de l'inflation plutôt que de la croissance. Les banques centrales seraient alors obligées de définir une stratégie de sortie de leur politique actuelle beaucoup

plus rapidement que ne le prévoit le marché. Cette situation perturberait les perspectives économiques, mais les difficultés pour les marchés pourraient être plus extrêmes, comme nous avons pu le voir lors du « taper tantrum » de 2013.

L'AVALANCHE DE DETTES IMPLIQUE DES TAUX D'INTÉRÊT PLUS BAS PENDANT ENCORE PLUS LONGTEMPS

Les entreprises et les États ont été contraints d'emprunter des milliers de milliards de dollars pour couvrir les pertes de revenus pendant la période où la Covid-19 a limité l'activité économique. On aurait pu s'attendre à ce que des emprunts de cette ampleur exerce des pressions haussières sur les taux d'intérêt mondiaux. Mais, les interventions exceptionnelles des banques centrales ont permis de l'éviter. Dans les pays développés, les banques centrales ont absorbé la totalité des nouvelles émissions des États cette année (**GRAPHIQUE 1**).

Les interventions n'ont pas été circonscrites aux emprunts d'État. La décision de la Réserve fédérale d'acheter même des obligations d'entreprises à haut rendement a donné aux investisseurs l'assurance nécessaire pour se tourner vers les marchés du crédit dans leur quête de rendement. Cela a permis de soutenir les cours dans l'ensemble de l'univers obligataire.

Il est peu probable que les banques centrales mettent fin à ce soutien dans un avenir proche. Les problèmes d'inflation structurels en Europe et au Japon donnent à penser que les taux d'intérêt négatifs et les achats d'actifs devraient se poursuivre au moins jusqu'à la fin de l'année 2021.

Aux États-Unis, le nouvel objectif d'inflation moyenne de la Réserve fédérale (Fed) rend possible pour elle le fait de conserver une politique monétaire accommodante pendant un certain temps encore. Viser une période d'inflation supérieure à l'objectif retarde pour l'essentiel le moment durant la phase d'expansion où la Fed pourrait commencer à retirer son soutien et cela aura pour effet de créer un plafond pour le rendement de l'emprunt d'État à 10 ans. Avec le temps, nous nous attendons à voir d'autres banques centrales adopter une même approche.

En résumé, les taux d'intérêt sont susceptibles de rester à ces niveaux pendant une période considérable. En effet, nous avons dans l'idée que nous allons assister à une version plus modérée de ce qui s'est passé au cours de l'après-guerre, une période durant laquelle le contrôle de la courbe des taux conjugué à la répression financière a permis de maintenir les taux d'intérêt à un niveau bas en dépit l'accélération de l'activité nominale. Cela a permis aux gouvernements de surmonter relativement facilement leurs niveaux d'endettement (**GRAPHIQUE 4**).

Tant que l'inflation reste modérée, il devrait être relativement aisé pour les responsables politiques de faire face. Mais, des problèmes se poseront si l'inflation revient de manière plus prononcée que lors de la dernière expansion. Nous n'excluons pas ce risque. Au cours de la dernière expansion, les banques centrales se sont trouvées confrontées à une situation considérablement défavorable dans la mesure où les banques et les gouvernements sont sortis de la récession après plusieurs années de priorité accordée au désendettement. Les banques centrales avaient le pied sur l'accélérateur, tandis que les banques commerciales et les gouvernements avaient le leur sur le frein. Selon nous, les gouvernements s'en feront cette fois-ci beaucoup moins pour la

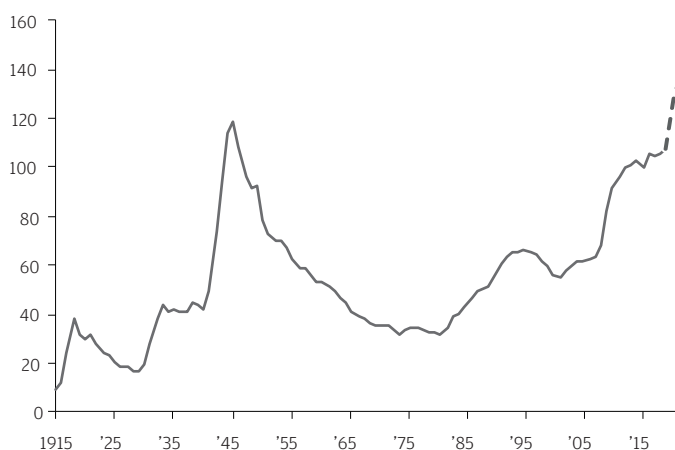
réduction des déficits.

Malgré cela, nous demeurons relativement sûrs que l'inflation dans la zone euro et au Japon restera faible. Leurs problèmes désinflationnistes structurels semblent s'être aggravés en 2020.

Graphique 4 : des taux d'intérêt bas aideront les gouvernements à faire face à leur endettement

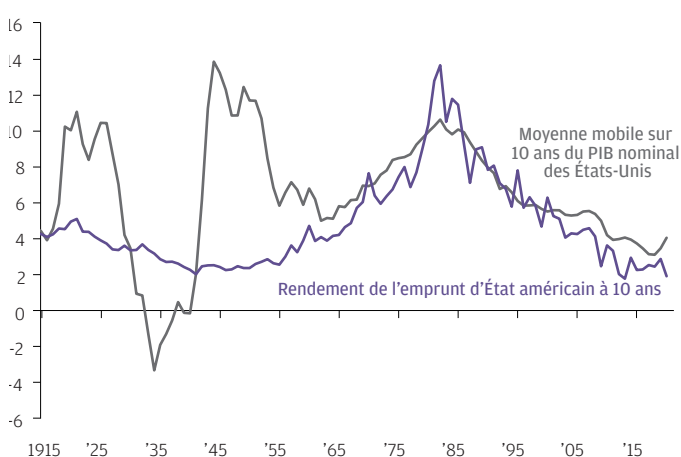
ENCOURS DE LA DETTE PUBLIQUE FÉDÉRALE AMÉRICAINE

En % du PIB nominal, par année fiscale



CROISSANCE DU PIB NOMINAL AMÉRICAIN ET RENDEMENT DES BONS DU TRÉSOR À 10 ANS

En %, la croissance du PIB nominal correspond au % de variation en glissement annuel

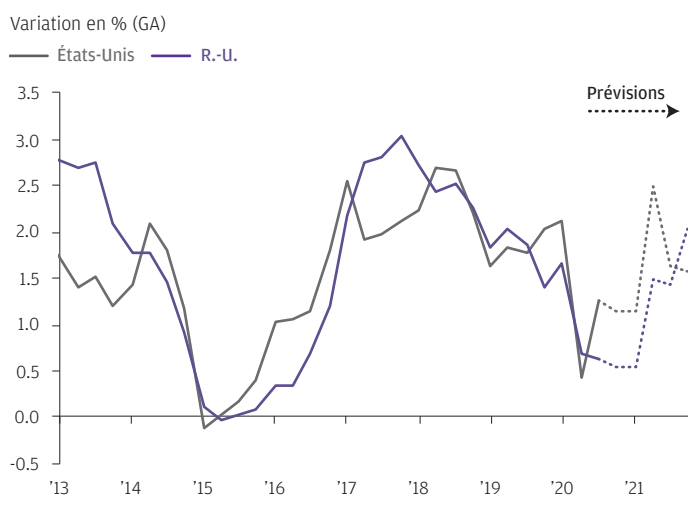


Source : (graphique du haut) Haver Analytics, US Office of Management and Budget, J.P. Morgan Asset Management. Prévisions JPMAM à partir de 2020. (Graphique du bas) BEA, Haver Analytics, Robert Shiller, J.P. Morgan Asset Management. Données au 17 novembre 2020.

Les États-Unis et le Royaume-Uni méritent peut-être une surveillance plus étroite, en particulier lorsque les effets de base deviendront moins favorables au cours du printemps (**GRAPHIQUE 5**).

Graphique 5 : l'inflation pourrait devenir un sujet de conversation plus important lorsque les effets de base se feront moins favorables

INFLATION GLOBALE EFFECTIVE ET PRÉVUE AU ROYAUME-UNI ET AUX ÉTATS-UNIS



Source : BLS, ONS, recherche J.P. Morgan Securities, J.P. Morgan Asset Management. Les prévisions sont celles de J.P. Morgan Securities Research et sont valables à partir du quatrième trimestre 2020. Données au 17 novembre 2020.

Ce contexte explique notre aversion pour les emprunts d'État. Pour autant, nous ne sommes pas d'avis qu'il faille totalement leur tourner le dos. Si les taux d'intérêt ne se normalisent pas au cours des années à venir, au prochain choc économique, quelle qu'en soit la cause, les banques centrales telles que la Banque d'Angleterre et la Réserve fédérale américaine pourraient n'avoir d'autre choix que d'utiliser des taux d'intérêt négatifs. Une allocation modérée aux emprunts d'État à long terme apparaît toujours judicieuse en guise d'assurance contre le risque baissier compte tenu des performances qui pourraient être générées dans le cas d'une telle évolution vers des taux d'intérêt négatifs. Bien sûr, ces obligations risquent de souffrir en cas de regain de vigueur de l'activité économique. Mais, dans ce scénario, nous nous attendons à ce que d'autres actifs du portefeuille, comme les actions, fassent office de contrepoids.

Toutefois, le rôle que les emprunts d'État américains, britanniques et d'autres pays développés ont joué dans un portefeuille pourrait être de plus en plus repris par des obligations d'État « investment grade » et de la dette souveraine émergente de grande qualité. Nous reviendrons sur ce point dans le chapitre où nous abordons le fait de *Repenser l'approche 60:40*.

Les investisseurs avides de revenus vont également devoir s'en remettre davantage aux actions de leur portefeuille pour leur fournir des dividendes. Bien sûr, les dividendes ont été réduits en même temps que les taux d'intérêt en 2020, mais la situation a cependant varié d'une région à l'autre. Les marchés au Royaume-Uni et en Europe continentale ont figuré au centre de la tourmente, tandis que la baisse des taux de distribution et le recours accru aux rachats (qui sont généralement interrompus avant que les entreprises ne modifient leur politique en matière de dividendes) ont permis aux

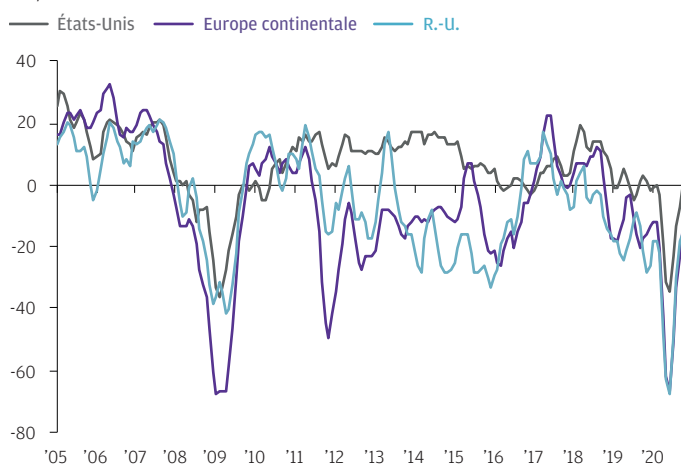
actions américaines de générer des revenus beaucoup plus résistants.

Mais, une nouvelle fois, on commence à voir la lumière au bout du tunnel (**GRAPHIQUE 6**). En Europe, les révisions des analystes en matière de prévisions de dividendes ont très fortement rebondi après avoir atteint leur point bas pendant l'été. Dans le même temps, les flux de capitaux de portefeuille révèlent que l'appétit des investisseurs pour les stratégies axées sur les dividendes ne cesse de s'améliorer depuis le mois d'août. Les valorisations sont également attractives : les actions à dividendes élevés sur les marchés développés se négocient en effet à environ deux écarts-types en dessous de leur valorisation moyenne à long terme par rapport aux actions de croissance. D'un point de vue sectoriel, la finance et l'énergie ont historiquement été deux sources clés de dividendes. Suite à l'interdiction de la distribution de dividendes par les banques au Royaume-Uni et dans la zone euro en 2020, l'amélioration en général de leurs fonds propres devrait permettre aux banques de recommencer à verser des dividendes à un moment donné l'année prochaine lorsque les autorités de régulation le permettront, tandis qu'un rebond du prix du pétrole améliorerait également les perspectives du secteur de l'énergie. Toutefois, nous déconseillerions de se fier au passé afin d'identifier les plus gros verseurs de dividendes. En effet, des dividendes résistants dans des secteurs tels que celui des services aux collectivités semblent bien placés pour continuer d'enregistrer une croissance régulière, tandis que certains secteurs plus cycliques, comme notamment celui de la construction de logements, connaissent un fort rebond. Ce faisant, les contributions aux dividendes devraient ainsi être plus diversifiées à l'avenir.

Graphique 6 : les perspectives de dividendes s'améliorent

RATIOS DES RÉVISIONS DE DIVIDENDES

Révisions nettes en pourcentage du total des révisions des estimations de dividendes, moyenne mobile sur 3 mois



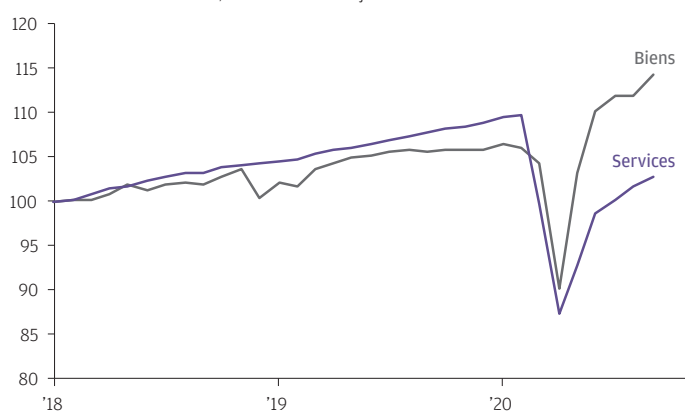
Source : IBES, MSCI, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Données au 17 novembre 2020.

LA SITUATION POUR LES GAGNANTS/PERDANTS DE LA COVID-19 POURRAIT CHANGER

La nature extrêmement inhabituelle de la récession liée à la Covid-19 a créé des différences marquées entre les gagnants et les perdants. D'un point de vue macroéconomique, les secteurs des services ont souffert de manière disproportionnée des restrictions en matière de distanciation sociale. Mais, cette malchance a profité à certains fabricants dans la mesure où les ménages ont réorienté leurs dépenses de l'expérience vers les produits (GRAPHIQUE 7). Cette situation a également influé sur les performances régionales en ce sens où les pays qui sont fortement dépendants des services, et du tourisme en particulier, ont généralement sous-performé leurs homologues plus axés sur l'activité manufacturière.

Graphique 7 : les gens ont dépensé là où ils pouvaient
DÉPENSES DE BIENS ET SERVICES DE CONSOMMATION AUX ÉTATS-UNIS

Niveau de l'indice nominal, indexé à 100 en janvier 2018



Source : BEA, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Dernières données disponibles en date du 17 novembre 2020.

Les performances du marché ont été tout aussi divisées durant la majeure partie de l'année 2020 : les entreprises aux activités davantage liées à la technologie/Internet ont ainsi tiré profit de leur capacité à accroître leurs bénéfices, tandis que la plupart des autres ont pâti non seulement d'énormes pressions sur les bénéfices, mais également de la baisse du taux d'actualisation utilisé pour calculer la valeur actuelle de ces bénéfices futurs (GRAPHIQUE 8). Au cours de l'été, l'écart de valorisation entre les actions croissance et les actions « value » a atteint des niveaux jamais observés depuis la bulle technologique.

Les progrès réalisés dans la mise au point d'un vaccin ont déjà modifié cette situation à l'approche de 2021. Le jour où la nouvelle d'un vaccin efficace a été annoncée, les actions « value » internationales ont connu leur meilleur jour par rapport aux actions de croissance depuis le début de l'enregistrement des statistiques. La question clé pour l'année prochaine est celle de savoir dans quelle mesure nous pouvons être sûrs que l'inversement de la dynamique entre les gagnants et les perdants peut s'inscrire dans la durée.

À elles seules, les valorisations pourraient permettre de penser que cette rotation a la possibilité de se poursuivre. En dépit du très fort rebond des secteurs ayant sous-performé en 2020, à l'instar de ceux de la finance et de l'énergie, depuis l'annonce du vaccin, ces deux derniers accusent toujours un retard important par rapport aux grands indices depuis le début de l'année. Des valorisations moins élevées sont également observées dans des régions comme le Royaume-Uni et l'Europe où les secteurs « value » sont davantage représentés, tandis que les indices américains apparaissent

Graphique 8 : les valeurs de croissance ont bénéficié de la réorientation des dépenses en 2020

PERFORMANCES DES INDICES MSCI WORLD GROWTH ET MSCI WORLD VALUE

Niveau des indices, indexé à 100 en janvier 2020



Source : MSCI, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Données au 16 novembre 2020.

relativement plus chers compte tenu de la part belle faite aux « géants technologiques ».

Il se peut qu'à un moment donné nous observions une surperformance plus marquée des titres « value » sur ceux de croissance. Mais, selon nous, un signe avant-coureur de cela serait des taux d'intérêt plus élevés et une courbe des taux des emprunts d'État plus pentue, deux facteurs négatifs pour les actions de croissance et favorables aux établissements financiers au sein du style « value ». Ce scénario nécessiterait une accélération plus importante de la croissance du PIB nominal et une réduction plus rapide des achats d'actifs par les banques centrales que dans notre scénario central. Les taux d'intérêt étant plafonnés par le poids de la dette, nous considérons ce scénario comme un risque haussier plutôt que comme notre projection centrale.

Pour le moment, nous pensons que la clé d'une allocation performante entre les différents secteurs des marchés actions - et donc entre les régions - va être de différencier les vents contraires/porteurs séculaires et ceux de nature cyclique. Pour les secteurs de croissance, la récession provoquée par la Covid-19 a été le catalyseur ayant permis de concentrer de nombreuses années d'avancées et d'adoptions technologiques sur quelques trimestres. Nous sommes convaincus que les entreprises vont consacrer une plus grande partie de leurs ressources à la technologie à l'avenir et entrevoyons de nombreux bénéficiaires de ce changement séculaire, y compris au sein de secteurs profitant des progrès de la technologie des semi-conducteurs et de l'adoption de l'informatique en cloud. Toutefois, dans d'autres cas, les valorisations des actions de croissance semblent supposer que les comportements vont définitivement témoigner d'un environnement contraint par la Covid-19. Les investisseurs doivent veiller à que le prix qu'ils paient pour une entreprise est justifié par les perspectives de bénéfices et la part de marché potentielles dans un monde post-Covid, et pas seulement par l'environnement très inhabituel de l'année dernière.

Le même débat entre les facteurs cycliques et séculaires peut être utilisé pour évaluer les opportunités au sein du style « value ». En termes très simples, nous nous attendons à ce que les entreprises et les pays qui ont le plus souffert de la pandémie soient les plus

grands bénéficiaires d'un vaccin. Toutefois, les progrès médicaux ne peuvent pas éliminer tous les facteurs négatifs pour toutes les entreprises. Prenons par exemple le secteur de l'énergie. L'amélioration des perspectives économiques devrait clairement contribuer à exercer des pressions haussières sur le prix du pétrole à mesure que la demande se normalise et les groupes énergétiques devraient en bénéficier en conséquence. Mais, des vents contraires séculaires subsistent dans la mesure où le monde est en train d'opérer une transition au détriment des combustibles fossiles et en faveur des énergies renouvelables (se reporter au chapitre sur *La dynamique mondiale en faveur de la lutte contre le changement climatique*) Une minutieuse sélection de valeurs sera toujours de rigueur.

En résumé, les progrès vers un vaccin vont imposer l'année prochaine une approche beaucoup plus équilibrée entre les styles, les secteurs et les régions. Nous nous attendons à ce que s'atténuent les difficultés importantes créées par la Covid-19 aux entreprises ayant sous-performé en 2020, ce qui devrait favoriser une rotation sur l'ensemble des marchés. Mais, tout comme nous avons évité de préconiser une approche « inconditionnelle » à l'égard des valeurs de croissance en 2020, nous ne voyons pas l'année à venir comme étant propice à s'exposer aveuglément et systématiquement aux seules actions les moins chères. Un vaccin sera certes un grand pas en avant, mais il ne guérira cependant pas tous les maux.

LA DÉCENNIE DE L'ASIE

Pour les investisseurs, la dernière décennie a été dominée par les performances des marchés américains. Cette période a été marquée par dix années de performances exceptionnelles des actifs américains et d'appréciation du dollar. Selon nous, la prochaine décennie pourrait être celle des marchés asiatiques.

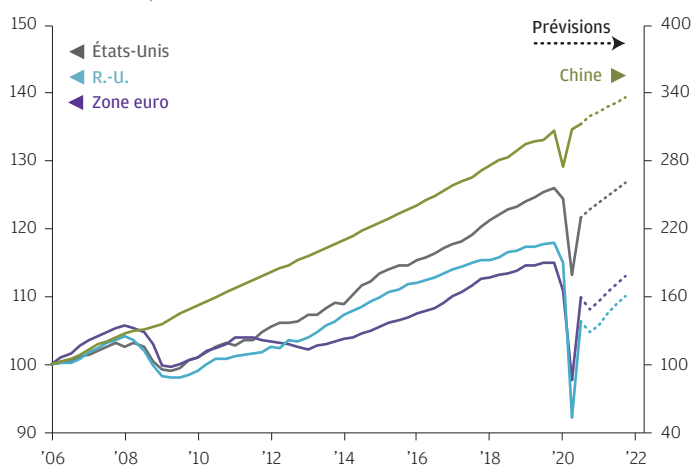
Les crises conduisent souvent à des changements de tendance à long terme dans les performances des marchés. La fin du boom des TMT en 2000 a marqué la fin de la surperformance des valeurs de croissance américaines et a été suivie d'une période de solides performances des actions « value », émergentes et européennes. Après la crise financière mondiale, le pendule a de nouveau penché en faveur des États-Unis.

Nos prévisions d'un changement similaire cette fois-ci sont fondées sur nos perspectives macroéconomiques et sur les changements structurels qui se produisent à mesure que les marchés de capitaux asiatiques gagnent en maturité. Les économies nord-asiatiques (Chine, Corée, Taiwan), qui représentent la majeure partie de l'univers d'investissement en Asie, ont mieux réussi à contenir la pandémie que le reste du monde. Les nouveaux cas quotidiens de Covid-19 par million de personnes, même au plus fort des contaminations, ne représentaient qu'une fraction de ceux des autres régions. Grâce à des épisodes de recrudescence limités et à la capacité à tracer efficacement les infections, ces économies semblent avoir laissé la Covid-19 derrière elles. Alors que l'Europe et les États-Unis sont encore aux prises avec d'importantes mesures de restriction destinées à contenir la propagation du virus, la Chine a quant à elle déjà renoué avec ses niveaux d'activité d'avant la crise (**GRAPHIQUE 9**).

Graphique 9 : le rebond de la Chine a été extraordinaire

NIVEAUX DU PIB RÉEL

Niveau de l'indice, indexé à 100 au T1 2006



Source : BEA, Bloomberg, Eurostat, Bureau national des statistiques de Chine, ONS, J.P. Morgan Asset Management. Les prévisions de Bloomberg Contributor Composite. Données au 17 novembre 2020.

En dépit de la croissance rapide de la consommation intérieure, les économies et les marchés asiatiques demeurent extrêmement tributaires des dynamiques internationales de la production et du commerce. Mais, ce qui a été un désavantage pour la région au cours des dernières années de conflit commercial a été récemment un avantage relatif dans la mesure où les consommateurs au niveau mondial ont réorienté leurs dépenses des services vers les biens.

L'avantage en matière de rendements

L'Asie ayant réussi à contrôler l'épidémie, sa réponse budgétaire et monétaire à la crise de la Covid-19 a été sensiblement plus modeste qu'en Europe et aux États-Unis. En conséquence, les bilans des banques centrales sont moins hypertrophiés et les rendements obligataires ont moins baissé que ceux des emprunts d'État américains.

Les changements structurels intervenant sur le marché obligataire de la région renforcent encore un peu plus son attractivité pour les investisseurs obligataires internationaux. Dans le passé, un accès restreint et une convertibilité limitée des devises ont empêché les marchés obligataires asiatiques de jouer un rôle majeur pour les investisseurs internationaux. Mais, sous l'effet de l'augmentation des besoins de financement de la région, la situation évolue rapidement. Suite à l'ouverture du marché de 15 000 milliards de dollars des obligations en yuan aux acheteurs étrangers, les investisseurs obligataires internationaux en quête de rendement ont désormais la possibilité d'investir dans des emprunts d'État qui rapportent plus de 3 %. En plus d'offrir des rendements plus élevés, les obligations chinoises libellées en yuan ont une corrélation relativement faible avec les obligations des pays développés et de zéro avec les performances des actions internationales, permettant ainsi d'améliorer la diversification des portefeuilles et les performances ajustées du risque.

Au cours des 12 dernières années, la corrélation entre les performances mensuelles des obligations en yuan et celles des pays développés a été de 0,1. La Chine ayant réussi à contenir la pandémie de Covid-19 et, par là même, ayant désynchronisé son cycle économique par rapport au reste du monde, on peut s'attendre à ce que les corrélations restent faibles pour le moment. Le fait que le yuan demeure dans une certaine mesure géré par les autorités, ce qui en réduit la volatilité, renforce également l'attractivité.

L'avantage en matière de croissance

Les marchés actions nord-asiatiques ont surperformé de nombreux indices des pays développés en 2020, en grande partie grâce à leur meilleure situation économique et à la pondération relativement élevée des entreprises technologiques et Internet. Nous nous attendons à une poursuite de cette surperformance, et ce, pour deux raisons. A court terme, cette surperformance s'explique par le fait que l'activité dans les pays développés va rester limitée jusqu'à ce que les vaccins soient largement distribués et que la vie puisse reprendre son cours normal.

A plus long terme, les perspectives de croissance structurelle en Asie sont soutenues par l'urbanisation et l'essor de la classe moyenne. Ces tendances devraient se poursuivre au cours de la prochaine décennie dans trois des pays les plus peuplés du monde - la Chine, l'Inde et l'Indonésie - créant ainsi de grands marchés intérieurs et tirés par la consommation. Le nouvel accord de libre-échange (Partenariat économique régional global) couvre 10 pays de l'ANASE, ainsi que la Chine, le Japon, la Corée, l'Australie et la Nouvelle-Zélande. Ces 15 nations représentent près d'un tiers du PIB mondial. Il devrait contribuer à conforter encore un peu plus les perspectives de croissance à long terme. L'accord devrait éliminer 90 % des droits de douane entre les partenaires commerciaux si tous les composants du produit sont fabriqués à l'intérieur de la zone de libre-échange

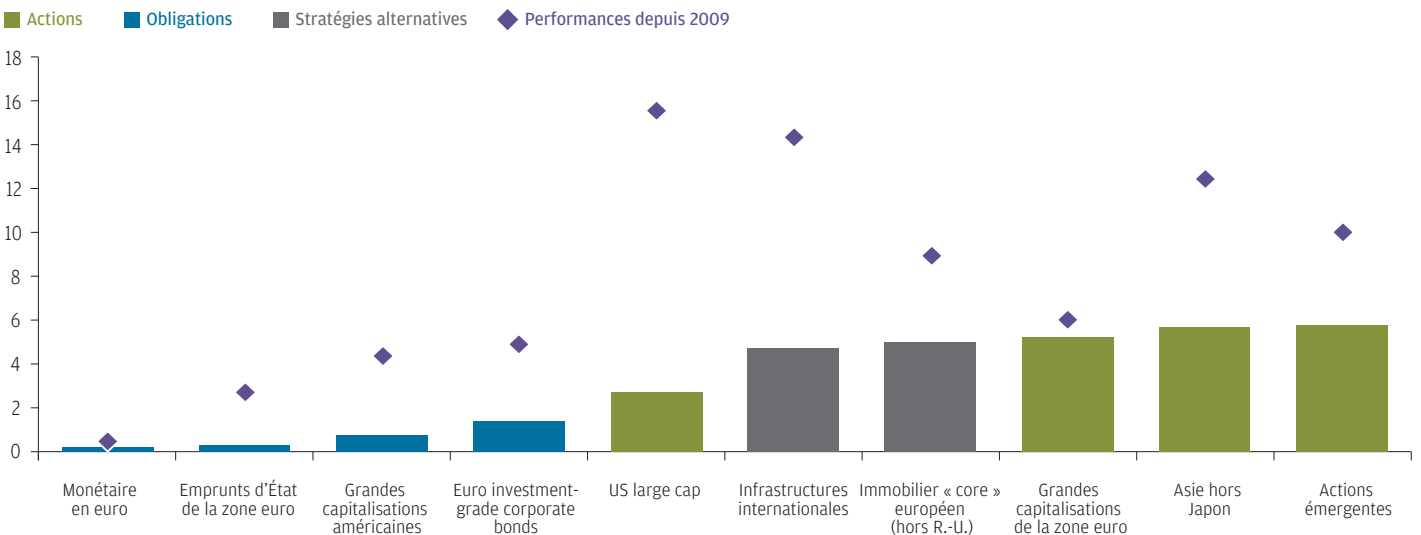
Cette disposition relative à la règle de la provenance pourrait approfondir les chaînes d'approvisionnement au sein de la région dans la mesure où elle incite les signataires à mettre en place l'ensemble de la chaîne logistique dans la nouvelle zone de libre-échange.

En conséquence, les entreprises asiatiques vont se voir offrir de nombreuses opportunités de croissance dans les années à venir. Présentés dans le dernier plan quinquennal, les efforts de la Chine visant à remonter le long de la chaîne de valeur devraient faciliter sa transition vers une économie à revenu élevé et l'aider à surmonter l'impact négatif de la détérioration de sa situation démographique. Les actions asiatiques ont fortement progressé en 2020 ; néanmoins, nos Hypothèses 2021 de rendement à long terme des marchés de capitaux (LTCMA 2021) suggèrent que les actions asiatiques ont encore la capacité de surperformer les marchés actions développés de 2,2 % par an au cours des 10 à 15 prochaines années (**GRAPHIQUE 10**). Les signes de plus en plus nombreux attestant d'un essoufflement du marché haussier long de 10 ans du dollar américain renforcent encore notre opinion selon laquelle les dix prochaines années pourraient être considérées comme la décennie asiatique.

Graphique 10 : les actions asiatiques apparaissent favorables sur la base de nos projections à long terme

HYPOTHÈSES 2021 DE RENDEMENT À LONG TERME DES MARCHÉS DE CAPITAUX (LTCMA) POUR LES 10-15 PROCHAINES ANNÉES

Performances annualisées en EUR (%)



Source : *Hypothèses 2021 de rendement à long terme des marchés de capitaux (LTCMA)*, J.P. Morgan Multi-Asset Solutions, J.P. Morgan Asset Management. Les performances s'entendent en valeur nominale et en EUR. Les performances passées sont calculées à partir du début de l'année 2009 jusqu'à la fin octobre 2020 où jusqu'aux données disponibles les plus récentes. Les projections présentées dans le graphique ci-dessus sont fondées sur les hypothèses de rendement à long terme (10-15 ans) des marchés de capitaux pour les principales classes d'actifs de J.P. Morgan Asset Management. Elles n'incluent que la performance de l'indice associé au portefeuille et non l'alpha des stratégies sous-jacentes au sein de chaque classe d'actifs. Les hypothèses ne sont présentées qu'à titre d'illustration. Données au 31 octobre 2020.

LA DYNAMIQUE MONDIALE EN FAVEUR DE LA LUTTE CONTRE LE CHANGEMENT CLIMATIQUE

Durant la majeure partie de ces dernières années, la lutte contre le changement climatique est apparue comme étant uniquement une priorité européenne. Les responsables politiques européens ont clairement montré la voie à suivre : même avant le retrait des États-Unis de l'accord de Paris, l'UE avait fixé des objectifs de réduction plus ambitieux et avait fait davantage de progrès pour les atteindre. De plus, leurs efforts se sont intensifiés en 2020 avec l'engagement de la Commission européenne d'accroître ses investissements verts dans le cadre de son Pacte vert et de consacrer 30 % du fonds de relance phare de l'UE à des initiatives écologiques.

2021 va s'accompagner d'un renforcement de la dynamique mondiale en faveur de la lutte contre le changement climatique, lequel pourrait être officialisé lors de la 26^{ème} conférence des Nations Unies sur le changement climatique (COP26) qui se tiendra à Glasgow en novembre 2021. Cela pourrait avoir de vastes conséquences sur notre façon de vivre, de produire et de consommer, lesquelles ne manqueraient pas d'influer sur le paysage boursier.

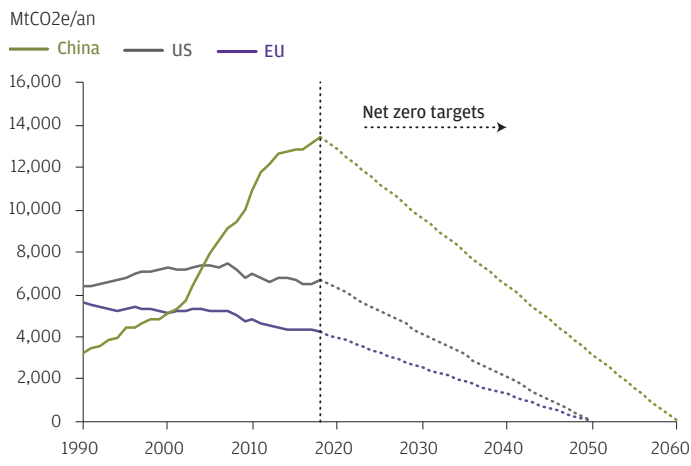
L'élection de Joe Biden aux États-Unis est un élément important qui contribue à nos anticipations d'une dynamique revigorée. Le Président élu a déclaré que le retour dans l'accord de Paris serait une priorité du premier jour. En plus d'adopter et de diriger une approche multilatérale sur le changement climatique à l'étranger, Joe Biden ambitionne de s'attaquer au changement climatique sur le sol national en signant une série de décrets pour s'assurer que « les États-Unis parviennent à une économie 100 % d'énergie propre et zéro émissions nettes au plus tard en 2050 ». Toutefois, comme Joe Biden devra probablement gouverner le pays avec un Congrès divisé, il devra se concentrer sur des « carottes » fiscales pour atteindre ses objectifs climatiques plutôt que sur des « bâtons » (comme l'utilisation de taxes) afin de rallier le soutien des républicains.

La Chine a également renforcé ses intentions cette année en donnant la priorité à la croissance durable dans le cadre de son nouveau plan quinquennal et s'est fixé comme objectif de devenir neutre en carbone d'ici 2060. Si cela peut sembler moins ambitieux que l'objectif de 2050 de l'UE et de Joe Biden, il impliquerait néanmoins un changement radical par rapport à la trajectoire suivie jusqu'à présent par la Chine. L'accent sera mis davantage sur la qualité que sur la quantité de la croissance économique, avec des mesures de plus en plus nombreuses liées à la lutte contre les émissions de carbone et à la protection de l'environnement.

Le **GRAPHIQUE 11** illustre à quel point l'UE, les États-Unis et la Chine sont actuellement loin des objectifs d'émissions qu'ils se sont fixés. Leurs efforts vont devoir s'intensifier de manière significative dans les années à venir. Pour les gouvernements, c'est l'occasion de faire d'une pierre deux coups : verdir et relancer leur économie. Les niveaux élevés d'endettement public pourraient limiter les ambitions en matière de dépenses, mais cela implique probablement le recours par les responsables politiques à des leviers réglementaires afin de s'assurer que des capitaux privés représentent une composante clé de la solution. Là encore, c'est un élément que les investisseurs doivent comprendre.

Graphique 11 : toutes les régions devront intensifier leurs efforts pour atteindre leurs objectifs climatiques

OBJECTIFS D'ÉMISSIONS

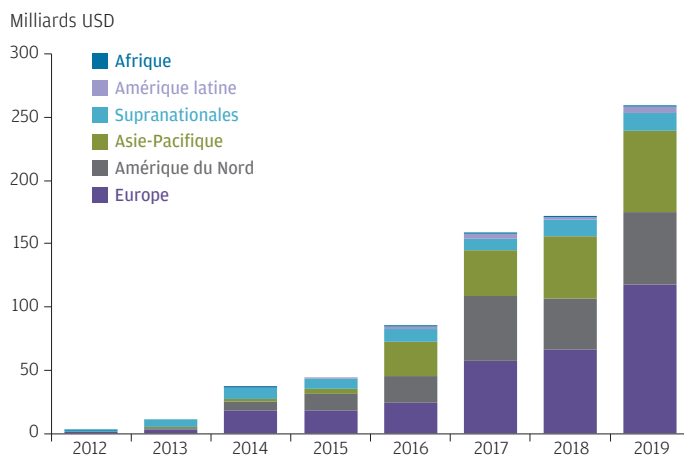


Source : ClimateActionTracker, J.P. Morgan Asset Management. MtCO2e est une tonne d'équivalent dioxyde de carbone. Données au 31 octobre 2020.

D'un montant de plusieurs milliers de milliards de dollars, les projets d'infrastructures vertes prévus dans les prochaines années offrent d'appréciables opportunités aux investisseurs dans les actions, les obligations et les actifs réels. Le marché relativement jeune des obligations vertes et la croissance rapide de ses émissions à l'échelle mondiale fournissent un indicateur utile de l'évolution possible de ces opportunités (**GRAPHIQUE 12**). La demande d'obligations vertes devrait continuer de bénéficier de leviers réglementaires. Les banques centrales, telles que la BCE, qui considèrent de plus en plus le changement climatique comme faisant partie de leur mandat, débattent également du rôle des obligations vertes dans le cadre de leurs larges initiatives de politique monétaire, ce qui pourrait conférer un avantage de cours relatif aux obligations vertes par rapport à d'autres obligations dotées de notations et d'échéances similaires.

Graphique 12 : les émissions d'obligations vertes devraient continuer de croître fortement

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS VERTES PAR RÉGION



Source : Climate Bonds Initiative, J.P. Morgan Asset Management. Données au 17 novembre 2020.

REPENSER LE PORTEFEUILLE 60:40

Les emprunts d'État ont habituellement offert des revenus et la possibilité de solides performances positives durant une récession. Équilibrer une exposition aux actions à l'aide d'une importante allocation aux emprunts d'État est donc devenu un principe fondamental de la construction de portefeuille. Mais, compte tenu de l'extrême faiblesse actuelle de leurs rendements, les emprunts d'État offrent peu de revenus ou de potentiel d'appréciation, obligeant ainsi les investisseurs à repenser leur approche en matière de diversification et de génération de revenus.

Au cours de la prochaine décennie, un portefeuille traditionnel investi à hauteur de 60 % d'actions et de 40 % d'obligations de la zone euro ne devrait rapporter qu'environ 3,5 % par an (estimations LTCMA 2021). Mais, de nombreux investisseurs exigent de leurs portefeuilles des rendements supérieurs et des performances plus élevées.

En quête de revenus plus élevés

Le **GRAPHIQUE 13** illustre les rendements offerts par diverses classes d'actifs obligataires et les corrélations de celles-ci avec les actions internationales. Si des rendements plus élevés existent bel et bien pour les investisseurs prêts à regarder au-delà des emprunts d'État des pays développés, toute la difficulté consiste cependant à construire un portefeuille obligataire générant un rendement suffisant sans pour autant trop accroître la corrélation avec les actions.

Les investisseurs pourraient se sentir à l'aise avec le fait de consacrer une part plus importante de leur allocation obligataire au crédit en présumant que tout risque baissier sera plafonné par l'intervention des banques centrales. Toutefois, nous déconseillons l'abandon de toute attention portée aux fondamentaux. Compte tenu des incertitudes qui persistent à court terme, les investisseurs qui

commencent à tourner le dos aux emprunts d'État au profit des marchés du crédit pourraient avoir intérêt à se concentrer sur les segments de meilleure qualité. Nous n'oublions également pas que la dépendance à l'égard du soutien des banques centrales entraîne le risque d'événements du type « taper tantrum » de 2013.

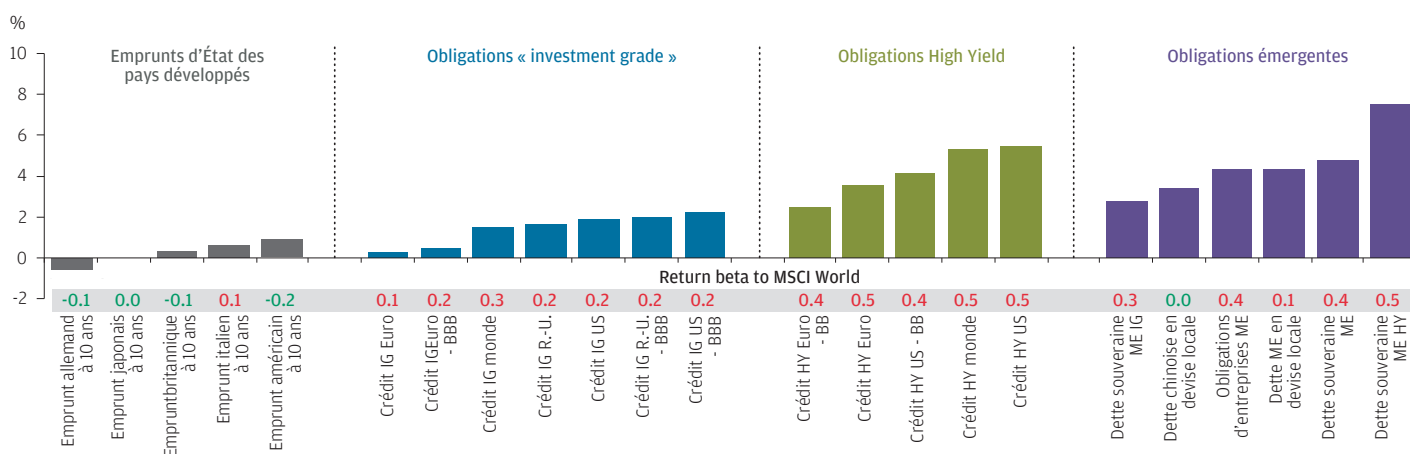
Les obligations souveraines chinoises offrent une solution potentielle avec un rendement de 2 % à 3 % selon l'échéance, pratiquement aucune corrélation avec les actions internationales et un potentiel d'appréciation de la devise sur le long terme. Des stratégies obligataires flexibles avec un objectif de rendement absolu pourraient également être utiles.

En dehors des obligations, les actifs réels tels que l'immobilier et, en particulier, les infrastructures peuvent offrir des rendements plus intéressants en contrepartie d'une faible liquidité. Si l'immobilier est clairement mis à rude épreuve par la Covid-19, nous ne pensons pas que les gens travailleront éternellement à domicile dans la mesure où l'un des principaux avantages des bureaux - avoir tout le monde au même endroit au même moment - ne peut pas être aisément remplacé. Étant donné que le besoin en surface de bureau est déterminé par les pics de demande maximum, par exemple le lundi, la demande post-pandémie pourrait se révéler plus solide que certains ne pourraient le craindre. Tous les achats ne se feront pas non plus en ligne. Toutefois, l'augmentation des achats en ligne crée certes des difficultés pour certains biens immobiliers commerciaux, mais elle crée également des opportunités dans les entrepôts.

Les infrastructures stratégiques ont témoigné de revenus remarquablement stables et défensifs, tant pendant la récession que lors de la dernière crise financière. Compte tenu de rendements proches de 7 %, de la capacité à offrir des flux de trésorerie fiables, contractuels ou réglementés, d'une possible appréciation du capital et d'un potentiel de protection contre l'inflation, les infrastructures

Graphique 13 : Les investisseurs vont devoir sortir des sentiers battus pour obtenir le meilleur équilibre entre rendement et risque

RENDEMENTS OBLIGATAIRES



Source : Bloomberg, Bloomberg Barclays, ICE BofA, recherche économique J.P. Morgan, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Le bêta par rapport à l'indice MSCI Monde est calculé en se basant sur la performance mensuelle totale depuis 2008. Les indices utilisés sont les suivants : Obligations IG zone euro : Bloomberg Barclays Euro-Aggregate - Corporate ; obligations IG mondiales : Bloomberg Barclays Global Aggregate - Corporates ; obligations IG britanniques : Bloomberg Barclays Sterling Aggregate - Corporate ; obligations IG US : Bloomberg Barclays US Aggregate - Corporate ; obligations HY américaines : ICE BofA Euro Developed Markets Non-Financial High Yield Constrained ; HY mondial : ICE BofA Global High Yield ; HY américain : ICE BofA US High Yield Constrained ; obligations d'entreprises émergentes : CEMBI Broad Diversified ; dette émergente en devises locales : GBI-EM Global Diversified ; Dette chinoise en devises locales : GBI-EM China ; Dette souveraine émergente : EMBI Global Diversified ; dette souveraine émergente IG : EMBI Global Diversified ; dette souveraine émergente HY : EMBI Global Diversified HY. Données au 17 novembre 2020.

pourraient jouer un rôle de plus en plus important dans les portefeuilles des investisseurs pour ceux qui peuvent y accéder et qui sont à l'aise avec leur manque de liquidité.

En quête de diversification

Si l'ajout d'obligations d'entreprises à haut rendement, d'actifs immobiliers et d'infrastructures à un portefeuille peut contribuer à remplacer une partie des revenus que les emprunts d'État offraient auparavant, tout en conférant une certaine diversification par rapport aux actions, les investisseurs pourraient cependant devoir chercher ailleurs le type de protection contre le risque baissier traditionnellement assuré par les obligations d'État.

Parmi les stratégies de hedge funds disponibles, les fonds macro ont historiquement été les plus constants en matière de protection des portefeuilles durant les périodes de baisse des marchés actions. Si

les prévisions de performance des fonds macro sont dans l'ensemble relativement faibles, une bonne sélection des gérants peut contribuer à améliorer les performances au cours des périodes de hausse des marchés, tout en offrant une protection durant leurs phases de baisse (**GRAPHIQUE 14**).

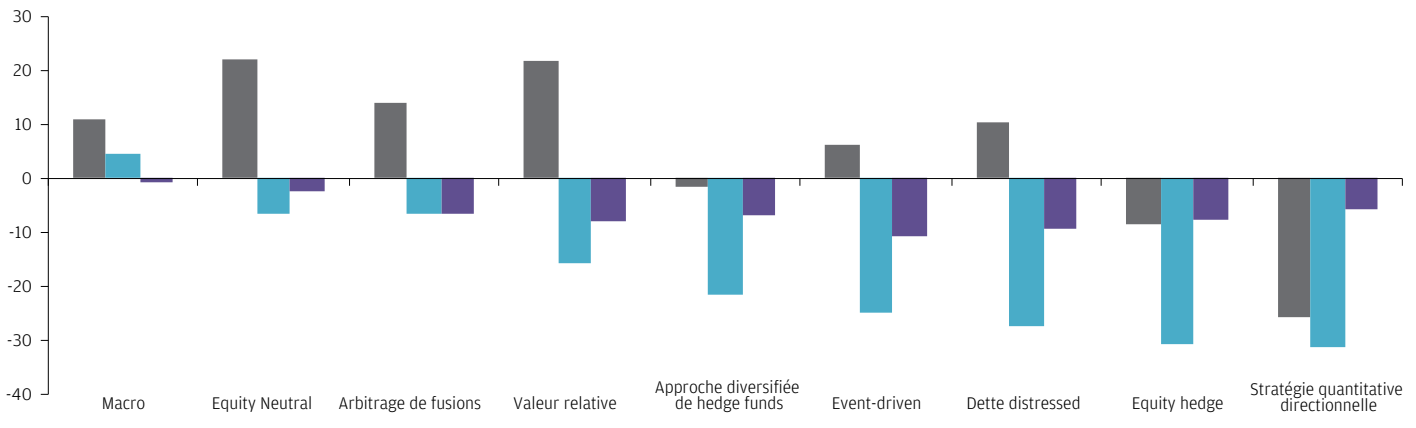
En résumé, si les emprunts d'État peuvent encore conférer une certaine diversification, ils offrent beaucoup moins de revenus et de potentiel d'appréciation qu'auparavant et sont vulnérables à une éventuelle accélération de l'inflation et/ou de la croissance. En ajoutant de l'immobilier, des infrastructures et des stratégies macro à leurs portefeuilles, les investisseurs peuvent être en mesure d'accroître leurs revenus et rendements ajustés du risque par rapport à un portefeuille traditionnel d'actions et d'obligations (**GRAPHIQUE 15**).

Graphique 14 : les fonds macro ont eu tendance à offrir une protection contre le risque baissier

PERFORMANCES DES DIFFÉRENTS HEDGE FUNDS AU COURS DE MARCHÉS BAISSIERS

Performance totale (%)

■ Marché baissier de 2000 ■ Marché baissier de 2008 ■ Marché baissier de 2020

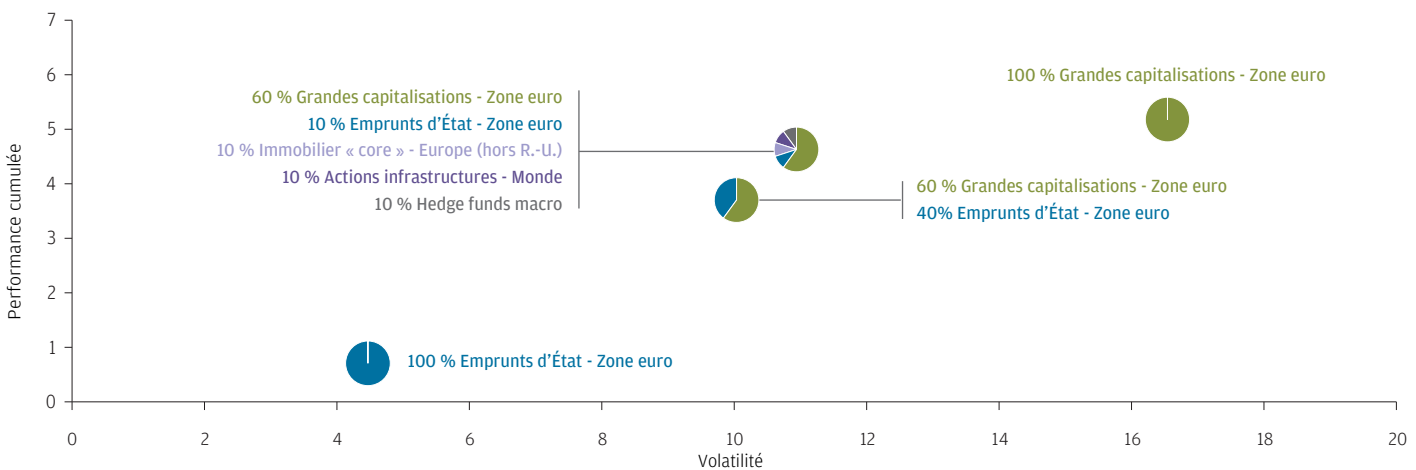


Source : Hedge Fund Research Indices (HFRI), Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Le marché baissier de 2000 va du 31 mars 2000 au 31 octobre 2002, le marché baissier de 2008 va du 31 octobre 2007 au 28 février 2009, le marché baissier de 2020 va du 31 janvier 2020 au 30 avril 2020. Les stratégies de hedge funds sont définies dans le système de classification des stratégies de hedge funds de HFRI. Données au 17 novembre 2020.

Graphique 15 : l'ajout d'actifs alternatifs peut aider à améliorer le profil de risque/rendement d'un portefeuille

PERFORMANCE ET VOLATILITÉ ATTENDUES DANS LES 10 À 15 ANS À VENIR

Performance annuelle cumulée (%)



Source : Hypothèses de rendement à long terme des marchés de capitaux (LTCMA), J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions. Les hypothèses de performance et de volatilité attendues concernent les 10 à 15 prochaines années. Les prévisions ne constituent pas un indicateur fiable de la performance actuelle et future. Données au 31 octobre 2020.

PRINCIPALES PRÉVISIONS ET PRINCIPAUX RISQUES

Notre scénario central prévoit une reprise relativement vigoureuse au cours du second semestre 2021. Mais, compte tenu de la nature sans précédent du choc et de la réaction politique, nous ne devons pas sous-estimer les risques. Selon nous, le principal risque haussier est celui d'une commercialisation du vaccin plus rapide et d'une reprise plus forte et plus synchronisée au niveau mondial. Notre risque baissier porte avant tout sur une accélération inattendue de l'inflation qui oblige à un retrait plus rapide des mesures monétaires de soutien que le marché ne le prévoit actuellement.

	PRÉVISIONS PESSIMISTES	PRÉVISIONS CENTRALES	PRÉVISIONS OPTIMISTES
SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE	<p>INFLATION/« TAPER TANTRUM »</p> <ul style="list-style-type: none"> • L'inflation rebondit plus rapidement que prévu. • Les banques centrales cessent de s'assouplir et deviennent plus offensives. • La pentification des courbes des taux entraîne une augmentation du fardeau de la dette. • Les gouvernements réduisent leur soutien budgétaire. • Les entreprises se concentrent sur le désendettement. 	<p>SOLIDE REPRISE AU S2</p> <ul style="list-style-type: none"> • L'activité demeure anémique durant d'hiver. Un vaccin arrive sur le marché au S1, permettant ainsi la réouverture complète de l'économie au T3. La croissance s'accélère et son assise s'élargit. • Les banques centrales signalent leur intention de maintenir les taux d'intérêt au plus bas pendant une bonne partie du cycle et de poursuivre leurs achats d'actifs au moins jusqu'à la fin du S1. (Rendement de l'emprunt américain à 10 ans <1,5 %). • Ratification de l'accord sur le Brexit et du fonds de relance de l'UE. • Les gouvernements ne reviennent pas à l'austérité, mais ne prennent de nouvelles mesures majeures de relance. • La croissance de l'Asie du Nord est supérieure à celle des États-Unis et de la zone euro. 	<p>CROISSANCE MONDIALE VIGoureuse ET SYNCHRONISÉE</p> <ul style="list-style-type: none"> • La solution médicale est rapide et aisée à distribuer et facilite la réouverture rapide au S1. • La demande comprimée des ménages est plus forte que prévu. • Les autorités budgétaires annoncent des investissements de grande ampleur afin de stimuler la croissance et réduire les inégalités. • Les pressions inflationnistes s'accroissent, mais ne sont pas suffisantes pour détourner les banques centrales de leurs engagements à maintenir les taux au plus bas. • Une coordination multilatérale pour promouvoir le commerce et l'investissement afin de lutter contre le changement climatique.
SCÉNARIO DE MARCHÉ	<ul style="list-style-type: none"> • Les actions reculent et sous-performent les emprunts d'État. • Les obligations sont mises à rude épreuve sous l'effet du débouclage de positions de portage. Les pertes du HY sont les plus importantes, mais les obligations IG sont également touchées par le changement de perception à l'égard du soutien des banques centrales. Les obligations indexées sur l'inflation surperforment. • Les actions, les obligations et les devises des marchés émergents sous-performent. • Les infrastructures stratégiques et l'immobilier surperforment. • Le dollar s'apprécie. 	<ul style="list-style-type: none"> • Surpondération des actions. • Les performances réelles des obligations d'État sont mises à rude épreuve. Les opportunités obligataires sont limitées aux titres IG et à certaines obligations HY et émergentes de grande qualité. • Rotation des gagnants/perdants cycliques de la Covid-19 (par ex., du e-commerce aux magasins physiques). • Des thèmes de long terme restent favorables aux segments de croissance et problématiques pour des segments « value », empêchant ainsi une totale rotation stylistique. • Les actions et obligations asiatiques surperforment. • Des opportunités à long terme pour les entreprises raisonnablement valorisées et proposant des solutions au changement climatique. • Se concentrer sur les entreprises performantes au regard des caractéristiques ESG. • Privilégier les sources alternatives de diversification et les actifs générateurs de revenus (fonds macro, actifs réels). • Le dollar se déprécie progressivement et de manière généralisée. 	<ul style="list-style-type: none"> • Surpondération importante des actions. • Les performances réelles des obligations sont mises à très rude épreuve. La courbe des taux se pentifie. Une préférence pour les obligations HY et la dette émergente. • Fort rebond des secteurs « value » et cycliques, en particulier de la finance. Les petites capitalisations surperforment. • L'Europe, le Royaume-Uni et les marchés émergents surperforment. • Le dollar se déprécie fortement et de manière généralisée.

ÉQUIPE MARKET INSIGHTS STRATEGY POUR LA RÉGION EMOA

Karen Ward

Managing Director

Stratégiste de marché en chef pour la région

EMOA

Londres

Tilmann Galler, CFA

Executive Director

Stratégiste marchés internationaux

Francfort

Lucia Gutierrez Mellado

Executive Director

Stratégiste marchés internationaux

Madrid

Vincent Juvyns

Executive Director

Stratégiste marchés internationaux

Luxembourg

Maria Paola Toschi

Executive Director

Stratégiste marchés internationaux

Milan

Michael Bell, CFA

Executive Director

Stratégiste marchés internationaux

Londres

Hugh Gimber, CFA

Vice President

Stratégiste marchés internationaux

Londres

Jai Malhi, CFA

Associate

Stratégiste marchés internationaux

Londres

Ambrose Crofton, CFA

Associé

Stratégiste marchés internationaux

Londres

Max McKechnie

Associé

Analyste de marché

Londres

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 MiFID II, les programmes JPM Market Insights et Portfolio Insights sont des communications de marketing et ne sont pas visés par les exigences MiFID II / MiFIR concernant spécifiquement la recherche d'investissement. En outre, les programmes J.P. Morgan Asset Management Market Insights et Portfolio Insights, en tant que recherche non-indépendante, n'ont pas été préparés conformément aux exigences légales destinées à promouvoir l'indépendance de la recherche d'investissement, et ne sont pas non plus soumis à l'interdiction de distribution avant la diffusion de la recherche d'investissement.

Le présent document est une communication générale fournie uniquement à titre d'information. 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. Tous les exemples sont génériques, fictifs, et utilisés 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 sont pas des indicateurs fiables des résultats actuels et futurs. J.P. Morgan Asset Management est la marque de l'activité de gestion d'actifs de JPMorgan Chase & Co et de ses sociétés affiliées dans le monde entier. Sous réserve de la législation en vigueur, les appels téléphoniques sont susceptibles d'être enregistrés et les communications électroniques surveillées conformément à nos obligations légales et réglementaires et à notre politique interne. Les données à caractère personnel seront collectées, conservées et traitées par J.P. Morgan Asset Management conformément à notre Politique de confidentialité des données qui est disponible à l'adresse suivante : <https://am.jpmorgan.com/global/privacy>. Le présent document est publié par les entités suivantes : au Royaume-Uni, JPMorgan Asset Management (UK) Limited, société agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority ; dans les autres juridictions européennes, par JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l. ; à Hong Kong, par JPMorgan Asset Management (Asia Pacific) Limited, ou JPMorgan Funds (Asia) Limited, ou JPMorgan Asset Management Real Assets (Asia) Limited ; à Singapour par JPMorgan Asset Management (Singapore) Limited (numéro d'enregistrement de la société 197601586K), cette publicité ou publication n'a pas été révisée par l'Autorité monétaire de Singapour ; à Taïwan, par JPMorgan Asset Management (Taiwan) Limited ; au Japon, par JPMorgan Asset Management (Japan) Limited, membre de l'Investment Trusts Association, de la Japan Investment Advisers Association, de la Type II Financial Instruments Firms Association et de la Japan Securities Dealers Association, et réglementé par la Financial Services Agency (numéro d'enregistrement auprès du bureau financier (Financial Instruments Firm) n°330) ; en Australie, uniquement aux clients distributeurs tels que définis aux sections 761A et 761G de la loi Corporations Act 2001 (Cth) par JPMorgan Asset Management (Australia) Limited (ABN 55143832080) (AFSL 376919) ; au Brésil, par Banco J.P. Morgan S.A. ; au Canada, uniquement aux clients institutionnels par JPMorgan Asset Management (Canada) Inc., et aux États-Unis par J.P. Morgan Institutional Investments, Inc., membre de la FINRA ; et J.P. Morgan Investment Management Inc. ou J.P. Morgan Alternative Asset Management, Inc. En Asie-Pacifique, la distribution est pour Hong Kong, Taïwan, le Japon et Singapour. Pour tous les autres pays en Asie-Pacifique, exclusivement les destinataires visés.

Copyright 2020 JPMorgan Chase & Co. Tous droits réservés.

Toutes les illustrations sont la propriété de JPMorgan Chase & Co. sauf indication contraire.

LV-JPM52994 | 12/20 | FR | 0903c02a82a980a5