

Bulletin Mensuel - Multi-Asset Solutions

Marchés internationaux et portefeuilles multi-actifs

Auteurs



Preeti Parashar
Stratégiste
Multi-Asset Solutions



Sylvia Sheng
Stratégiste
Multi-Asset Solutions

Synthèse

- Une dynamique reflationniste est en train de s'installer au Japon, ce qui nous conforte dans l'idée que la reprise qui a suivi la réouverture se poursuivra. L'augmentation du PIB nominal devrait offrir un environnement favorable à la croissance des investissements et des salaires.
- Alors que les pressions sur les prix continuent de se généraliser, nous pensons que la Banque du Japon a encore du chemin à faire pour normaliser sa politique monétaire. Le pas à franchir pour une remontée des taux à court terme est toutefois plus élevé depuis que la banque centrale a assoupli sa politique de contrôle de la courbe des taux au mois de juillet.
- Notre scénario de base pour le Japon est une sortie des taux d'intérêts négatifs en 2024.
- Même si les actions japonaises ont déjà progressé de presque 20 % cette année, nous pensons qu'il existe des facteurs structurels favorables à de nouvelles performances positives.
- La rentabilité des capitaux propres et les coefficients de capitalisation semblent être appelés à augmenter, l'environnement macroéconomique du Japon restant propice à une amélioration des bénéfices des entreprises.

Les marchés japonais reprennent vie grâce à une dynamique reflationniste

Au niveau mondial, la modération de l'inflation sous-jacente et le rythme soutenu de la croissance économique ont fait naître chez les acteurs du marché l'espoir d'un « *soft landing* » (atterrissage en douceur), mais la situation du Japon est particulière. Le rythme de la croissance américaine a été supérieur à la tendance, soutenu par une forte consommation ; la faiblesse du cycle mondial des biens continue de peser sur le dynamisme de la croissance dans la zone euro et en Chine. Mais l'économie japonaise est différente, et les chiffres récents montrent qu'une dynamique de reflation est en train de s'installer après plus de trente ans d'absence.

La reflation au Japon

La croissance tendancielle du PIB nominal japonais a connu une inflexion structurelle notable au cours de l'année écoulée, reflétant en partie le fait que les entreprises sont parvenues à répercuter les hausses de prix sur les consommateurs. La croissance du PIB nominal s'est accélérée pour atteindre 12,0 % en rythme annualisé au deuxième trimestre 2023, contre 9,5 % au trimestre précédent. Il s'agit de la plus forte hausse enregistrée depuis le début de la série actuelle des chiffres de PIB (1994) et d'une amélioration significative par rapport au rythme moyen de 0,4 % avant le COVID (1994-2019).

Une tendance à la reprise des salaires et, par conséquent, des dépenses de consommation semble se manifester, ce qui nous amène à penser que la reprise japonaise qui a suivi la réouverture n'est pas terminée – même si les chiffres de PIB du 2^{ème} trimestre 2023 font ressortir une demande privée réelle plus faible que prévu.

La consommation des ménages ne s'est pas encore complètement remise des mesures de confinement liées au COVID et reste inférieure aux niveaux d'avant la pandémie. Si la hausse de l'inflation pèse sur les revenus réels depuis le début de l'année 2022, la confiance des consommateurs s'est nettement améliorée depuis le début de l'année, soutenue par l'anticipation croissante d'une hausse des salaires. Cette année, les négociations salariales annuelles du printemps ont abouti à une croissance de 2,1 % des salaires de base, la plus forte depuis trois décennies. Cette amélioration, associée à une récente augmentation du salaire minimum, devrait soutenir le redressement des salaires et des dépenses de consommation.

Nous prévoyons une augmentation des investissements fixes au deuxième semestre, sachant que les entreprises japonaises sont confrontées à des pénuries de main-d'œuvre persistantes et que les entreprises interrogées dans le cadre de l'enquête Tankan ont indiqué qu'elles avaient de fortes intentions d'investissement. Dans l'ensemble, la tendance marquée de croissance du PIB nominal offre un contexte favorable aux bénéfices des entreprises et devrait soutenir les salaires et les dépenses d'investissement.

Les pressions sur les prix sont en train de s'intensifier à mesure que le « slack » de l'économie (ressources/capacités inutilisées) se réduit. L'indicateur clé suivi par la Banque du Japon (BoJ), à savoir l'inflation sous-jacente excluant les aliments frais et l'énergie, a dépassé les 4 % en glissement annuel sur les derniers mois, en raison principalement des services plutôt que des importations de biens. En juillet, l'inflation des services a atteint 2,0 % en glissement annuel pour la première fois depuis presque trente ans.

Nous pensons que l'inflation va rester élevée au Japon en raison de sa généralisation dans les services et de la désinflation très progressive des prix des biens. L'inflation des prix des biens sera probablement lente à se réduire, même si les pressions sur les coûts d'importation s'atténuent, notamment parce que les entreprises japonaises ont tardé à répercuter les hausses de coût qui avaient commencé l'année dernière. Les investisseurs continueront de surveiller cette dynamique : dans quelle mesure les entreprises du secteur des services peuvent-elles répercuter la hausse des salaires sur leurs prix, alimentant ainsi un cercle vertueux de hausse des salaires et des prix ? Nous pensons qu'elle va se poursuivre dans un contexte de forte demande de la part des consommateurs.

En juillet, la BoJ a ajusté sa politique de contrôle de la courbe (PCC) des taux, en augmentant la limite supérieure des opérations sur les souverains japonais à 10 ans de 0,5 % à 1,0 %. L'explication de ce changement par la banque centrale se veut accommodante (volonté d'améliorer la fonctionnalité du marché et de réduire sa volatilité), ce qui laisse à penser que la BoJ n'est pas encore certaine d'atteindre de manière durable son objectif d'inflation de 2 %.

Maintenant que le Japon semble clairement sorti de la déflation qui avait motivé une politique monétaire ultra-accommodante, nous pensons que la BoJ a du chemin à faire pour normaliser sa politique monétaire. Cependant, le pas à franchir pour des décisions en vue d'un resserrement plus marqué de la politique monétaire est plus important : la BoJ aura besoin d'une amélioration supplémentaire des prévisions d'inflation sous-jacente. En particulier, elle aura besoin d'observer une amélioration plus durable des salaires, plutôt qu'une seule négociation de printemps favorable. Notre scénario de base prévoit que la BoJ maintiendra le statu quo jusqu'à la fin de cette année avant d'abandonner ses taux d'intérêt négatifs en 2024.

Les arguments macroéconomiques et de marché en faveur des actions japonaises

Alors que nous prévoyons une croissance mondiale relativement résiliente, mais malgré tout inférieure à la tendance, dans le contexte actuel de fin de cycle caractérisé par des taux d'intérêt plus élevés pendant plus longtemps, nous avons une préférence pour les marchés d'actions cycliques plus abordables. Les actions japonaises offrent ce type d'orientation et se démarquent des autres marchés d'actions en offrant à nos yeux un potentiel de croissance supplémentaire.

Le Japon a été l'une des dernières grandes économies de marché à rouvrir. Le pays est un leader mondial dans la production d'équipements lourds et d'automobiles, dont la demande continue de se stabiliser à des niveaux élevés depuis la normalisation des chaînes d'approvisionnement cette année. La dynamique reflationniste de l'économie japonaise contribue à stimuler la croissance économique nominale et, par conséquent, les perspectives de croissance du chiffre d'affaires des entreprises.

Outre la demande extérieure de biens, la reprise des voyages intérieurs et l'afflux de touristes internationaux après la réouverture des frontières du Japon en novembre 2022 ont soutenu la reprise du secteur des services. La baisse du yen a également incité les touristes à dépenser et a favorisé les marges des entreprises. Les arrivées de touristes étrangers restent inférieures aux niveaux d'avant la pandémie, mais la levée récente des restrictions sur les voyages de groupe nous amène à penser que le tourisme pourrait continuer à soutenir les actions japonaises.

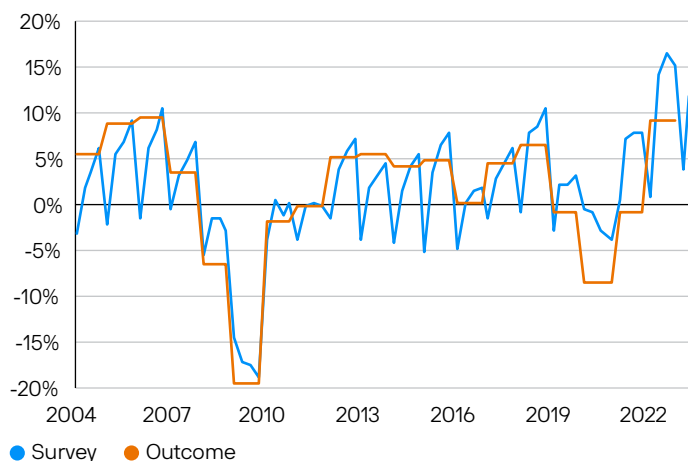
Ces tendances ont été au premier plan pendant la période de publication des résultats trimestriels, qui s'est récemment terminée avec des chiffres nettement supérieurs aux attentes. Les entreprises japonaises ont fait état d'une forte croissance des ventes et des bénéfices dans tous les secteurs (en glissement annuel) et indiqué qu'elles avaient la capacité de répercuter les hausses de coût sur leurs prix. Les ratios de révision des bénéfices à trois mois sont désormais positifs, et la dynamique actuelle laisse à penser qu'il existe une marge de progression supplémentaire.

Les actions japonaises ont surperformé depuis le début de l'année. La hausse des cours a entraîné une augmentation des valorisations et le ratio cours/bénéfice (P/E) moyen du marché japonais est désormais proche de sa moyenne à long terme. Nous pensons que les bénéfices - et les prévisions des analystes - devraient continuer d'évoluer dans le bon sens, ce qui plaide en faveur d'une expansion des multiples et entretient l'attrait des actions japonaises à ces niveaux de prix.

Avec des résultats qui s'améliorent pour un nombre croissant d'entreprises, celles-ci sont de plus en plus nombreuses à manifester leur intention d'augmenter leur budget pour leurs futurs projets d'investissement (**figure 1**). Ces investissements à venir pourraient contribuer à améliorer la productivité et, par conséquent, à augmenter les marges, d'autant plus que ces entreprises peuvent encore profiter de taux d'intérêt peu élevés pour financer leurs projets.

Les intentions d'investissement des entreprises japonaises se sont considérablement renforcées

Figure 1 : Intentions d'investissement selon l'enquête Tankan au Japon (toutes entreprises, en % d'une année sur l'autre)



Source : Haver, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solution. Données au 30 juin 2023.

Jusqu'à présent, les entreprises japonaises avaient tendance à conserver des disponibilités importantes dans leur bilan. Les réformes récentes de la Bourse de Tokyo ont toutefois créé des incitations à améliorer les rendements pour les actionnaires dans le cadre d'une gestion plus efficace du coût du capital. Ces réformes ont entraîné toute une série d'annonces de restructurations et de rachats d'actions qui visent à améliorer le rendement des capitaux propres, ce qui renforce d'autant plus l'intérêt de détenir des actions japonaises.

Ces événements n'ont pas échappé aux investisseurs étrangers, qui ont afflué sur le marché des actions japonaises. Nous ne pensons pas pour autant que le marché est saturé. Les fonds en actions internationales ont encore une légère sous-pondération du Japon, ce qui laisse la porte ouverte à de nouvelles entrées de capitaux qui pourraient favoriser une surperformance.

Les actions japonaises bénéficient également d'une faible corrélation avec les marchés mondiaux et pourraient faire office de couverture en cas de baisse de ces marchés. Elles ont également une corrélation positive avec les rendements mondiaux. Dans le contexte actuel de taux d'intérêts plus élevés pendant plus longtemps, cela peut offrir une exposition à la valeur. Enfin, le récent ajustement du PCC contribue à améliorer les perspectives des entreprises financières japonaises qui avaient souffert du niveau extrêmement bas des taux d'intérêt.

Nous avons conscience que les actions japonaises restent vulnérables en cas de hausse du yen ou de volatilité induite par les ajustements de la PCC. La monnaie japonaise s'est toutefois affaiblie depuis les ajustements de la BoJ en juillet, et nous pensons qu'une appréciation graduelle à partir du niveau actuel n'aura qu'un impact limité sur les bénéfices des entreprises. L'attitude accommodante de la BoJ pour le reste de l'année devrait également limiter l'impact négatif d'une appréciation du yen.

Implications pour l'allocation d'actifs

Dans nos portefeuilles multi-actifs, nous restons globalement neutres sur les actions, en voyant des opportunités de valeur relative sur le marché japonais. La dynamique reflationniste de l'économie japonaise offre un contexte favorable aux bénéfices des entreprises, tandis que l'attention croissante portée à la gestion du capital par les entreprises japonaises devrait favoriser les rendements pour les actionnaires. Nos portefeuilles conservent une position positive sur la durée, qui devrait bénéficier de la poursuite du ralentissement de l'inflation et de la fin prochaine du cycle de hausse des taux directeurs.

Figure 2 : Opinions d'allocation d'actifs de MAS

● Sous-pondération ● Neutre ● Surpondération

Classe d'actifs	Opportunités	Pondération			Var.	Conviction
Principales classes d'actifs	Actions	○	●	○	▲	
	Duration	○	○	●		Modérée
	Crédit	○	●	○		
	Liquidités	○	○	●		Faible
Préférence par classe d'actifs	Actions	Grande capitalisation US	○	●	○	
		Petite capitalisation US	●	○	○	Faible
		Europe	○	●	○	
		Royaume-Uni	○	○	●	Faible
		Japon	○	○	●	▲ Faible
		Marchés émergents	○	●	○	
	Obligations	Emprunts d'État américains	○	○	●	Modérée
		Emprunts d'État du G4 (hors USA)	○	●	○	
		Dette EM en devise forte	●	○	○	Faible
		Dette EM en devise locale	○	○	●	▲ Faible
		Crédit Investment Grade	○	○	●	▲ Faible
		Crédit haut rendement	●	○	○	▲ Modérée
	Devises	USD	●	○	○	Faible
		EUR	○	○	●	Faible
		JPY	○	○	●	Faible
		Devises émergentes	○	●	○	

Le tableau et les avis présentés dans ce document reflètent les informations et les données disponibles en juin 2023.

Multi-Asset Solutions

L'équipe Multi-Asset Solutions de J.P. Morgan Asset Management gère plus de 255 milliards de dollars d'actifs et s'appuie sur une expertise d'envergure, ainsi que sur les capacités d'investissement de J.P. Morgan Asset Management. Notre recherche et nos analyses dans le domaine de l'allocation d'actifs constituent le fondement de notre processus de gestion. Ce dernier est soutenu par une équipe de recherche mondiale composée de plus de 20 professionnels dédiés et représentant plusieurs décennies d'expérience combinée dans un vaste champ de disciplines.

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

- des éclairages qualitatifs, tenant compte des perspectives macrothématiques, des opinions sur le cycle économique, et des opportunités de marché tant systématiques que spécifiques,
- une analyse quantitative qui considère les inefficiences du marché, des modèles intra et interclasses d'actifs, ainsi que des stratégies de valeur relative et directionnelles,
- des réunions consacrées à la stratégie et un dialogue continu entre les équipes de recherche et d'investissement. Ces échanges leur permettent d'échanger, d'élaborer et de tester les vues de la société en matière d'allocation d'actifs.

Au 30 juin 2023

Dans le cadre de la réglementation MiFIDII, les programmes JPM Market Insights et JPM Portfolio Insights sont des outils de communication marketing et ne relèvent pas des obligations de la MiFIDII et du MiFIR spécifiquement liées à la recherche en investissement. Par ailleurs, les programmes JPM Market Insights et JPM Portfolio Insights ne constituant pas une recherche indépendante, ils n'ont pas été préparés conformément aux obligations légales destinées à promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement et ne sont soumis à aucune interdiction de négociation en amont de la diffusion de la recherche en investissement. Il s'agit d'un document de communication fourni à titre purement informatif. Il est à caractère éducatif et n'a pas vocation à être considéré comme un conseil ni comme une recommandation à l'égard d'un produit d'investissement, d'une stratégie, d'une caractéristique de placement ou à toute autre fin dans une quelconque juridiction, ni comme l'engagement de J.P. Morgan Asset Management ou de l'une de ses filiales à participer à l'une des transactions mentionnées. Les exemples cités sont d'ordre générique et hypothétique, et sont fournis à titre d'illustration uniquement. Ce document ne comporte pas d'informations suffisantes pour étayer une décision d'investissement et nous vous conseillons de ne pas le considérer comme base d'évaluation d'un investissement dans des titres ou produits financiers. En outre, il est conseillé aux utilisateurs de procéder à une évaluation indépendante des conséquences juridiques, réglementaires, fiscales, de crédit et comptables et de déterminer, avec l'aide de leur propre conseiller, si les investissements mentionnés dans le présent document sont adaptés à leurs objectifs personnels. Les investisseurs doivent s'assurer de disposer de toutes les informations existantes avant de prendre leur décision. Toute prévision, donnée chiffrée ou technique et stratégie d'investissement évoquée est présentée à titre d'information exclusivement, sur la base de certaines hypothèses et des conditions de marché actuelles. Elles sont soumises à modification sans préavis. Toutes les informations présentées sont considérées comme exactes à la date de rédaction, mais aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude et aucune responsabilité n'est assumée en cas d'erreur ou d'omission. Nous attirons votre attention sur le fait que la valeur des placements et le revenu que ces derniers génèrent sont susceptibles de fluctuer en fonction des conditions de marché et des conventions fiscales et il se peut que les investisseurs ne récupèrent pas la totalité des sommes investies. Les performances et les rendements passés ne préjugent pas des résultats actuels et futurs. J.P. Morgan Asset Management est le nom commercial de la division de gestion d'actifs de JPMorgan Chase & Co et son réseau mondial d'affiliés. Veuillez noter que si vous contactez J.P. Morgan Asset Management par téléphone, vos conversations sont susceptibles d'être enregistrées et contrôlées à des fins juridiques, de sécurité et de formation. Les informations et les données que vous nous communiquerez ponctuellement seront collectées, stockées et traitées par J.P. Morgan Asset Management dans le respect de la Politique de confidentialité www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy. Ce document est publié par JPMorgan Asset Management (Europe) S.à.r.l. European Bank & Business Centre, 6 route de Trèves, L-2633 Senningerberg, Grand Duché de Luxembourg, R.C.S. Luxembourg B27900, capital social EUR 10.000.000.

Émis en France par JPMorgan Asset Management (Europe) S.à.r.l. – Succursale de Paris -14 place Vendôme, 75001 Paris -Capital social : 10 000 000 euros
Inscrite au RCS de Paris, n°492 956 693.

© Copyright 2023 JPMorgan Chase & Co. Tous droits réservés.

LV-JPM54443 | 08/23 | FR | 09of232508103534