

# Perspectives d'investissement à mi-2025

## Des fondations stables dans un monde instable



### Auteurs

#### **Karen Ward**

Stratège en chef des marchés, EMOA

#### **Tilmann Galler**

Stratège des marchés mondiaux

#### **Maria Paola Toschi**

Stratège des marchés mondiaux

#### **Hugh Gimber**

Stratège des marchés mondiaux

#### **Aaron Hussein**

Stratège des marchés mondiaux

#### **Max McKechnie**

Stratège des marchés mondiaux

#### **Natasha May**

Analyste des marchés mondiaux

#### **Zara Nokes**

Analyste des marchés mondiaux

### Synthèse

- Les marchés jouent un rôle crucial en guidant l'administration américaine vers une politique raisonnable et consensuelle, mais l'incertitude devrait continuer à peser sur l'activité à l'avenir. **La seule chose que nous ayons à craindre, c'est la peur elle-même.**
- Nous sommes rassurés par les fondamentaux solides du secteur privé américain et par la manière dont les autres pays réagissent avec leurs propres mesures de relance.
- Pour prospérer en ces temps incertains, les investisseurs doivent se concentrer sur des stratégies axées sur la stabilité :
  - **Utiliser la diversification régionale des actions et les stratégies de revenu.** La diversification de l'exposition réduira les risques liés à une dépendance excessive à l'égard du sort de la technologie et du marché américain dans son ensemble.
  - **Détenir des obligations pour les périodes difficiles, mais pas dans toutes les conditions de marché.** Les investisseurs obligataires sont confrontés à des risques contradictoires de hausse de l'inflation et de ralentissement de la croissance. Malgré cela, nous continuons de considérer que les obligations ont un rôle important à jouer dans un portefeuille.
  - **Utiliser les investissements alternatifs pour gérer les risques alternatifs.** Alors que plane la menace d'un regain de l'inflation, les investisseurs doivent se remémorer les leçons de 2022 et la manière dont les actifs réels peuvent protéger contre l'inflation.
  - **Rester vigilant face au risque de change.** Les fluctuations monétaires pourraient aggraver les pertes sur les actifs américains dans plusieurs scénarios d'aversion pour le risque. Il est donc essentiel d'évaluer son exposition au risque de change et d'envisager une couverture des positions en dollar américain.

## La seule chose que nous ayons à craindre, c'est la peur elle-même

Dans son discours d'investiture en 1933, le président américain Franklin D. Roosevelt a prononcé la phrase restée célèbre « la seule chose que nous ayons à craindre, c'est la peur elle-même ». Il affirmait que ce n'était pas des problèmes structurels de l'économie qui paralysaient la demande américaine au lendemain de la Grande Dépression, mais bien la peur elle-même. Cette citation reste d'actualité face aux principaux risques qui pèsent aujourd'hui sur l'économie américaine et mondiale.

Sur le plan structurel, l'économie mondiale est solide. Ces dernières années, elle a déjoué les prévisions de récession malgré une flambée de l'inflation et des taux d'intérêt, grâce à la solidité des bilans des ménages et des entreprises. Le risque est que l'incertitude à l'égard de la politique américaine incite les entreprises et les ménages à suspendre leurs projets de dépenses, dans l'attente de perspectives plus claires. La seule chose que nous ayons à craindre, c'est la peur elle-même.

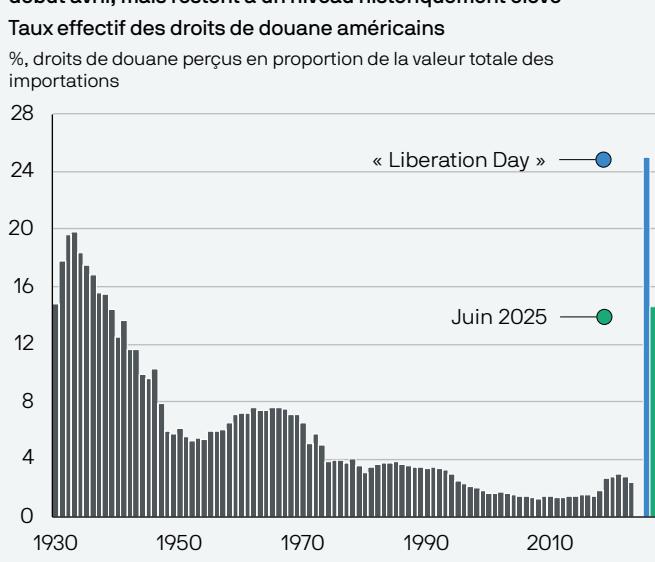
Au moment de la rédaction de ce document, une grande incertitude règne quant à l'ampleur et à la portée des droits de douane que les États-Unis vont imposer à leurs partenaires commerciaux. Les hausses tarifaires spectaculaires annoncées lors du « Liberation Day » ont déjà été revues à la baisse, mais le taux de droits de douane effectif sur les importations américaines reste à son plus haut niveau depuis les années 1940 (cf. **Graphique 1**). La décision d'un tribunal commercial américain invalidant la déclaration d'urgence du président visant à instaurer des droits de douane généralisés fin mai a accentué l'incertitude. Le président disposant de multiples autres voies juridiques pour

mener à bien son action si les droits de douane réciproques sont finalement révoqués, nous pensons que l'administration trouvera des moyens de poursuivre ses objectifs en matière de politique commerciale.

L'une des raisons pour lesquelles l'administration cherche à contourner les obstacles juridiques actuels est qu'elle a déjà prévu la façon dont les recettes perçues seront dépensées. Les mesures budgétaires en cours d'examen par les deux chambres du Congrès prolongent non seulement les baisses d'impôts prévues par la loi de 2017 sur les réductions d'impôts et l'emploi, mais ajoutent également d'autres mesures de relance. Cela se traduit par des réductions d'impôt et des dépenses de l'ordre de 5 300 milliards de dollars selon les estimations du Congressional Budget Office (CBO). Même si en théorie, ces réductions fiscales devraient être compensées par les recettes douanières et des baisses de dépenses ultérieures, le marché obligataire se montre naturellement sceptique quant à la voie empruntée par les autorités américaines (cf. **Graphique 2**).

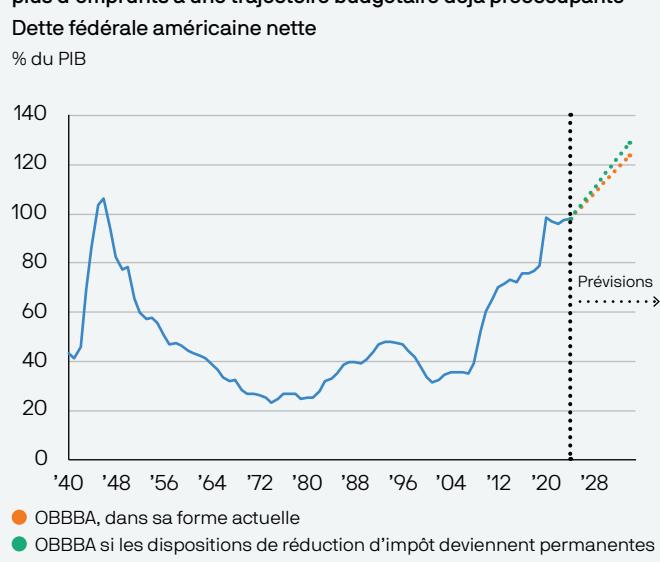
La question fondamentale est de savoir si les avantages de l'assouplissement budgétaire pour l'économie américaine sont compensés par la hausse des taux d'intérêt. En tant qu'émetteur de la monnaie de réserve mondiale, le Trésor américain peut se permettre davantage que des pays comme le Royaume-Uni (cf. « Rester vigilant face au risque de change »), mais « l'épisode Liz Truss » outre-Manche est riche d'enseignements pour l'administration américaine : lorsque l'économie est en situation de plein emploi, l'assouplissement budgétaire ne fait qu'alourdir les coûts d'emprunt.

**Graphique 1 : les droits de douane américains ont baissé depuis début avril, mais restent à un niveau historiquement élevé**



Source : Cato Institute, département du commerce des États-Unis, J.P. Morgan Asset Management. Les estimations proviennent de J.P. Morgan Asset Management. Données au 6 juin 2025.

**Graphique 2 : le projet de loi « One Big Beautiful Bill » ajoute encore plus d'emprunts à une trajectoire budgétaire déjà préoccupante**



Source : BEA, CFRB, Trésor américain, J.P. Morgan Asset Management. Les prévisions sont basées sur les perspectives du Comité CFRB et sur les estimations internes de J.P. Morgan Asset Management, et comprennent les charges d'intérêt. OBBBA désigne le projet de loi One Big Beautiful Bill Act adopté par la Chambre des représentants le 22 mai 2025. Données au 31 mai 2025.

Le niveau élevé d'incertitude concernant les perspectives commerciales et budgétaires, et par conséquent la croissance et l'inflation, pourrait rendre les marchés instables au second semestre 2025, les investisseurs réagissant aux données publiées sur la croissance et l'inflation.

Les principaux indicateurs que nous suivrons sont les suivants (ils seront bien sûr tous accessibles dans l'édition quotidienne de notre *Guide des marchés*) :

- Les dépenses d'investissement et les intentions d'embauche des entreprises pour évaluer les dommages causés par l'attitude attentiste des entreprises (cf. **Graphique 3**).
- Les intentions de dépenses en biens de consommation durables, autre indicateur du gel potentiel de la consommation.
- Les indices des directeurs d'achat, en particulier les composantes des prix des intrants et des extrants, sont des éléments clés à surveiller pour les investisseurs qui évaluent le comportement des entreprises et la répercussion des droits de douane.
- Les anticipations d'inflation des prix à la consommation, qui pourraient freiner les intentions de baisse des taux de la Réserve fédérale (Fed).

Nous pensons que les données indiqueront un ralentissement de l'économie américaine plutôt qu'une récession. Nous estimons que les risques penchent davantage vers l'inflation que vers la récession. Selon nous, le récent retour des conditions favorables s'explique en grande partie par la forte hausse de l'immigration aux États-Unis, qui a contribué à freiner rapidement la croissance des salaires et les pressions inflationnistes générales dans ce pays (cf. **Graphique 4**). L'immigration étant désormais pratiquement stoppée après un signal très fort de la part de l'administration actuelle, le risque d'un nouveau choc d'offre (semblable à

celui de 2022), associé à un choc budgétaire stimulant la demande, pourrait à nouveau surprendre les investisseurs avec une résurgence de l'inflation plus forte que prévu.

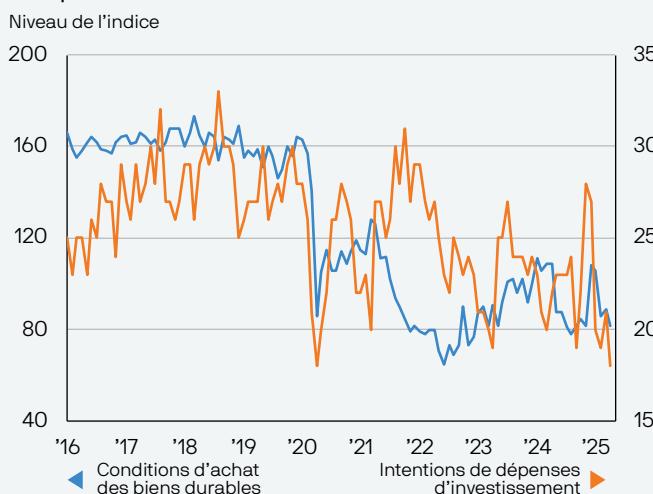
Cet équilibre des risques place la Fed dans une position inconfortable et, selon nous, la pousse à adopter une attitude réactive plutôt que préventive. Les investisseurs ont déjà revu à la baisse leurs attentes concernant les baisses de taux de la Fed cette année. À notre avis, il faudrait une hausse significative de l'inflation pour que la Fed envisage ouvertement un relèvement des taux directeurs, en particulier compte tenu des opinions tranchées du président sur la politique monétaire américaine. Nous tablons principalement sur le maintien des taux inchangés par la Fed jusqu'à la fin de 2025.

Cela dit, si nous avons sous-estimé les risques à la baisse et qu'une montée du chômage venait à se produire, nous pensons que la Fed relâcherait sa politique monétaire, quitte à reléguer au second plan ses inquiétudes sur l'inflation. Dans ce scénario, les investisseurs devront se rappeler le rôle de protection qu'offrent les obligations core face aux risques de récession (cf. **Détenir des obligations pour les périodes difficiles, mais pas dans toutes les conditions de marché**).

En dehors des États-Unis, l'Europe démontre une fois encore sa capacité à mieux fonctionner lorsqu'elle fait face à un adversaire commun ou à une crise partagée. La politique intérieure nettement plus positive est relativement encourageante. L'Allemagne utilise désormais la marge de manœuvre budgétaire considérable qu'elle a préservée ces dernières années. Le plan de relance budgétaire proposé par le nouveau gouvernement est énorme, la question clé pour les perspectives de croissance de l'Allemagne étant de savoir à quelle vitesse un volume aussi important de fonds pourra être déployé.

**Graphique 3 : les ménages et les entreprises adoptent une attitude attentiste**

Conditions d'achat des biens durables par les consommateurs américains et intentions de dépenses d'investissement des petites entreprises



Source : LSEG Datastream, NFIB, Université du Michigan, J.P. Morgan Asset Management. Données au 31 mai 2025.

**Graphique 4 : les signaux forts envoyés par l'administration américaine ont stoppé l'immigration**

Interceptions à la frontière terrestre du sud-ouest des États-Unis

En milliers



Source : Haver Analytics, Service américain des douanes et de la protection des frontières, J.P. Morgan Asset Management. Les données relatives aux interceptions comprennent les personnes détenues pour présence illégale aux États-Unis, les personnes jugées non admissibles à un point d'entrée et les personnes expulsées pour des raisons de santé publique. Données au 31 mai 2025.

Le contexte s'améliore également pour les consommateurs européens. Les salaires réels continuent d'augmenter, les marchés du travail restent globalement solides et la baisse des taux d'intérêt pourrait enfin encourager la région à déployer une partie des économies considérables accumulées pendant la pandémie de Covid (cf. **Graphique 5**).

Cependant, cette reprise intérieure pourrait être compromise si les tensions commerciales avec les États-Unis devaient s'aggraver. La fin du mois de mai a clairement montré à quel point la situation pouvait évoluer rapidement, le gouvernement américain ayant menacé d'imposer dès le 1<sup>er</sup> juin des droits de douane supplémentaires pouvant atteindre 50 % à l'Union européenne (UE), avant de faire marche arrière deux jours plus tard. Le président Donald Trump a invoqué le déficit commercial des États-Unis avec l'UE, ainsi que la lenteur des négociations commerciales, pour justifier cette menace de hausse des droits de douane. Nous pensons, comme pour d'autres régions, qu'un accord sera conclu, car une longue guerre commerciale ne semble dans l'intérêt d'aucune des deux parties. Si l'Europe parvient à préserver sa dynamique de reprise, les actions européennes pourraient bien réduire leur écart de valorisation considérable par rapport aux États-Unis (cf. Utiliser la diversification régionale des actions et les stratégies de revenu).

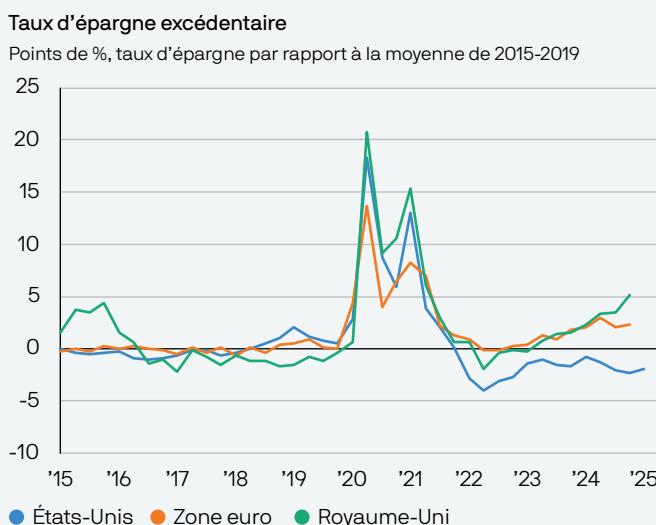
Le Royaume-Uni partage bon nombre des facteurs favorables potentiels de l'Europe continentale, notamment une épargne considérable accumulée pendant la pandémie. Le contexte commercial s'améliore également pour le Royaume-Uni. Un accord commercial avec les États-Unis a déjà été conclu, mais, fait plus déterminant pour les exportateurs britanniques, les relations avec l'UE se sont également nettement réchauffées.

Le principal défi auquel le Royaume-Uni sera confronté d'ici la fin de l'année 2025 est le budget d'automne, pour lequel la chancelière devra à nouveau prendre des décisions difficiles si elle souhaite respecter ses règles budgétaires. L'automne dernier, la chancelière Rachel Reeves a augmenté l'un des rares impôts qui n'avait pas été exclu du programme électoral de son parti, à savoir les cotisations patronales à l'assurance nationale, afin de financer une augmentation des dépenses publiques. À l'approche du budget d'automne 2025, la hausse des taux d'intérêt mondiaux pourrait bien obliger le gouvernement britannique à trancher entre hausse des impôts et réduction des dépenses.

Compte tenu de la réaction négative du public à la hausse des impôts de l'automne dernier et de la nécessité de soutenir la croissance, nous pensons que les décisions budgétaires se concentreront sur la maîtrise des dépenses à moyen terme. Toutefois, si l'Office for Budget Responsibility (l'organisme de surveillance budgétaire du Royaume-Uni) revoit à la baisse ses prévisions de productivité, toujours optimistes, les perspectives budgétaires risquent de s'assombrir à l'automne, ce qui pourrait contraindre la chancelière à reconsidérer les hausses des impôts qui rapportent le plus au budget de l'État.

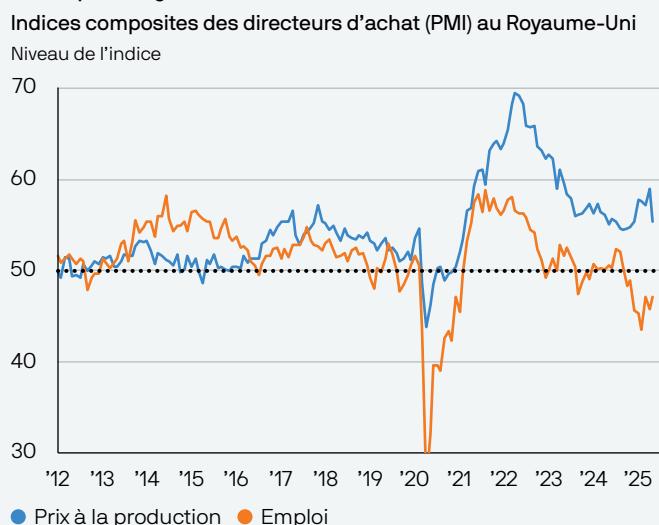
La Banque d'Angleterre (BoE) pourrait également être contrainte de suspendre son cycle d'assouplissement monétaire, à moins que les pressions inflationnistes au Royaume-Uni ne se dissipent rapidement (cf. **Graphique 6**). L'inflation sous-jacente reste obstinément élevée au Royaume-Uni, remettant en cause l'optimisme persistant de la Banque quant à un retour de l'inflation à 2 % dans l'horizon cible.

**Graphique 5 : les ménages européens disposent d'une énorme réserve d'épargne à déployer**



Source : BEA, Eurostat, LSEG Datastream, ONS, J.P.Morgan Asset Management. Données au 31 mai 2025.

**Graphique 6 : la combinaison d'un ralentissement de la croissance et d'une inflation persistante constitue un véritable casse-tête pour la Banque d'Angleterre**



Source : Bloomberg, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Un indice PMI de 50 indique que les prix et l'emploi ne sont ni à la hausse ni à la baisse, tandis qu'un indice supérieur à 50 indique une hausse des prix ou de l'emploi. Données au 31 mai 2025.

En Asie, la Chine semble continuer à contourner largement les problèmes liés à l'exportation de marchandises vers les États-Unis en s'appuyant sur des partenaires commerciaux intermédiaires (cf. **Graphique 7**). En cas de durcissement de la position des États-Unis lors des prochaines négociations avec d'autres pays, la Chine, tout comme l'Allemagne, devra se poser la question d'un soutien accru à la demande intérieure pour compenser le ralentissement des exportations. Cependant, contrairement à Berlin, Pékin ne semble guère enclin à mettre en place un plan de relance intérieur d'envergure.

Le gouvernement chinois semble avoir réussi à enrayer la baisse des prix de l'immobilier et ses efforts pour encourager les investissements boursiers nationaux ont contribué à faire remonter les cours des actions, rendant les effets sur le patrimoine des consommateurs plus favorables. Toutefois, ces mesures n'ont pas encore produit de rebond tangible de la confiance des consommateurs ni de la consommation privée, ce qui sera indispensable si la Chine veut résister aux pressions commerciales extérieures.

Cependant, la sortie de DeepSeek en janvier a rappelé de manière symbolique ce que le gouvernement chinois a réussi à faire, contrairement à de nombreuses économies émergentes (cf. **Graphique 8**). La Chine s'est concentrée sur la formation et produit ainsi chaque année un grand nombre de diplômés hautement qualifiés. Si le gouvernement encourage l'esprit d'entreprise et que les ingénieurs sont convaincus qu'ils pourront récolter le fruit de leur travail, la Chine pourrait alors se positionner à la pointe de l'innovation technologique.

Dans l'ensemble, malgré le tumulte ambiant, nous prévoyons des perspectives raisonnablement favorables, avec une transition vers une croissance plus lente et plus hétérogène

d'un point de vue géographique au cours des prochains mois. Cela dit, il existe des risques considérables dans les deux sens (cf. Scénarios et risques pour le marché mondial). Les risques de baisse pourraient résulter de la crainte suscitée par l'incertitude politique, qui conduirait à une réduction plus importante des intentions d'embauche et des plans d'investissement des entreprises. Le risque d'un retour brutal de l'inflation pourrait s'avérer encore plus déstabilisant (cf. Utiliser les investissements alternatifs pour gérer les risques alternatifs).

Il sera essentiel de disposer d'une stratégie d'investissement stable pour faire face à un monde instable afin de ne pas se laisser distraire par le bruit politique continu et pénible, en sachant que même si ce bruit devenait une cacophonie déstabilisatrice, des stratégies de préservation du capital sont en place.



**Le risque est que l'incertitude entourant la politique américaine incite les entreprises et les ménages à suspendre leurs projets de dépenses, préférant attendre de voir comment la situation évolue.**

**Graphique 7 : la Chine semble réorienter ses exportations vers d'autres marchés**

Exportations chinoises vers les pays EMAX et importations américaines en provenance de ces pays

Variation en % (en glissement annuel)

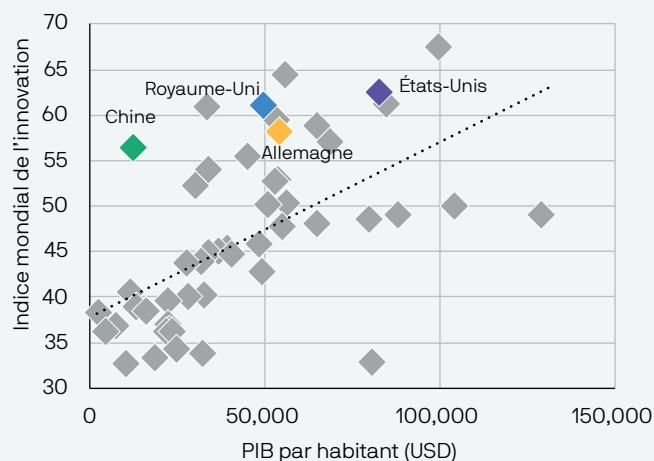


Source : China Customs, LSEG Datastream, US Census Bureau, J.P. Morgan Asset Management. La région EMAX comprend le Brunei, l'Inde, l'Indonésie, le Laos, la Malaisie, les Philippines, Singapour, la Thaïlande et le Vietnam. Données au 31 mai 2025.

**Graphique 8 : DeepSeek a rappelé la capacité d'innovation de la Chine**

PIB par habitant et indice mondial de l'innovation 2024 de l'OMPI

USD, PIB par habitant (axe des abscisses) ; classement de l'indice (axe des ordonnées)



Source : Banque mondiale, Organisation mondiale de la propriété intellectuelle (OMPI), J.P. Morgan Asset Management. Les classements de l'indice sont tirés de l'indice mondial de l'innovation 2024 de l'OMPI : Réaliser la promesse de l'entrepreneuriat social. Données au 31 mai 2025.

## Utiliser la diversification régionale des actions et les stratégies de revenu

Le premier semestre 2025 a été mouvementé pour les investisseurs en actions. La volatilité pourrait bien persister, dans un contexte où les perspectives économiques continuent d'osciller entre le spectre d'une récession et les craintes d'un retour de l'inflation et les marchés incitent les responsables politiques à faire des choix politiques raisonnables et consensuels. Ne pas se laisser influencer par l'actualité et renforcer la diversification régionale par rapport au cycle précédent est la bonne stratégie pour terminer l'année sur une note positive.

Après le trimestre le plus solide depuis 2015 pour les actions européennes par rapport au marché américain, les<sup>1</sup> actions mondiales ont chuté début avril à la suite des annonces de nouveaux droits de douane par les États-Unis. Cette chute s'est toutefois avérée de courte durée, l'indice S&P 500 n'ayant eu besoin que de 18 jours de Bourse pour recouvrer ses pertes enregistrées début avril. Si les investisseurs ont commencé l'année avec un portefeuille bien diversifié entre les régions et les styles, ne rien faire a probablement été la stratégie optimale.

Avec le recul, trois attentes clés du marché ont été mises à l'épreuve jusqu'à présent en 2025. La première était que les bénéfices des entreprises technologiques resteraient extrêmement solides, même si les prévisions du consensus tablaient sur un certain tassemement. La deuxième était l'hypothèse selon laquelle la croissance des bénéfices allait s'étendre au-delà des entreprises technologiques de mégacapitalisation à d'autres secteurs du marché américain. La troisième hypothèse était que cette extension de la croissance des bénéfices à tous les secteurs soutiendrait les marchés boursiers régionaux moins axés sur la technologie.

Avant les annonces de droits de douane d'avril, ces scénarios de marché s'étaient déjà développés à mesure que de nouvelles informations étaient publiées. Un événement clé a marqué les esprits dès janvier : la journée du « DeepSeek Monday » a remis en question le leadership des géants technologiques américains dans la course à l'IA. La start-up chinoise DeepSeek a affirmé avoir réussi à développer un grand modèle de langage capable de rivaliser avec ses concurrents américains pour un coût et un temps nettement inférieurs, ce qui a déclenché un délaissement des entreprises technologiques américaines de mégacapitalisation. Outre une exposition moindre au secteur technologique, qui semblait de plus en plus avantageuse, le revirement européen en matière de politique budgétaire a renforcé l'optimisme envers la région.



**Plus important encore, nous continuons de penser que, contrairement à ce qui s'est passé au cours des 10 à 15 dernières années, les investisseurs obtiendront de meilleurs rendements ajustés au risque en diversifiant leurs placements à l'échelle régionale plutôt qu'en concentrant leurs portefeuilles aux États-Unis.**

La politique commerciale américaine a mis à rude épreuve les attentes du marché. Après d'importantes divergences régionales observées au premier trimestre 2025, les marchés boursiers mondiaux ont évolué de manière plus synchronisée depuis le 2 avril. Ils ont accusé un repli lors de la montée des tensions commerciales, avant de rebondir à mesure que ces dernières s'atténuaien. Les mouvements sectoriels observés en avril témoignent clairement des arbitrages opérés par les investisseurs à la recherche de sécurité, les secteurs défensifs tels que la consommation de base et les services publics ayant surperformé les secteurs plus cycliques tels que l'énergie et la consommation discrétionnaire au cours du mois.

Il est important de noter que la solidité des bilans des entreprises reste un facteur clé de soutien du marché des actions. Le ralentissement de la croissance économique que nous anticipons n'est pas dû à un surendettement des entreprises qui devraient désormais le réduire. Il reflète plutôt une stratégie de repli prudent, dans un contexte d'incertitude accrue, mais à partir d'une position de bilan relativement solide. Cela implique que la croissance des bénéfices devrait plutôt stagner que s'effondrer, sauf si l'administration américaine adopte une politique plus hostile sur la durée.

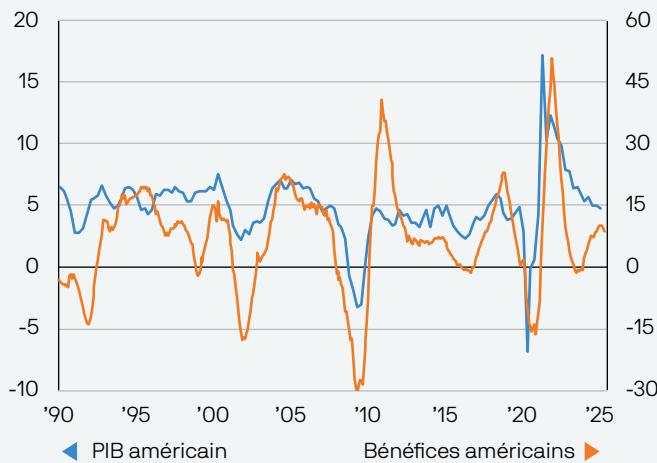
Le défi pour les investisseurs en actions est que les attentes du consensus en matière de bénéfices restent plus optimistes que ne le laissent entrevoir les perspectives macroéconomiques, malgré une certaine modération depuis le début de l'année. Les prévisions de bénéfices aux États-Unis pour 2025 ont baissé de cinq points de pourcentage depuis le début du mois de janvier, mais restent à 9 % en glissement annuel, avec une projection de croissance de 14 % prévue en 2026. En Europe, les prévisions de croissance des bénéfices pour 2025 ont commencé l'année à un niveau plus modéré de 8 % en glissement annuel et ont depuis lors considérablement baissé (cf. **Graphiques 9 et 10**).

<sup>1</sup> S&P 500 et MSCI Europe en devise locale.

**Graphique 9 : les bénéfices du S&P 500 ralentiront avec l'économie**

Croissance du PIB nominal américain et croissance des bénéfices du S&P 500

Variation en % (en glissement annuel)

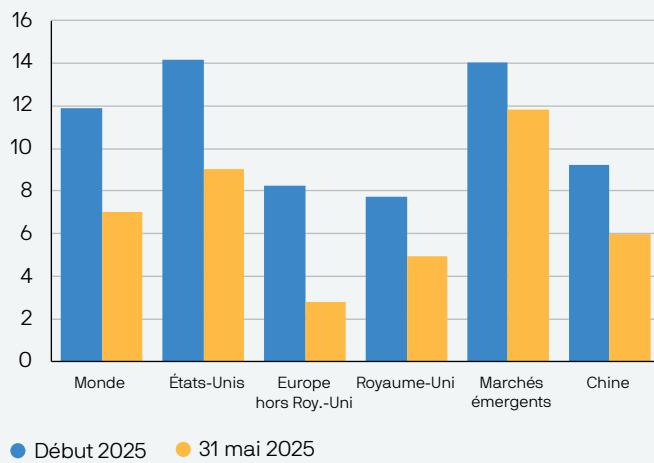


Source : BEA, IBES, LSEG Datastream, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Les bénéfices américains correspondent aux bénéfices par action de l'indice S&P 500 sur 12 mois, tels que publiés par IBES. Données au 31 mai 2025.

**Graphique 10 : les attentes du consensus en matière de bénéfices semblent encore trop optimistes**

Estimations du Consensus sur la croissance des bénéfices par action dans le monde pour 2025

Variation en % (en glissement annuel)



Source : FTSE, IBES, LSEG Datastream, MSCI, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Les indices MSCI sont utilisés pour le monde, l'Europe hors Royaume-Uni, les marchés émergents et la Chine. Indice FTSE All-Share pour le Royaume-Uni et indice S&P 500 pour les États-Unis. Données au 31 mai 2025.

La capacité des entreprises à répercuter la hausse des coûts de production sur les consommateurs est essentielle, mais extrêmement difficile à prévoir. En 2019, les marges américaines ont effectivement baissé d'environ un demi-point de pourcentage, même si l'ampleur du choc commercial était bien moindre qu'aujourd'hui. Cette fois-ci, même si les entreprises parviennent à maintenir leur pouvoir de fixation des prix, nous prévoyons que la hausse des prix à la consommation entraînera à terme un affaiblissement de la demande, ce qui pèsera sur les bénéfices des entreprises, même si les marges restent solides. Les résultats du premier trimestre n'ont pas permis de se faire une idée précise de la manière dont les entreprises allaient gérer la hausse des coûts de production, beaucoup d'entre elles ayant soit fourni plusieurs séries de prévisions basées sur différents scénarios, soit préféré ne pas publier de prévisions.

L'incertitude quant à la future politique budgétaire a peut-être également incité les entreprises à se montrer réticentes à fournir des prévisions fermes. Lorsque le président Donald Trump a adopté la loi sur les réductions d'impôts et l'emploi en décembre 2017, la baisse du taux d'imposition des sociétés a entraîné une révision à la hausse de 10 points de pourcentage des prévisions de bénéfices en seulement trois mois. Cependant, bien que la version finale du projet de loi fiscale de cette année soit encore en cours d'élaboration, les réductions d'impôts prévues pour 2025 devraient être beaucoup plus axées sur les consommateurs que sur les entreprises, et sont donc moins susceptibles d'avoir un impact généralisé. Les investisseurs en actions devront également évaluer l'impact des nouvelles mesures de relance budgétaire par rapport à l'incidence de la hausse des rendements obligataires sur les multiples.

Les résultats des mégacapitalisations technologiques constituent un autre élément essentiel des perspectives globales de bénéfices (cf. **Graphique 11**). Pour justifier le maintien de prévisions bénéficiaires élevées aux États-Unis malgré les vents contraires macroéconomiques, certains avancent que les mégacapitalisations seront à l'abri des faiblesses cycliques. Il se pourrait encore que les PDG considèrent les nouvelles capacités de l'intelligence artificielle comme si essentielles que les dépenses d'investissement dans le secteur technologique restent solides, malgré un ralentissement de la croissance. Toutefois, il semble hasardeux de se fier à cette hypothèse dans un environnement macroéconomique aussi incertain et sans précédent historique (cf. **Graphique 12**). Les restrictions commerciales pesant sur le transfert de technologies critiques à travers le monde sont un autre facteur à prendre en compte pour évaluer les perspectives de bénéfices du secteur technologique, au-delà du simple niveau des droits de douane appliqués.

Les valorisations ne constituent pas un bon indicateur des rendements futurs à court terme, mais si les prévisions de bénéfices devaient baisser, nous constatons que les valorisations restent élevées sur de nombreux marchés aujourd'hui. Cela suggère que les valorisations ont peu de marge pour absorber une éventuelle déception au niveau des bénéfices. Aux États-Unis, la révision à la baisse de cette année a principalement concerné les mégacapitalisations, la valorisation des 10 plus grandes actions du S&P 500 étant passée de 30x les bénéfices anticipés en début d'année à 27x à la fin du mois de mai. En revanche, la valorisation des 490 actions restantes est demeurée pratiquement inchangée, s'établissant à 20x les bénéfices anticipés (cf. **Graphique 13**).

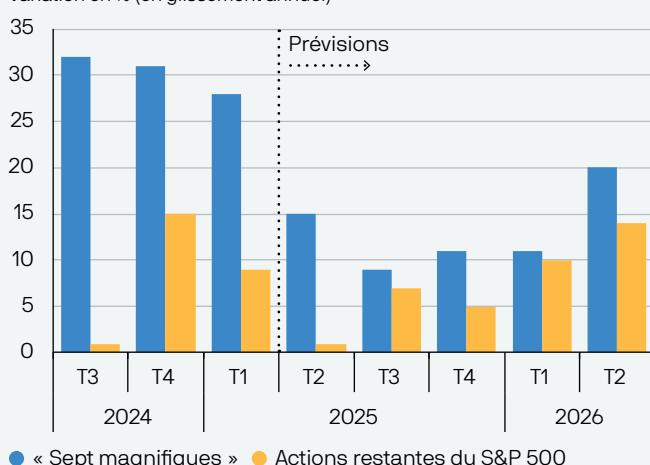
Les valorisations en dehors des États-Unis sont certes plus raisonnables que celles du S&P 500, mais comparées à leur propre historique, elles suggèrent désormais elles aussi un degré d'optimisme relativement élevé (cf. **Graphique 14**). En Europe, la valorisation des actions se situe légèrement au-dessus de la moyenne à long terme, à 16x les bénéfices anticipés, un niveau supérieur à celui observé début 2025. Les valorisations chinoises ont également augmenté par rapport au début de l'année, malgré des perspectives de croissance toujours moroses.

Dans ce contexte très incertain, que doivent faire les investisseurs ? Plus important encore, nous continuons de penser que, contrairement à ce qui s'est passé au cours des 10 à 15 dernières années, les investisseurs obtiendront de meilleurs rendements ajustés au risque en diversifiant leurs placements à l'échelle régionale plutôt qu'en concentrant leurs portefeuilles aux États-Unis (comme nous l'avons indiqué dans nos perspectives 2025). Le délaissement du marché d'actions américain au profit d'autres marchés développés s'est produit plus rapidement que prévu, mais nous pensons qu'il devrait se poursuivre. Cela signifie que les investisseurs peuvent tirer parti d'un rééquilibrage de leurs portefeuilles d'actions mondiaux, qui restent fortement surpondérés en actions américaines.

**Graphique 11 : les mégacapitalisations américaines devraient encore afficher des bénéfices plus solides que le reste du marché américain**

#### Croissance des bénéfices du S&P 500

Variation en % (en glissement annuel)



Source : FactSet, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Les prévisions de croissance des bénéfices sont tirées des données du consensus de FactSet. Données au 31 mai 2025.

**Graphique 12 : le risque pour le secteur technologique réside dans une réduction significative des dépenses d'investissement des entreprises**

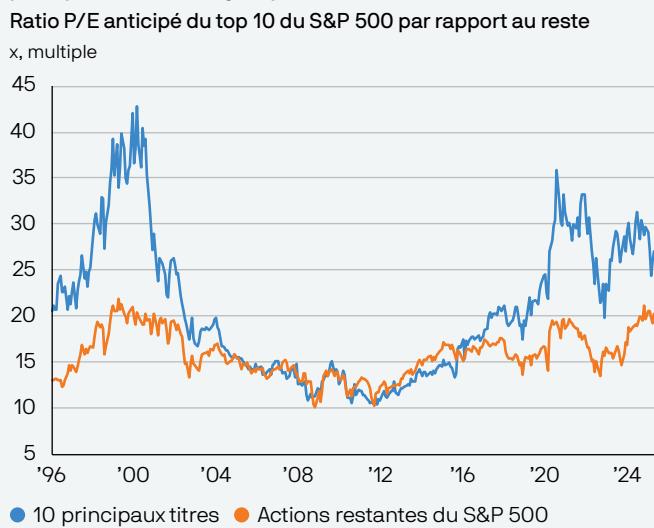
#### Dépenses d'investissement non résidentielles aux États-Unis et croissance des bénéfices du secteur technologique américain

Variation en % (en glissement annuel)



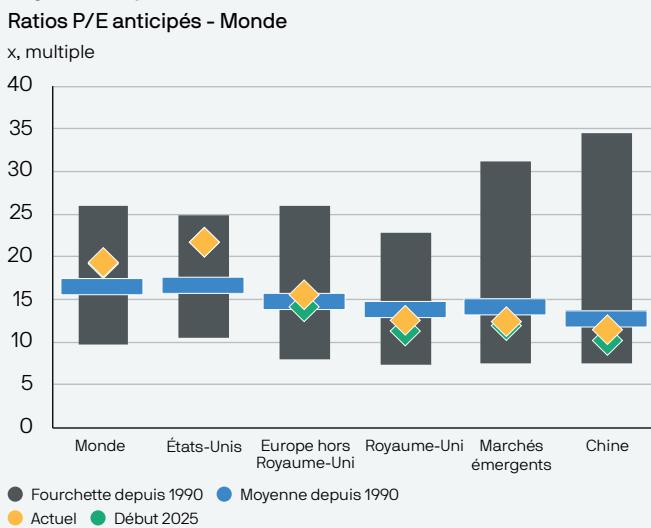
Source : BEA, LSEG Datastream, MSCI, J.P. Morgan Asset Management. Les dépenses d'investissement correspondent aux investissements privés en capital fixe non résidentiel, et les bénéfices du secteur technologique correspondent aux bénéfices par action sur 12 mois de l'indice MSCI USA Technology. Données au 31 mai 2025.

**Graphique 13 : la révision à la baisse aux États-Unis concerne principalement les mégacapitalisations**



Source : FactSet, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Les 10 principaux titres sont basés sur les 10 plus grands composants de l'indice au début de chaque mois. Données au 31 mai 2025.

**Graphique 14 : en dehors des États-Unis, les valorisations ont augmenté depuis le début de l'année**



Source : FTSE, IBES, LSEG Datastream, MSCI, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Les indices MSCI sont utilisés pour le monde, l'Europe hors Royaume-Uni, les marchés émergents et la Chine. Indice FTSE All-Share pour le Royaume-Uni et indice S&P 500 pour les États-Unis. Les données des bénéfices sont basées sur des estimations sur les 12 prochains mois. Données au 31 mai 2025.

macroéconomiques moroses en Chine tempèrent notre optimisme. L'argument le plus convaincant en faveur d'allocations aux marchés émergents réside sans doute dans la nécessité de diversifier l'exposition aux technologies mondiales, car il est impossible d'exclure de nouveaux « DeepSeek Mondays », alors que l'innovation technologique se poursuit à un rythme effréné en Asie.

Les stratégies axées sur le revenu devraient également s'avérer relativement défensives. En cas de contraction des bénéfices, la croissance des dividendes recule généralement de moitié par rapport à celle des bénéfices, ce qui contribue à amortir l'impact d'une baisse des cours boursiers sur les rendements totaux (cf. **Graphique 16**). Avec des ratios de distribution faibles et des entreprises qui réduisent leurs dépenses d'investissement, les investisseurs pourraient s'attendre à une résilience des dividendes dans un scénario de ralentissement économique encore plus marquée que celle observée historiquement.

Dans l'ensemble, les fluctuations observées sur les marchés boursiers mondiaux au cours des cinq premiers mois de l'année ne devraient pas s'arrêter à court terme, notamment parce que les marchés continueront à jouer un rôle essentiel en incitant les responsables politiques à privilégier des solutions plus raisonnables et plus consensuelles. La solidité des bilans d'entreprise constitue en quelque sorte une protection contre les risques baissiers importants, mais les prévisions de bénéfices devront probablement encore être revues à la baisse compte tenu du ralentissement économique.

La priorité absolue des investisseurs doit donc être de s'assurer que leurs portefeuilles sont suffisamment diversifiés sur le plan régional, les stratégies axées sur le revenu constituant un autre outil de protection contre de nouvelles fluctuations du marché.

“

**Les valorisations ne constituent pas un bon indicateur des rendements futurs à court terme, mais si les prévisions de bénéfices devaient baisser, nous constatons que les valorisations restent élevées sur de nombreux marchés aujourd'hui.**

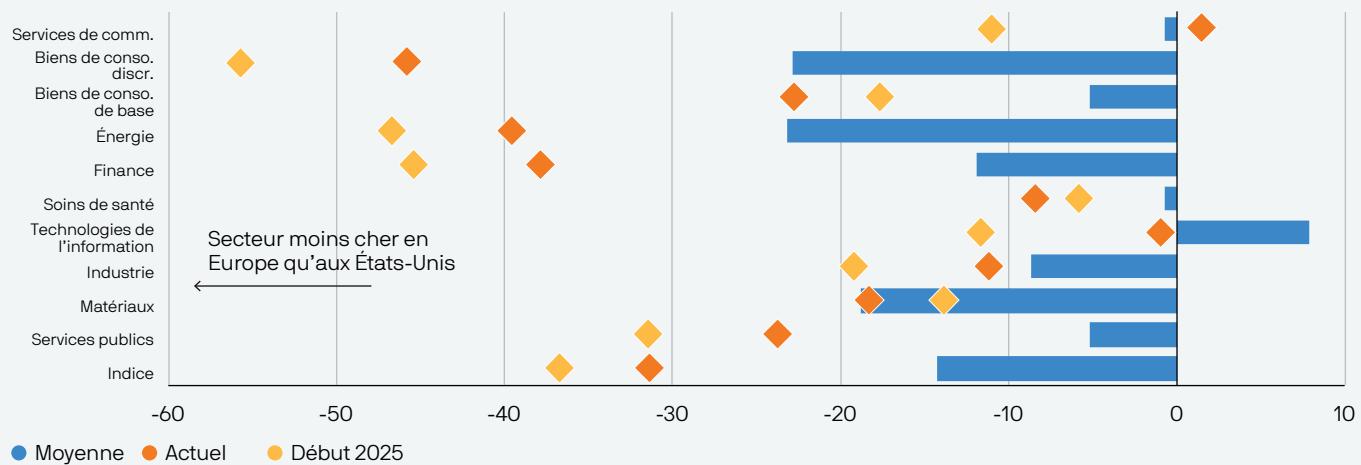
Au niveau régional, notre conviction à l'égard des marchés européens, y compris le Royaume-Uni, reste plus forte que celle à l'égard du Japon. Cela reflète notre opinion selon laquelle une appréciation du yen est probable dans plusieurs scénarios macroéconomiques, ce qui pèserait sur les bénéfices rapatriés de l'étranger et constituerait donc un frein pour le marché boursier japonais, relativement tourné vers l'international. Dans le même temps, de nombreux investisseurs semblent réticents à croire à l'impact positif sur la croissance que nous attendons du virage budgétaire européen, comme en témoigne la décote de valorisation encore importante observée dans de nombreux secteurs européens par rapport à leurs homologues américains (cf. **Graphique 15**).

Les perspectives des marchés émergents par rapport aux marchés développés semblent moins claires. Comme nous l'expliquons dans **Rester vigilant face au risque de change**, un affaiblissement du dollar américain devrait favoriser les marchés émergents à moyen terme, mais les perspectives

**Graphique 15 : de nombreux secteurs européens se négocient toujours avec une décote anormalement importante par rapport à leurs homologues américains**

**Valorisation relative du MSCI Europe par rapport aux États-Unis**

% décote/prime relative basée sur les ratios P/E anticipés à 12 mois

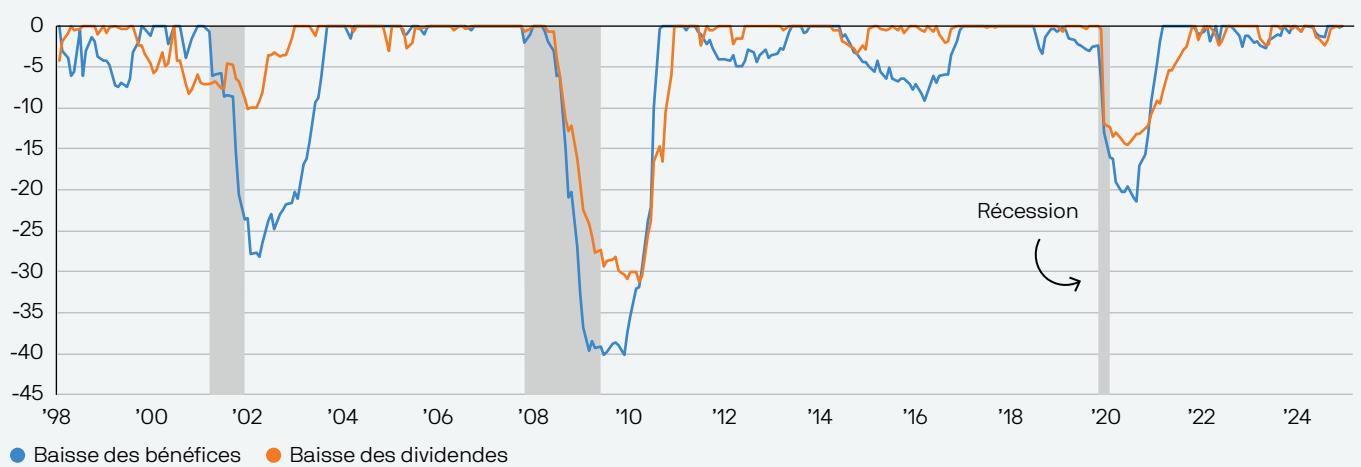


Source : FTSE, LSEG Datastream, MSCI, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Le graphique montre la décote actuelle en pourcentage du ratio P/E anticipé à 12 mois de l'indice ou du secteur par rapport à l'équivalent pour le S&P 500, ainsi que la moyenne depuis 1995. Pour les services de communication, la moyenne est calculée à partir des données de 1995 à 2000 incluses et de 2005 à ce jour, en raison des changements intervenus dans la composition du secteur. Données au 31 mai 2025.

**Graphique 16 : les dividendes ont tendance à mieux résister que les bénéfices**

**Baisse des bénéfices et des dividendes de l'indice MSCI World**

en %, baisse vs pic sur 2 ans



Source : IBES, LSEG Datastream, MSCI, J.P. Morgan Asset Management. Les bénéfices et les dividendes sont basés sur les bénéfices par action sur 12 mois. Les périodes de récession sont définies à partir des dates de cycles économiques du Bureau national de recherche économique (NBER) aux États-Unis. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des résultats actuels et futurs. Données au 31 mai 2025.

## Détenir des obligations pour les périodes difficiles, mais pas dans toutes les conditions de marché

Les marchés obligataires souverains sont tiraillés entre des scénarios contradictoires depuis plusieurs trimestres. Lorsque les craintes de récession prennent le dessus, les rendements obligataires reculent, les investisseurs anticipant un assouplissement monétaire plus marqué. Cependant, lorsque l'attention du marché se détourne des risques de ralentissement de la croissance pour se concentrer sur les risques de hausse de l'inflation, peut-être grâce à l'assouplissement budgétaire, la tendance des rendements obligataires s'inverse. Le résultat net de ces facteurs contradictoires est une fluctuation des rendements obligataires d'État dans une fourchette de 3,5 % à 5 % au cours des deux dernières années aux États-Unis et au Royaume-Uni, et entre 2 % et 3 % dans la zone euro (cf. **Graphique 17**). Il s'agit là d'une volatilité plus importante que ce à quoi nous pourrions nous attendre de la part de nos principaux actifs « sans risque ».

À l'avenir, nous pensons que cette volatilité persistera en partie, mais nous continuons de croire que les obligations core ont leur place dans la composition d'un portefeuille, car elles offrent des revenus et une protection contre le risque de baisse.

Au moment de la rédaction de ce rapport, les rendements se situent dans la partie haute de la fourchette évoquée, les marchés se concentrant sur le plan budgétaire en cours d'examen au Congrès et sur les perspectives quelque peu inquiétantes concernant l'évolution de la dette fédérale. Savoir s'il faut acheter des obligations dans un monde où les gouvernements ne semblent pas se soucier de la dette est une question clé qui nous est fréquemment posée.

C'est une question compréhensible. Dans sa forme actuelle, le projet de loi budgétaire américain devrait alourdir la dette publique d'environ 2 400 milliards de dollars, en s'ajoutant aux 21 000 milliards d'emprunts déjà prévus sur les dix prochaines années. Afin d'éviter un chiffre encore plus important, le projet de loi prévoit des réductions de dépenses différées et classe bon nombre des réductions d'impôts comme temporaires. L'expérience de la loi sur les réductions d'impôts et l'emploi de 2017 soulève des doutes quant à la possibilité que ces réductions d'impôts temporaires soient réellement supprimées à terme, tandis que d'autres s'interrogent sur la faisabilité politique des réductions de dépenses prévues pour les années à venir dans des domaines tels que l'assurance maladie.

Toutefois, nous pensons qu'il sera difficile pour les rendements des bons du Trésor américain à 10 ans de dépasser durablement les 5 % sans provoquer de perturbations macroéconomiques importantes. Les taux hypothécaires américains étant déjà proches de leurs niveaux les plus élevés depuis 2002, nous nous attendons à ce que des rendements nettement plus élevés entraînent un resserrement des conditions financières, ce qui ralentirait l'économie à terme (cf. **Graphique 18**). Des rendements plus élevés pourraient également provoquer une forte baisse des cours des actions et, compte tenu du lien étroit entre le niveau du S&P 500 et la confiance des consommateurs, la croissance économique pourrait subir un nouveau coup dur en raison de la baisse des dépenses de consommation.

**Graphique 17 : les rendements des obligations d'État occidentales évoluent dans un corridor étroit depuis deux ans**

Rendements nominaux des obligations d'État à 10 ans



Source : LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des résultats actuels et futurs. Données au 31 mai 2025.

**Graphique 18 : la répercussion sur les taux hypothécaires et l'impact sur l'économie devraient limiter les rendements obligataires**

Taux hypothécaire fixe à 30 ans aux États-Unis



Source : LSEG Datastream, Mortgage Bankers Association of America, J.P. Morgan Asset Management. Données au 31 mai 2025.

Même si cela peut sembler inconfortable, nous suggérons donc de privilégier la duration lorsque les rendements des bons du Trésor américain à 10 ans se rapprochent de 5 %.

Malgré cette volatilité, nous ne devons pas perdre de vue la protection contre le risque de baisse que nous offrent les obligations si l'attention se porte à nouveau sur le risque de récession. Le fléchissement du marché du travail serait le catalyseur le plus probable d'une baisse significative des rendements. La croissance persistante des salaires dans de nombreux marchés développés a été un facteur important de l'inflation persistante des services post-pandémie. Pour que les banques centrales soient davantage convaincues que les risques haussiers d'inflation sont contrebalancés par une baisse de la demande, il faudra probablement une hausse significative du chômage.

Si ce scénario de baisse de la croissance se concrétise, il est important de savoir que la Réserve fédérale (et d'autres banques centrales) a la possibilité de procéder à des baisses plus marquées que celles anticipées par le marché. Même si les rendements des obligations à longue échéance baissent moins que lors des cycles de baisse précédents, ils devraient tout de même surperformer le rendement total des obligations à court terme dans ce scénario. La capacité des obligations à diversifier le portefeuille en cas de choc de croissance reste donc intacte et constitue un atout majeur dans un contexte multi-actifs (cf. **Graphique 19**).

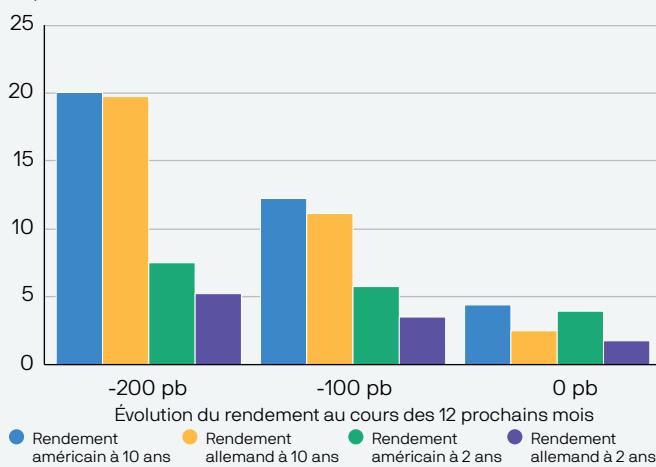
Si nous voyons des raisons de trouver la duration attrayante lorsque le bon du Trésor américain à 10 ans approche les 5 %, nous pensons qu'il devrait y avoir une limite inférieure aux rendements en dessous de laquelle les obligations perdent leur attrait. Une inflation plus volatile dans un contexte de démondialisation, une politique budgétaire plus active et des changements dans la structure du marché obligataire sont autant de raisons qui, selon nous, justifient que la prime à terme (la rémunération supplémentaire exigée par les investisseurs pour le risque lié à la détention d'obligations à longue échéance) soit beaucoup plus élevée qu'au cours de la dernière décennie (cf. **Graphique 20**). Des questions se posent également quant à l'attrait des obligations d'État en tant qu'actifs refuges, puisque la corrélation entre les actions et les obligations n'est plus systématiquement négative.

Si les obligations d'État d'autres régions du monde ne devraient pas se détacher complètement des bons du Trésor américain, nous pensons que certains marchés obligataires hors des États-Unis devraient connaître une volatilité plus modérée au cours de l'année à venir. Les Gilts sont sans doute les mieux placés, compte tenu d'un contexte de croissance relativement faible et d'un gouvernement britannique beaucoup plus limité par ses propres règles budgétaires. Nous sommes beaucoup plus prudents quant aux perspectives des obligations du Japon, où une amélioration soutenue de la croissance des salaires a poussé l'inflation au-dessus de l'objectif et où les marchés n'ont toujours pas intégré de resserrement significatif de la politique monétaire.

**Graphique 19 : les obligations d'État offrent toujours des avantages de diversification en cas de choc de croissance**

Scénarios de performance des obligations d'État

%, performance totale sur 12 mois

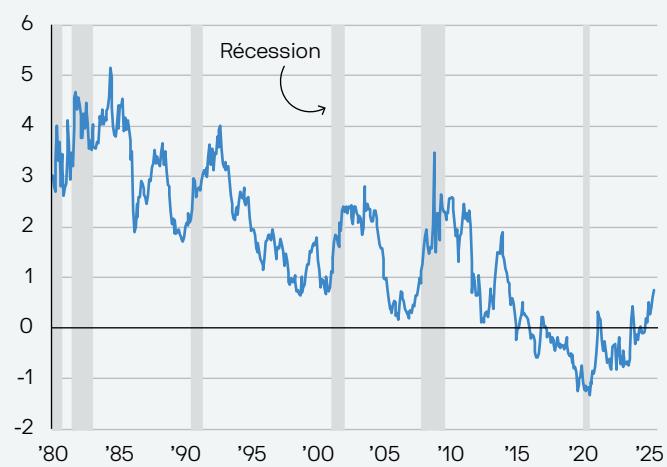


Source : LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Le graphique indique la performance totale obtenue en achetant des obligations d'État données aux rendements actuels et en les vendant 12 mois après, en tenant compte de différentes variations du niveau de rendement. À des fins d'illustration uniquement. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des résultats actuels et futurs. Données au 31 mai 2025.

**Graphique 20 : la prime à terme est passée à des niveaux plus normaux**

Prime à terme du bon du Trésor américain à 10 ans

%



Source : Federal Reserve Bank of New York, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. La prime à terme est la compensation supplémentaire exigée par les investisseurs pour détenir des bons du Trésor à plus longue durée plutôt qu'une série glissante de bons du Trésor à plus court terme. Le graphique montre la prime à terme ACM de la Federal Reserve Bank of New York. Les périodes de récession sont définies à partir des dates de cycles économiques du Bureau national de recherche économique (NBER) aux États-Unis. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des résultats actuels et futurs. Données au 31 mai 2025.

Les obligations souveraines de la zone euro occupent une position intermédiaire : l'inflation y est bien moins préoccupante pour la Banque centrale européenne, mais l'offre d'obligations devrait s'accélérer pour financer les nouvelles dépenses budgétaires. Pour les investisseurs européens, le choix entre les bons du Trésor américain et les obligations souveraines en euros est plus susceptible d'être influencé par les considérations de couverture du risque de change que nous avons expliquées dans notre chapitre sur le dollar américain.

Si les rendements continuent d'évoluer dans un corridor étroit, le revenu devrait constituer la principale source de rendements obligataires. Cela rend le rendement supplémentaire offert par les obligations de grande qualité attrayant, les défauts et les spreads devant rester limités à condition que les bénéfices des entreprises continuent de se maintenir (cf. **Graphique 21**). Après ajustement pour tenir compte des variations de la qualité des indices, les spreads sont tout aussi serrés pour le crédit à haut rendement et investment grade aux États-Unis et en Europe. Compte tenu des valorisations serrées et de l'équilibre des risques macroéconomiques, nous préférons nous concentrer sur le crédit de haute qualité.

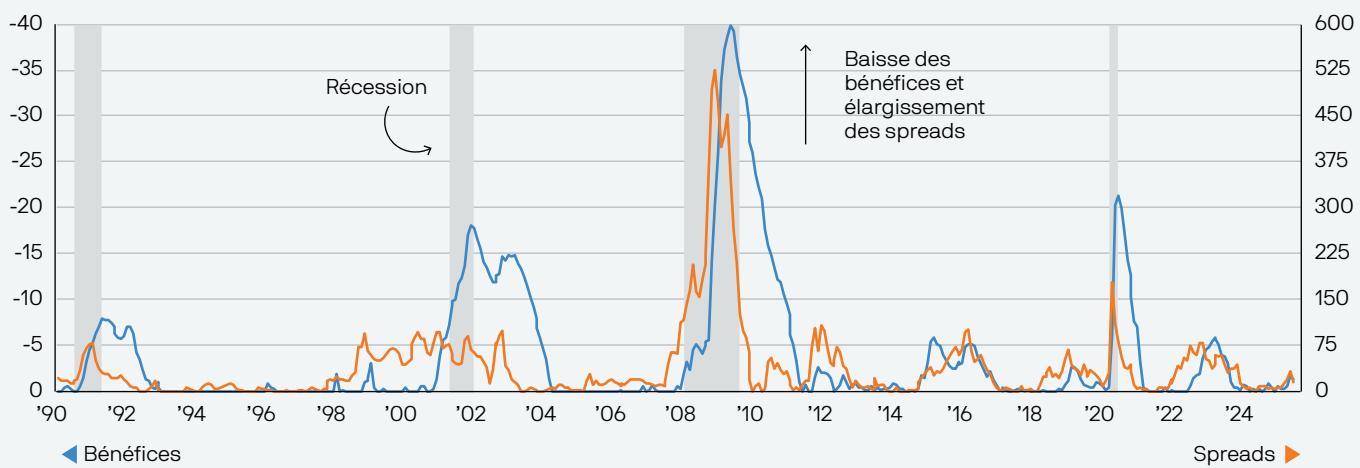


**Malgré cette volatilité, nous ne devons pas perdre de vue la protection contre le risque de baisse que nous offrent les obligations si l'attention se porte à nouveau sur le risque de récession.**

**Graphique 21 : les spreads du crédit de grande qualité devraient être soutenus à condition que les bénéfices se maintiennent**

**Bénéfices des entreprises américaines et spreads des titres investment grade**

% de baisse par rapport au maximum (éch. gauche, inversé) ; points de base, différence par rapport aux plus bas niveaux sur deux ans (éch. droite)



Source : Bloomberg, IBES, LSEG Datastream, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Les bénéfices sont les bénéfices anticipés sur 12 mois du S&P 500, les spreads sont les spreads corrigés des options de l'indice Bloomberg US Aggregate - Corporate. Les périodes de récession sont définies à partir des dates de cycles économiques du Bureau national de recherche économique (NBER) aux États-Unis. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des résultats actuels et futurs. Données au 31 mai 2025.

## Utiliser les investissements alternatifs pour gérer les risques alternatifs



Les signaux macroéconomiques contradictoires autour du ralentissement de la croissance et de la persistance de l'inflation ont alimenté la volatilité des marchés en 2025. L'évolution des droits de douane et des politiques budgétaires a aggravé cette incertitude. Par conséquent, la relation traditionnelle entre les actions et les obligations est devenue moins fiable, renforçant la nécessité de diversifier les portefeuilles à l'aide d'autres sources.

Une nouvelle flambée de l'inflation représente un risque qui mérite une attention particulière. La hausse des droits de douane et des barrières commerciales représente un choc d'offre négatif classique. Dans le même temps, la politique budgétaire prend une orientation plus expansionniste. Le projet de loi budgétaire des républicains prévoit des mesures de relance anticipées, avec des réductions d'impôts à court terme compensées par des réductions de dépenses qui sont en grande partie reportées après la fin du second mandat du président Donald Trump. L'interaction potentielle entre les contraintes d'offre et les nouvelles mesures de relance budgétaire présente des similitudes inquiétantes avec la flambée de l'inflation qui a suivi la pandémie.

Cela soulève une question importante : qu'avons-nous appris du choc inflationniste de 2022 et comment les investisseurs doivent-ils se protéger contre ce risque extrême ?

Le premier enseignement, particulièrement inquiétant pour les investisseurs, est que ni les actions ni les obligations n'apprécient l'inflation et que les chocs inflationnistes compromettent donc la diversification traditionnelle. En 2022, les investisseurs disposaient de peu de couvertures efficaces parmi les classes d'actifs traditionnelles liquides (cf. Graphique 22).

**Bon nombre des meilleurs refuges contre le choc inflationniste de 2022 se trouvaient dans les actifs réels de base, tels que les infrastructures, le transport et l'exploitation forestière.**

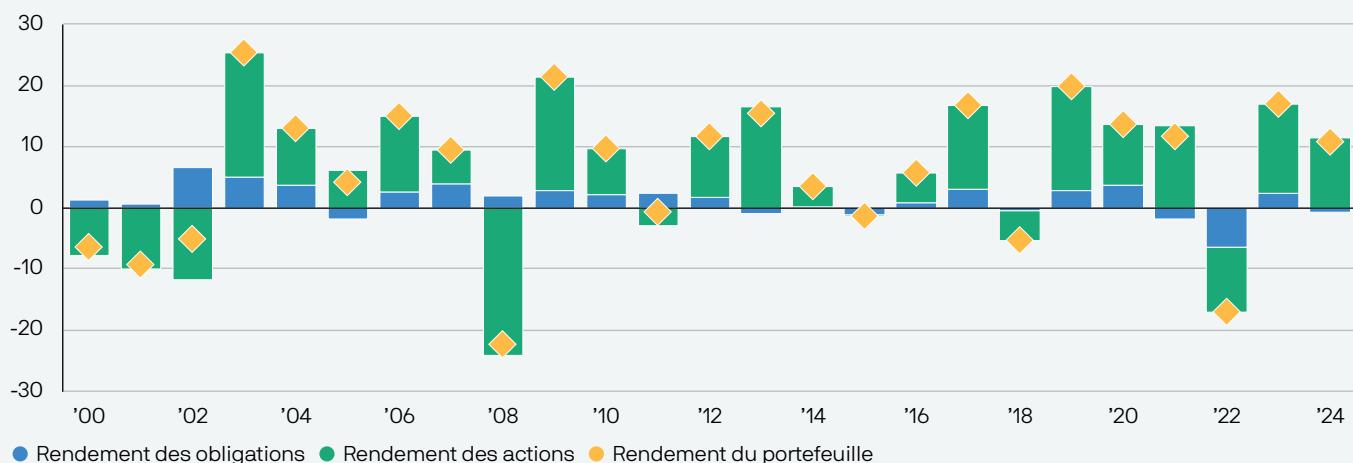
Le deuxième enseignement est que bon nombre des meilleurs refuges en cas d'inflation se trouvaient dans les actifs réels de base, tels que les infrastructures, le transport et l'exploitation forestière (cf. Graphique 23). Les actifs réels de base se caractérisent par leur capacité à générer des rendements stables et axés sur le revenu, soutenus par des contrats à long terme, des cadres réglementaires et/ou la fourniture de services essentiels. Leur sensibilité limitée aux cycles économiques et leur lien explicite ou implicite avec l'inflation les rendent particulièrement résilients en période d'inflation.

Dans le domaine des infrastructures de base, par exemple, les services publics réglementés et les énergies renouvelables sous contrat bénéficient de revenus liés à l'inflation, de mécanismes de répercussion des coûts et, souvent, d'un rendement des fonds propres réglementé qui augmente avec l'inflation. En revanche, les centrales électriques commerciales ou les projets d'aménagement concernant des terrains vierges, courants dans les stratégies plus opportunistes, ne bénéficient pas de revenus contractuels et comportent des risques de construction ou de marché, ce qui rend leur protection contre l'inflation moins fiable.

**Graphique 22 : le choc inflationniste de 2022 a entraîné une forte baisse des cours des actions et des obligations**

Rendements annuels d'un portefeuille composé d'actions et d'obligations selon le ratio 60:40

%, performance totale en USD

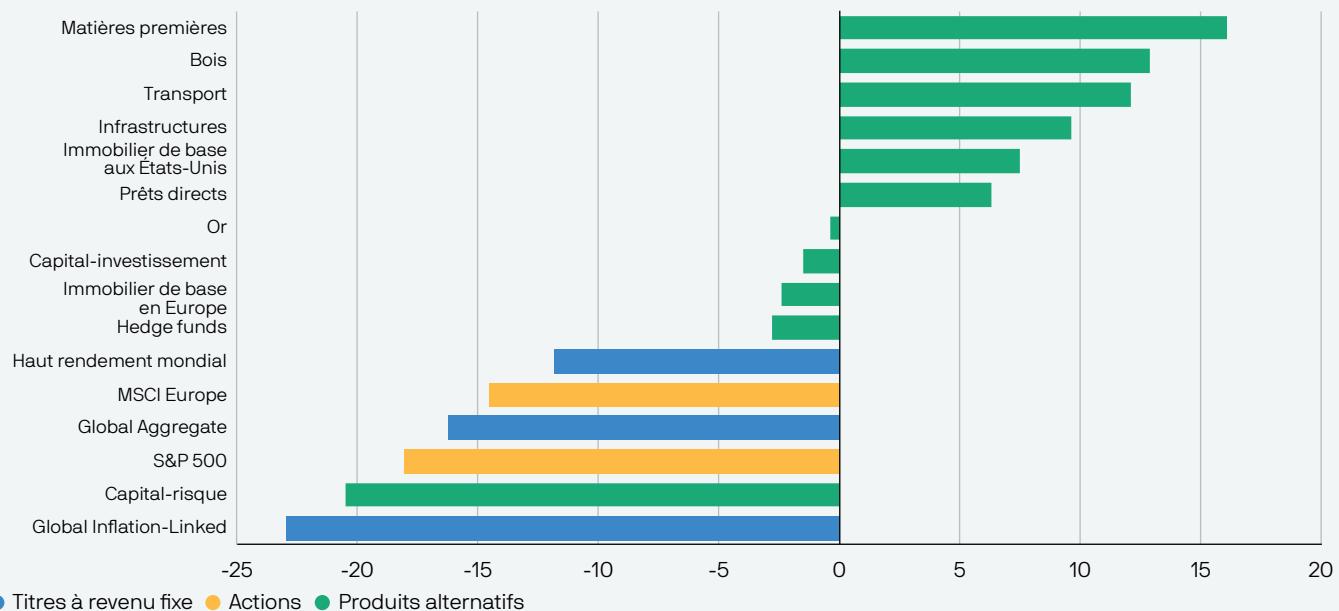


Source : Bloomberg, LSEG Datastream, MSCI, J.P. Morgan Asset Management. Les rendements des actions sont calculés à l'aide de l'indice MSCI World et ceux des obligations à l'aide de l'indice Bloomberg Global Aggregate. Tous les rendements sont exprimés en USD. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des résultats actuels et futurs. Données au 31 mai 2025.

## Graphique 23 : les actifs alternatifs ont beaucoup mieux résisté à la volatilité de 2022 que les actions ou les obligations

Rendements de certains marchés publics et privés en 2022

%, performance totale en USD



● Titres à revenu fixe ● Actions ● Produits alternatifs

Source : Bloomberg, Burgiss, Cliffwater, FactSet, HRFI, ICE BofA, LSEG Datastream, MSCI, NCREIF, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Global Aggregate : Bloomberg Global Aggregate ; Obligations mondiales liées à l'inflation : Bloomberg Global Inflation-Linked ; HY monde : ICE BofA Global High Yield ; Hedge Funds : HRFI Fund Weighted Composite ; Immobilier de base aux États-Unis : Indice NCREIF Property – Open End Diversified Core Equity ; Immobilier de base en Europe : Indice MSCI Global Property Fund – Continental Europe ; Prêts directs : Indice Cliffwater Direct Lending ; Infrastructures : Indice MSCI Global Quarterly Infrastructure Asset (mélange équiquotidien) ; Bois : Indice NCREIF Timberland Total Return. Le capital-investissement et le capital-risque sont des rendements pondérés dans le temps provenant de Burgiss. Les performances des transports proviennent d'un indice de J.P. Morgan Asset Management. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des résultats actuels et futurs. Données au 31 mai 2025.

Dans le secteur du transport, les stratégies de base impliquent généralement la location de navires ou d'avions dans le cadre de contrats d'affrètement à long terme avec des contreparties investment grade, générant des flux de trésorerie prévisibles, souvent ajustés en fonction de l'inflation. Ces accords transfèrent le risque opérationnel et le risque de marché au locataire, réduisant ainsi l'exposition des investisseurs à la volatilité des marchés au comptant. En revanche, les stratégies autres que les stratégies de base peuvent impliquer des navires exploités dans le cadre de contrats de location à court terme ou au comptant, dont les revenus fluctuent en fonction des coûts de transport des marchandises, qui sont très sensibles aux cycles commerciaux.

L'exploitation forestière peut également offrir une forte protection contre l'inflation, car les prix du bois et des terres ont historiquement augmenté en même temps que l'inflation. Les gestionnaires peuvent reporter la récolte lorsque les marchés sont faibles et vendre lorsque les prix sont plus favorables. Pendant ce temps, à mesure que les arbres continuent de pousser, le volume de bois exploitable augmente, offrant une source régulière de rendement.

Pour les investisseurs qui n'ont pas accès aux actifs réels de base, l'or peut servir de substitut partiel. Si l'or a déçu en 2021-2022 malgré une inflation élevée, sa récente reprise souligne son utilité en tant que couverture contre l'incertitude géopolitique et les questions relatives au statut à long terme du dollar américain. Contrairement aux actifs réels génératrices de revenus, l'or n'offre aucun rendement, mais il sert souvent de réserve de valeur en période de tensions systémiques. Nous considérons donc l'or comme complémentaire à d'autres actifs réels de base au sein d'un portefeuille diversifié, offrant une forme de protection différente et plus liquide, particulièrement pertinente lorsque la confiance dans les monnaies fiduciaires ou les institutions mondiales vacille. Il convient néanmoins de reconnaître qu'après une hausse de 40 % au cours des douze derniers mois, une part significative de ces préoccupations semble désormais intégrée dans le cours de l'or.

Les investisseurs devraient également envisager de s'orienter vers des stratégies capables de tirer parti de ces conditions. Les actifs alternatifs liquides, en particulier les stratégies alternatives macro, sont conçus pour fonctionner indépendamment de l'orientation du marché et ont tendance à tirer parti des perturbations, des divergences de taux d'intérêt ou de l'imprévisibilité accrue des politiques. Historiquement, ces stratégies ont tendance à afficher des performances relatives plus solides dans des conditions similaires. Bien qu'ils ne remplacent pas les couvertures structurelles contre l'inflation, les actifs alternatifs liquides peuvent contribuer à réduire la volatilité globale du portefeuille, à limiter les baisses et à améliorer la diversification à un moment où les corrélations entre les classes d'actifs traditionnelles sont plus instables.

Ces enseignements restent pertinents dans le contexte actuel, et nous pensons donc que les portefeuilles doivent être construits en tenant compte des risques bilatéraux. Les obligations core restent essentielles pour couvrir le risque de récession, tandis que les actifs réels de base offrent une protection à long terme contre l'inflation et constituent des réserves de valeur tangibles dans un contexte de volatilité macroéconomique élevée et d'inquiétudes croissantes concernant la stabilité des monnaies fiduciaires.

Dans le même temps, les actifs alternatifs liquides, en particulier les stratégies alternatives faiblement corrélées aux actifs traditionnels, peuvent apporter un degré supplémentaire de diversification, aider à tirer parti de la volatilité, limiter les baisses et servir de contrepoids en période de tension sur les marchés. Ensemble, ces outils alternatifs peuvent contribuer à constituer des portefeuilles plus résilients dans un monde où les risques qui pèsent sur l'inflation et la croissance sont plus équilibrés qu'au cours de la décennie précédente.



**L'inflation et l'incertitude politique ont tendance à générer des périodes prolongées de volatilité des marchés et de dispersion entre les actifs. Dans le contexte actuel, les investisseurs devraient envisager d'adopter des stratégies capables de tirer parti de ces conditions.**

## Rester vigilant face au risque de change



**Si les politiques américaines s'avèrent inflationnistes et déstabilisatrices, le dollar risque de perdre ses effets de diversification positifs à l'avenir.**

Pour les investisseurs européens, la vigueur du dollar américain a été un facteur favorable quasi constant pour la performance des actifs américains depuis 2010. Outre la bonne performance des actifs eux-mêmes, l'appréciation du dollar américain a ajouté 2,4 % par an aux rendements des actions et obligations américaines pour les investisseurs en euros et 1,9 % par an pour les investisseurs en livres sterling.

Cependant, cette année a été différente. Les politiques commerciales et budgétaires agressives de la nouvelle administration américaine ont affaibli le dollar et, comme nous l'avons souligné dans notre récent article [« Changement de cap pour le dollar américain »](#) cette faiblesse pourrait se poursuivre.

### Faut-il se couvrir ?

En raison de la surperformance des actifs américains, l'exposition au dollar a considérablement augmenté dans de nombreux portefeuilles. La part du dollar américain dans un portefeuille classique 60/40 composé de l'indice MSCI ACWI et de l'indice Bloomberg Global Aggregate Bond est passée de 41 % au début de 2011 à 55 % à la fin du mois de mai 2025, selon les données de Bloomberg et MSCI.

Du point de vue de la gestion de portefeuille, les investisseurs doivent accorder davantage d'attention au risque de change dans l'ensemble des classes d'actifs. Malgré sa dépréciation cette année, le dollar américain reste fondamentalement une devise très onéreuse. Sur la base de nos hypothèses d'évolution à long terme des marchés de capitaux 2025 (LTCMA), nous estimons que le dollar américain reste 13 % au-dessus de sa juste valeur par rapport à l'euro et 10 % par rapport à la livre sterling. La question clé pour les investisseurs est de savoir dans quelle mesure la baisse du dollar pourrait avoir lieu de manière ordonnée.

Dans notre scénario de base, qui prévoit un ralentissement, mais pas de récession, de l'économie américaine, le dollar devrait se déprécier de manière ordonnée par rapport à la plupart des autres devises au cours des prochaines années. Compte tenu des coûts de couverture relativement élevés (cf. **Graphique 24**), les stratégies de couverture peuvent sembler peu attrayantes dans ce scénario. Une baisse modérée et ordonnée du dollar ne justifie peut-être pas le coût d'une telle couverture.

Cependant, certains scénarios de dépréciation

**Graphique 24 : les coûts de couverture du dollar américain ne cessent d'augmenter**

Coût de couverture d'un investissement en dollars américains

Points de %, coût annualisé



Source : Bloomberg, CME, ICE, J.P. Morgan Asset Management. Les coûts de couverture sont fondés sur les rendements à terme à trois mois de différentes devises. Données au 31 mai 2025.

désordonnée du dollar pourraient justifier le coût de cette couverture. Les principaux risques sont notamment une nouvelle escalade de la guerre des droits de douane, un assouplissement budgétaire et des mesures remettant en cause l'indépendance de la Réserve fédérale ou contraignant les investisseurs étrangers à acheter des obligations à très longue échéance assorties d'un rendement réduit (un accord « Mar-a-Lago » qui fait actuellement l'objet de discussions dans certains milieux).

### Le carry trade vacille à mesure que les coûts de couverture augmentent

Du côté des titres obligataires, le carry trade sur le dollar américain a perdu de son attrait. Les taux d'intérêt ayant augmenté dans de nombreuses régions, il n'y a plus de gain net de rendement sur les bons du Trésor américain sur une base couverte contre le risque de change (cf. **Graphique 25**). Par conséquent, les investisseurs internationaux ne peuvent profiter des rendements nominaux relativement élevés aux États-Unis qu'à condition de prendre des risques de change. La détérioration des fondamentaux du dollar américain rend cette option de moins en moins attrayante.

La normalisation des taux d'intérêt au Japon est un élément important de cette évolution et les investisseurs européens doivent se montrer particulièrement attentifs aux risques liés aux flux de capitaux entre les États-Unis et le Japon. Les investisseurs japonais détiennent plus de 1 100 milliards de dollars de titres du Trésor américain et sont actuellement les principaux détenteurs étrangers de bons du Trésor américain. L'inflation globale japonaise restant obstinément supérieure à 3 %, la Banque du Japon devrait resserrer sa politique monétaire à l'avenir et les rendements des obligations d'État japonaises à long terme ont atteint des sommets historiques.

Les investisseurs japonais qui ont désespérément recherché des revenus pendant les décennies de déflation et de faibles rendements sont désormais moins incités à se tourner vers l'étranger pour générer des revenus. Le carry trade mondial alimenté par le financement bon marché en yens marque le pas. Du point de vue européen, alors que les vents contraires s'intensifient pour le dollar, une allocation plus importante aux obligations nationales semble justifiée du point de vue du rapport risque/rendement.

### Un obstacle possible pour les rendements totaux des actions

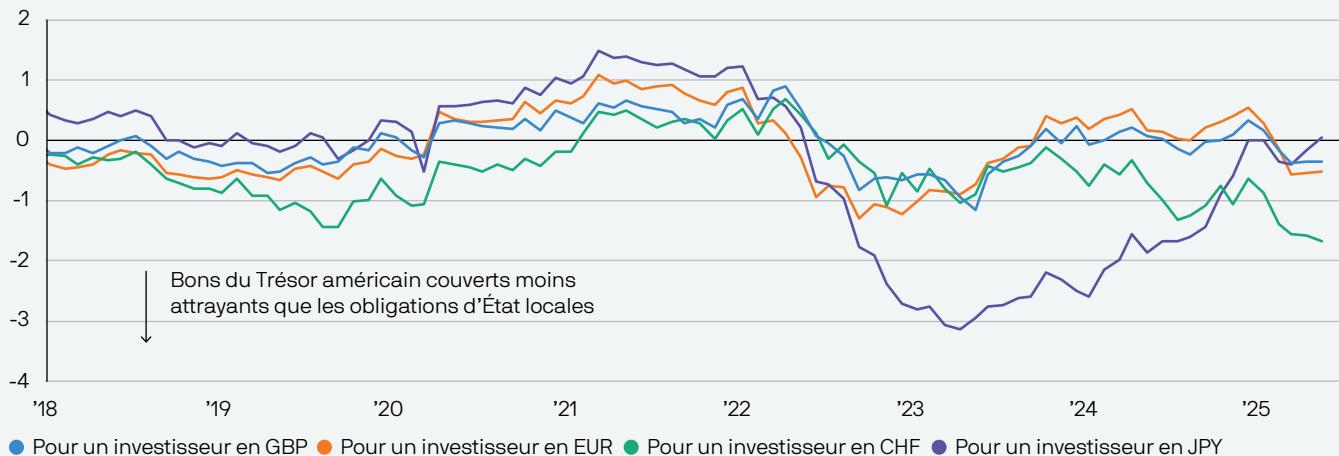
Depuis la fin du système de Bretton Woods, un dollar américain vigoureux s'accompagnait généralement d'une surperformance des actions américaines par rapport au reste du monde (cf. **Graphique 26**). En période de faiblesse du dollar, c'était l'inverse. Cette constatation est logique, car l'attrait des rendements des actions attire les capitaux mondiaux et influence les fluctuations du dollar.

Comme souligné dans notre [chapitre consacré aux actions](#), les perspectives de croissance des bénéfices américains restent attrayantes, mais dépendent fortement de la résilience économique en période d'incertitude accrue et des performances futures du secteur technologique. D'autre part, l'adoption d'une politique budgétaire plus active en Europe laisse entrevoir un raffermissement de la croissance et de meilleurs rendements dans les années à venir, ce qui pourrait détourner une partie des flux de portefeuille vers l'autre côté de l'Atlantique.

**Graphique 25 : les bons du Trésor américain couverts offrent un gain net de rendement faible, voire négatif**

Gain net de rendement des bons du Trésor américain à 10 ans couverts

Points de %, rendement par rapport aux obligations d'État locales

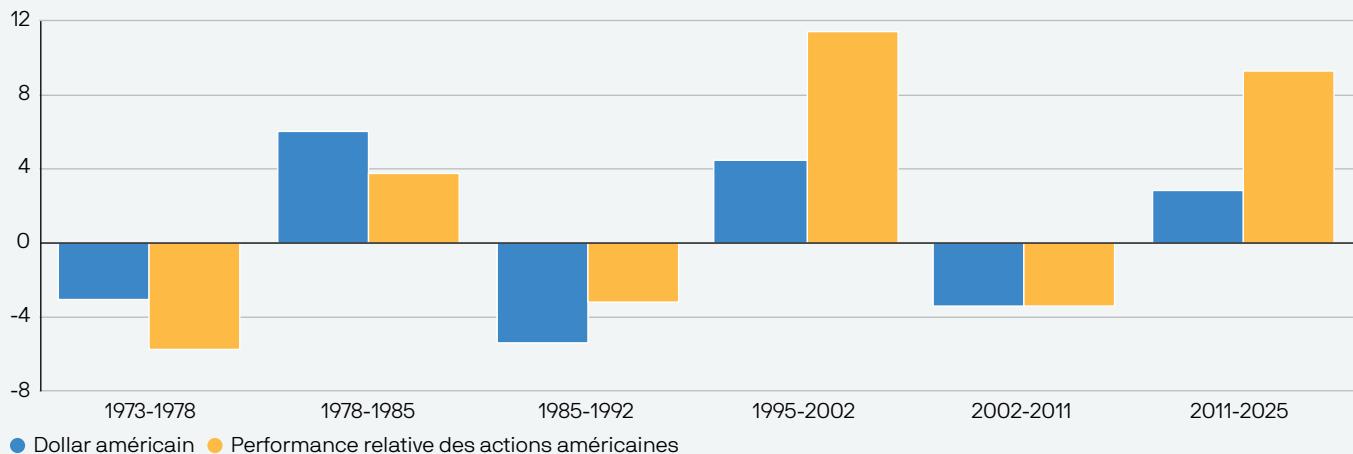


Source : Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management. Le graphique montre l'écart entre le rendement des obligations d'État américaines à 10 ans couvertes et celui des obligations d'État locales à 10 ans. Le rendement en EUR correspond à l'Allemagne. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des résultats actuels et futurs. Données au 31 mai 2025.

**Graphique 26 : la sous-performance des actions américaines s'accompagne généralement d'une faiblesse du dollar**

Cycles haussiers/baissiers du dollar américain et performance relative des actions américaines

%, variation annualisée sur la période



Source : J.P. Morgan Securities Research, LSEG Datastream, MSCI, J.P. Morgan Asset Management. Les cycles du dollar américain sont basés sur le taux de change général effectif réel. La performance relative des actions américaines correspond à la variation en pourcentage de l'indice MSCI USA par rapport à l'indice MSCI World ex-US. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des résultats actuels et futurs. Données au 31 mai 2025.

Les investisseurs doivent donc être attentifs aux expositions non couvertes et à la manière dont les fluctuations monétaires peuvent aggraver toute sous-performance relative en cas de fléchissement du marché boursier américain. Les cinq premiers mois de 2025 nous rappellent qu'à court terme, ces fluctuations peuvent être importantes. En devise locale, le S&P 500 a progressé de 1 % à la fin du mois de mai, tandis que pour les investisseurs non couverts en EUR et en GBP, l'indice a respectivement reculé de 8 % et 6 %.

Nos hypothèses d'évolution à long terme des marchés de capitaux 2025 estiment la juste valeur du dollar américain par rapport à l'euro (et à la livre sterling) à 1,29 (1,48) d'ici 2037. Cela signifie une dépréciation annuelle de 1,1 % (0,8 %) du dollar américain. Compte tenu de la convergence attendue des rendements à court terme entre les paires de devises dans les années à venir, la couverture stratégique semble de plus en plus intéressante dans une perspective à long terme. À court terme, les coûts actuels de couverture constituent un obstacle important à surmonter, mais l'ajout de stratégies boursières couvertes en dollars peut offrir une certaine protection contre les erreurs politiques et les dépréciations désordonnées.

### L'avantage du dollar en tant que valeur refuge n'est peut-être plus ce qu'il était

Au cours de la dernière décennie, les investisseurs ont peut-être été disposés à s'exposer davantage au dollar pour bénéficier de la protection supplémentaire qu'il leur offrait en période de volatilité des marchés. Depuis le pic de la crise financière mondiale, la corrélation glissante sur deux ans entre le billet vert et la performance du S&P 500 a été presque continuellement négative. Cela signifiait que l'exposition au dollar américain pouvait compenser une partie du risque lié aux actions. Ce phénomène a été particulièrement évident lors des crises survenues en dehors des États-Unis, telles que la crise de la dette souveraine de la zone euro et le déclenchement de la guerre en Ukraine.

Cependant, ce statut de valeur refuge ne semble plus aussi solide. La corrélation entre le dollar américain et le marché boursier s'est fortement accrue au cours des six derniers mois. Si les politiques américaines s'avèrent inflationnistes et déstabilisatrices, le dollar risque de perdre ses effets de diversification positifs.

Il est essentiel de veiller à maintenir un bon équilibre entre les risques de change dans le portefeuille pour assurer la réussite des investissements à l'avenir. L'ajout de stratégies de couverture et d'une gestion spécifique du risque de change, ainsi qu'une diversification internationale importante, peuvent atténuer les risques d'une baisse ordonnée ou désordonnée du dollar.

## Scénarios et risques pour le marché mondial

Notre scénario macroéconomique de base pour les 12 à 18 prochains mois prévoit un ralentissement de l'économie mondiale, les droits de douane américains et l'incertitude politique pesant sur l'activité nationale et internationale.

Il existe toutefois un degré élevé d'incertitude quant à l'impact de la politique américaine et à la manière dont les autres pays réagiront. Les portefeuilles bien diversifiés sont donc essentiels pour se protéger contre le risque d'une reprise de l'inflation et d'une forte hausse des rendements obligataires, ainsi que contre le risque d'une récession économique.

### Scénario central : l'économie mondiale ralentit

**Macroéconomie** : les droits de douane américains et l'incertitude politique pèsent sur l'économie mondiale. Le ralentissement est plus prononcé aux États-Unis que dans d'autres pays. En Europe, le soutien budgétaire considérable et la baisse des taux stimulent la demande intérieure, contrebalançant les facteurs extérieurs défavorables. En Chine, la croissance demeure atone, les tensions avec les États-Unis restant vives et l'accès à d'autres marchés d'exportation étant limité.

**Marchés** : la diversification régionale des actions et les stratégies de revenu sont essentielles. Les actions européennes surperforment les actions américaines. Les obligations core se négocient dans les fourchettes récentes, avec une surperformance des Gilts britanniques. Le dollar américain s'affaiblit de manière ordonnée par rapport à un large panier de devises.

### Risque baissier : l'inflation repart à la hausse

**Macroéconomie** : la politique en matière de droits de douane entraîne une nouvelle accélération significative de l'inflation aux États-Unis, les anticipations d'inflation élevées des ménages conduisant à un renforcement des pressions sur les prix. Les réductions d'impôts et les restrictions en matière d'immigration aggravent les tensions inflationnistes. Malgré la faiblesse de la croissance, la persistance de l'inflation empêche les banques centrales d'assouplir leur politique.

**Marchés** : un environnement négatif pour les actions, les secteurs sensibles aux taux d'intérêt étant les plus durement impactés. La hausse des rendements des obligations core entraîne des pertes, sous l'effet d'une corrélation obstinément positive entre actions et obligations. Les actifs réels et certaines matières premières constituent une protection essentielle contre l'inflation.

### Risque baissier : une profonde récession

**Macroéconomie** : L'économie américaine se contracte, tandis que les entreprises, de plus en plus pessimistes quant à leurs perspectives, passent du gel des recrutements aux licenciements, alimentant ainsi un cycle économique défavorable. La faiblesse de l'économie américaine pèse sur l'activité dans d'autres régions, les mesures de soutien budgétaire et monétaire étant incapables de compenser les facteurs extérieurs défavorables. Les tensions géopolitiques élevées exacerbent la faiblesse de la croissance.

**Marchés** : la corrélation actions-obligations redevient négative. Les actions sont pénalisées par les révisions à la baisse substantielles des bénéfices, mais cet environnement s'avère particulièrement favorable aux titres obligataires de haute qualité, qui enregistrent une appréciation significative du capital, les banques centrales ayant abaissé leurs taux bien au-delà des anticipations du marché.

### Risque haussier : scénario idéal

**Macroéconomie** : la croissance s'accélère grâce à de grandes mesures de relance budgétaire et à un essor de la productivité induit par l'intelligence artificielle. Les tensions commerciales s'apaisent à mesure que de nouveaux accords sont conclus et que les tensions géopolitiques retombent. La hausse de la productivité maintient l'inflation sous contrôle malgré le resserrement du marché du travail et les mesures de relance budgétaire, ce qui permet aux banques centrales de ramener progressivement les taux d'intérêt à un niveau neutre malgré une croissance toujours solide.

**Marchés** : un environnement très positif pour les actions à l'échelle mondiale, en particulier sur les marchés émergents. Les marchés obligataires enregistrent également de solides performances, en raison de la baisse des taux d'intérêt et du resserrement des spreads de crédit qui atteignent de nouveaux niveaux record.

## Auteurs



**Karen Ward**  
Stratège en chef des marchés, EMOA



**Tilmann Galler**  
Stratège des marchés mondiaux



**Maria Paola Toschi**  
Stratège des marchés mondiaux



**Hugh Gimber**  
Stratège des marchés mondiaux



**Aaron Hussein**  
Stratège des marchés mondiaux



**Max McKechnie**  
Stratège des marchés mondiaux



**Natasha May**  
Analyste des marchés mondiaux



**Zara Nokes**  
Analyste des marchés mondiaux

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 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 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 s'agit d'un document à caractère pédagogique qui n'a pas vocation à servir de conseil ou de recommandation concernant un produit d'investissement, une stratégie, une caractéristique d'un placement ou une autre finalité dans quelque juridiction que ce soit, ni ne constitue un engagement de la part de J.P. Morgan Asset Management ou de l'une de ses filiales à participer à des transactions qui y seraient 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. Dans la mesure où la loi nous le permet, nous sommes susceptibles d'enregistrer les conversations téléphoniques et de surveiller les courriels électroniques afin de respecter nos obligations légales et réglementaires et nos politiques internes. Les données à caractère personnel seront collectées, stockées et traitées par J.P. Morgan Asset Management conformément à nos politiques de confidentialité, qui sont disponibles sur la page [am.jpmorgan.com/global/privacy](http://am.jpmorgan.com/global/privacy). Cette communication est émise par les entités suivantes : aux États-Unis, par J.P. Morgan Investment Management Inc. ou J.P. Morgan Alternative Asset Management, Inc., toutes deux réglementées par la Securities and Exchange Commission ; en Amérique latine, pour l'utilisation des destinataires prévus uniquement, par les entités locales de J.P. Morgan, selon les cas ; au Canada, pour l'utilisation des clients institutionnels uniquement, par JPMorgan Asset Management (Canada) Inc., qui est un Gestionnaire de portefeuille enregistré et un Courtier sur le marché dispensé dans toutes les provinces et tous les territoires canadiens, à l'exception du Yukon, et qui est également enregistré en tant que Gestionnaire de fonds d'investissement en Colombie-Britannique, en Ontario, au Québec et à Terre-Neuve-et-Labrador. Au Royaume-Uni, par JPMorgan Asset Management (UK) Limited, qui est agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority ; dans les autres juridictions européennes, par JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l. En Asie-Pacifique (« APAC »), par les entités émettrices suivantes et dans les juridictions respectives dans lesquelles elles sont principalement réglementées : JPMorgan Asset Management (Asia Pacific) Limited, ou JPMorgan Funds (Asia) Limited, ou JPMorgan Asset Management Real Assets (Asia) Limited, chacune d'entre elles étant réglementée par la Securities and Futures Commission de Hong Kong ; JPMorgan Asset Management (Singapore) Limited (numéro d'enregistrement 197601586K), cette publicité ou publication n'a pas été révisée par l'Autorité monétaire de Singapour ; JPMorgan Asset Management (Taiwan) Limited ; JPMorgan Asset Management (Japan) Limited, qui est membre de l'Investment Trusts Association, Japon, la Japan Investment Advisers Association, la Type II Financial Instruments Firms Association et la Japan Securities Dealers Association, et qui est réglementée par la Financial Services Agency (numéro d'enregistrement « Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firm) 330 ») ; en Australie uniquement à l'attention des clients professionnels tels que définis aux sections 761A et 761G de la Corporations Act de 2001 (Commonwealth), par JPMorgan Asset Management (Australia) Limited (ABN 55143832080) (AFSL 376919). Pour tous les autres pays de la région, ce document est exclusivement réservé aux destinataires concernés. Pour les États-Unis uniquement : si vous êtes en situation de handicap et avez besoin d'une aide supplémentaire pour consulter les documents, veuillez nous appeler au 1-800-343-1113 pour obtenir une assistance.

Copyright 2025 JPMorgan Chase & Co. Tous droits réservés.

Source des images : Shutterstock

LV-JPM56496 | 06/25 | FR | f912abe0-57db-11f0-ad9c-475ae0e32d28