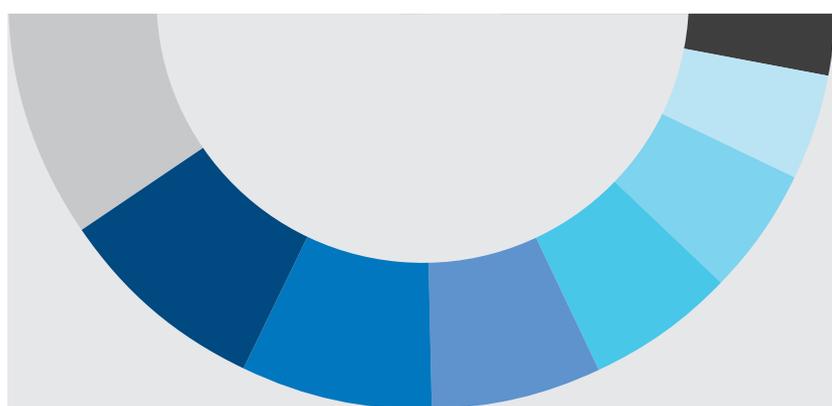


# Long-Term Capital Market Assumptions - 2021

25<sup>ème</sup> édition annuelle | Synthèse



Des projections éprouvées pour des portefeuilles plus robustes

## EN BREF

- La pandémie mondiale de 2020 a engendré la plus forte récession, puis le rebond le plus rapide jamais enregistrés. L'économie commence à s'orienter vers un nouveau cycle économique et nous pensons que les vastes mesures de relance monétaire et budgétaire devraient laisser une empreinte durable.
- L'harmonisation des mesures de soutien monétaire et budgétaire permettra de distinguer le prochain cycle du précédent, mais plusieurs questions importantes transcendent les cycles économiques. Des problématiques telles que le changement climatique, le vieillissement de la population et l'adoption des technologies continuent de peser sur les économies et les marchés d'actifs et, dans certains cas, elles ont été accentuées par les bouleversements provoqués par la pandémie.
- Malgré l'arrêt brutal du dernier cycle et l'ampleur du choc économique, nos projections de croissance et d'inflation à long terme ont peu évolué. Cependant, nos estimations ponctuelles font état d'une répartition plus large et plus uniforme des risques extrêmes.
- Quant aux prévisions de performance des marchés, elles sont en forte baisse : La faiblesse initiale des rendements se traduit par des perspectives incertaines pour les emprunts d'État, et les valorisations boursières élevées sont préjudiciables aux actions. Le crédit et la dette émergente restent des motifs de satisfaction, mais les investisseurs doivent se tourner de plus en plus vers les actifs alternatifs pour améliorer la performance de leur portefeuille.
- À l'aube des années 2020, nous allons devoir adopter un nouveau portefeuille pour la nouvelle décennie. Étant donné que l'éventail des opportunités est plus large et qu'il est désormais admis que les actifs réellement sûrs ne génèrent plus de revenus, les investisseurs peuvent mieux exploiter les arbitrages spécifiques qu'un portefeuille peut tolérer afin de générer de la performance.

## UN NOUVEAU PORTEFEUILLE POUR UNE NOUVELLE DÉCENNIE

Au lendemain d'une grave crise, il est parfois difficile de faire fi de l'actualité et de se projeter à long terme. Mais ça l'est encore plus lorsque la pandémie mondiale continue de faire les gros titres ; et pourtant, c'est d'autant plus essentiel.

Dans la 25ème édition de nos Hypothèses à long terme des marchés de capitaux (HLTMC), notre objectif est précisément de faire abstraction des défis à relever à très court terme et d'analyser les conséquences durables de la crise de la COVID-19, et en particulier la manière dont les politiques adoptées pour faire face à la crise affecteront le prochain cycle économique. Nous nous penchons également sur certaines des questions qui dépassent le cadre de la pandémie et façonnent durablement l'environnement économique.

Cela en surprendra peut-être certains que nous anticipions très peu de conséquences durables sur l'activité économique nominale à travers le monde ; nos prévisions centrales en matière de croissance (**GRAPHIQUE 1A**) et d'inflation sont très similaires à celles que nous avons publiées l'année dernière.

Toutefois, à l'instar d'un cygne qui semble glisser gracieusement sur l'eau alors que ses pattes s'activent vigoureusement sous la surface, les responsables politiques actuels - les banques centrales et les gouvernements - ont fait tout leur possible pour maintenir la progression de l'économie.

Nous pensons que les effets de leurs mesures perdureront au cours de la prochaine décennie. Déjà, les banques centrales telles que la Réserve fédérale (Fed) adoptent de nouveaux cadres<sup>1</sup> de pilotage de l'économie sur un horizon plus long.

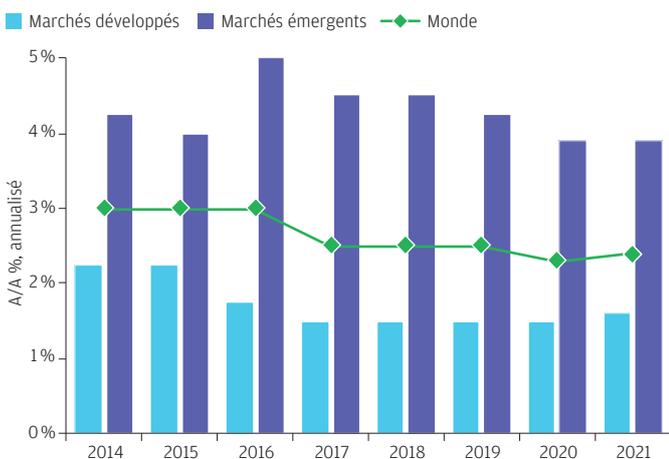
Plus important encore, nous pensons que les mesures budgétaires resteront un outil d'intervention pendant une bonne partie du prochain cycle. L'harmonisation des politiques monétaire et budgétaire est peut-être ce qui distingue le plus le pilotage de l'économie de ce nouveau cycle et du précédent. Les marchés ressentent déjà les effets des mesures plus interventionnistes des responsables politiques (**GRAPHIQUE 1B**).

Contrairement à nos projections macroéconomiques, nos prévisions liées à la performance des actifs incluent des changements plus importants. Une fois de plus, nous révisons à la baisse bon nombre de nos prévisions de performance sur les marchés. Les obligations des pays « core » sont aux prises avec des difficultés majeures, ce qui nous incite à repenser la manière dont nous construisons des portefeuilles équilibrés. Le recours aux produits alternatifs - qui génèrent des revenus et offre une diversification - est plus impérative que jamais.

<sup>1</sup> Au troisième trimestre 2020, la Réserve fédérale a annoncé un régime visant un « objectif d'inflation moyenne » qui permet aux responsables politiques de laisser provisoirement filer l'inflation au-delà de son objectif de 2 %, lui permettant ainsi de ne pas le dépasser dans la durée.

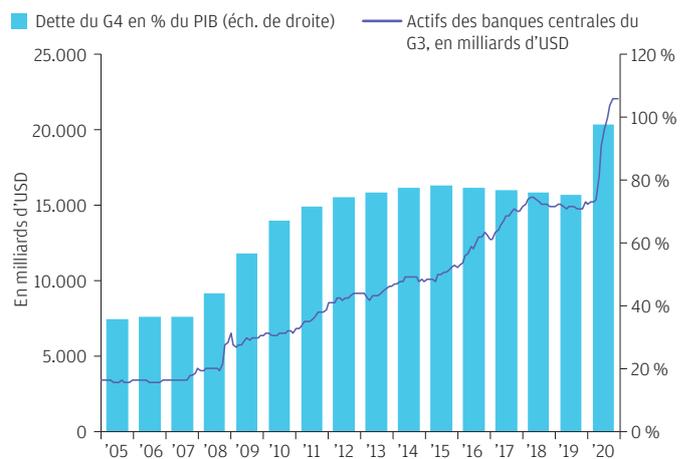
### Des prévisions de croissance potentielle quasiment inchangées...

**GRAPHIQUE 1A : TRAJECTOIRE ANTÉRIEURE DES PRÉVISIONS DE CROISSANCE MONDIALE SUR 10 À 15 ANS DE NOS HLTMC (2014-21)**



### ... mais les grands changements de politique ont d'énormes répercussions sur les prévisions de performance des actifs

**GRAPHIQUE 1B : BILANS DES BANQUES CENTRALES ET DÉPENSES BUDGÉTAIRES EN % DU PIB (2005 À 2020)**



Source : Bloomberg, Haver, J.P. Morgan Asset Management ; données au 30 septembre 2020.

## IL SE PASSE BEAUCOUP DE CHOSES EN COULISSES

Chaque nouveau cycle suit une récession, et chaque récession possède ses propres caractéristiques et engendre des mesures spécifiques de la part des responsables politiques, lesquelles influencent les contours de la croissance dans les années qui suivent. La dernière récession a été inhabituelle en ce sens qu'elle a été déclenchée par une crise soudaine de l'offre, alors que la plupart des récessions précédentes se sont produites en raison d'un tarissement de la demande.

Cette récession n'a pas été causée par l'imprudence habituelle des entreprises, des consommateurs ou des banques, et par conséquent les taux d'épargne des ménages et les bilans du secteur financier étaient raisonnables au moment du choc économique. En outre, les tensions commerciales à l'échelle mondiale qui ont marqué l'année 2019 ont pesé sur le sentiment des entreprises, de sorte que plusieurs d'entre elles sont entrées en récession sans avoir particulièrement augmenté leurs investissements ni leurs stocks. Ainsi, contrairement aux récessions précédentes, nous n'anticipons pas de période longue et douloureuse au cours de laquelle les capitaux et les autres ressources devraient basculer d'un secteur surendetté à un autre.

Il s'agissait essentiellement d'une récession qui n'aurait pas dû se produire – du moins, pas à ce stade – et qui a été provoquée par un choc véritablement exogène plutôt que par un problème ou un déséquilibre endémique qui a fait basculer l'économie. Nous pensons donc que les économies vont rebondir au cours des douze prochains mois, et nos prévisions en matière de taux de croissance tendancielles continuent d'être régies par nombre des thèmes que nous avons abondamment traités ces dernières années, notamment le vieillissement constant de la population active.

Cela nous inspire des projections de croissance réelle qui sont légèrement plus élevées cette année, notre prévision de croissance mondiale étant supérieure de 10 points de base (pb), à 2,4 %, au cours des 10 à 15 prochaines années. Cette hausse s'explique par le relèvement de 10 pb (à 1,6 %) de nos prévisions pour les marchés développés (MD), lui-même entièrement dû à la prime cyclique que nous attribuons aux économies qui sortent rapidement de la récession et qui comblent leurs écarts de production. Nos prévisions pour les marchés émergents (ME) sont inchangées (à 3,9 %), la légère baisse de la croissance tendancielle étant compensée par une prime cyclique (**GRAPHIQUE 2**).

**Nos hypothèses pour 2021 prévoient une faible croissance du PIB réel à l'échelle mondiale, avec peu de changements dans les hypothèses de tendance, mais de petites primes cycliques appliquées à plusieurs économies**

**GRAPHIQUE 2 : HYPOTHÈSES MACROÉCONOMIQUES (%)**

	PIB réel			Inflation		
	2021	2020	Variation	2021	2020	Variation
<b>MARCHÉS DEVELOPPÉS</b>	<b>1,6</b>	1,5	<b>0,1</b>	<b>1,6</b>	1,6	<b>0,0</b>
États-Unis	1,8	1,8	0,0	2,0	2,0	0,0
Zone euro	1,3	1,2	0,1	1,3	1,3	0,0
Japon	1,0	0,6	0,4	0,7	0,8	-0,1
Royaume-Uni	1,6	1,2	0,4	2,0	2,0	0,0
Canada	1,7	1,6	0,1	1,8	1,8	0,0
Australie	2,4	2,2	0,2	2,3	2,3	0,0
Suède	2,0	1,7	0,3	1,6	1,6	0,0
Suisse	1,5	1,1	0,4	0,5	0,5	0,0
<b>MARCHÉS ÉMERGENTS</b>	<b>3,9</b>	3,9	<b>0,0</b>	<b>3,3</b>	3,3	<b>0,0</b>
Chine	4,4	4,4	0,0	2,5	2,5	0,0
Inde	6,9	7,0	-0,1	5,0	5,0	0,0
Brésil	2,4	2,4	0,0	4,3	4,5	-0,2
Russie	1,1	1,2	-0,1	5,3	5,5	-0,2
Corée	2,1	2,2	-0,1	1,8	2,0	-0,2
Taiwan	1,6	1,6	0,0	1,0	1,1	-0,1
Mexique	2,5	2,2	0,3	3,7	3,7	0,0
Afrique du Sud	2,5	2,2	0,3	5,3	5,3	0,0
Turquie	3,1	3,0	0,1	8,5	8,0	0,5
<b>MONDE</b>	<b>2,4</b>	2,3	<b>0,1</b>	<b>2,2</b>	2,2	<b>0,0</b>

Source : J.P. Morgan Asset Management ; prévisions au 30 septembre 2020. Les données cumulées pour les marchés émergents reposent sur un échantillon de 9 pays.

Comme nos prévisions de croissance, nos prévisions d'inflation ont peu évolué, et nos perspectives d'inflation à l'échelle mondiale restent inchangées à 2,2 %. La plupart de nos prévisions d'inflation sur les marchés développés sont inchangées. Nos prévisions concernant les marchés émergents stagnent également, à 3,3 %, malgré de légères révisions à la baisse pour plusieurs pays. Ces révisions reflètent l'amélioration des capacités de lutte contre l'inflation de certaines banques centrales émergentes. Toutefois, nous constatons que l'éventail des résultats propres à notre scénario central est plus vaste et plus uniformément réparti que les années précédentes.

### Le retour des politiques budgétaires

Même si la récession n'a pas été attribuée à des causes plus normales, son étendue et sa gravité n'ont laissé aux responsables politiques d'autre choix que d'intervenir. Ayant épuisé de nombreux outils monétaires et plusieurs régions étant entrées en récession avec des taux directeurs déjà à des niveaux exceptionnels (puisque n'ayant pas du tout été relevés lors de la dernière phase d'expansion), les gouvernements ont été contraints de porter les dépenses budgétaires à des niveaux sans précédent. Dans le même temps, les banques centrales ont élargi leur champ d'intervention sur les marchés d'actifs et ont augmenté leurs bilans collectifs à plus de 20 000 milliards de dollars.

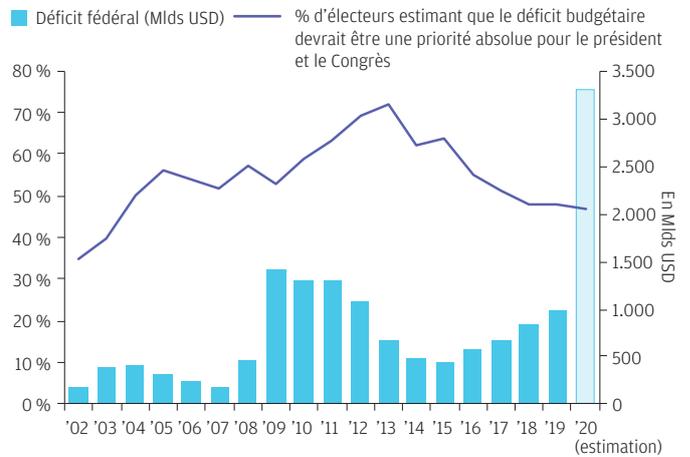
Dans la décennie à venir, nous anticipons une relance budgétaire plus active en temps de paix qu'à aucun autre moment de l'histoire financière moderne, car les politiques budgétaire et monétaire vont dans le même sens pour atteindre les objectifs économiques. Il s'agit d'un changement marqué par rapport aux décennies précédentes, où les banques centrales indépendantes étaient presque exclusivement responsables de la gestion de la demande. Dans notre document thématique « La décennie budgétaire : les promesses, les problèmes et le potentiel de la relance budgétaire », nous soulignons l'importance de ce changement.

Faut-il se réjouir ou craindre une intervention plus massive des gouvernements dans les économies ? Cela dépend : Lorsqu'un pays dispose d'une économie bien en place et d'institutions solides, l'accès au marché pour le financement d'une expansion budgétaire, même significative, ne devrait pas poser trop de problèmes. Par conséquent, peu d'éléments justifient que les gouvernements adoptent à nouveau une politique d'austérité sur la base des réalités du marché (GRAPHIQUE 3). C'est d'autant plus vrai dans les pays qui se sont engagés dans des projets et des investissements clairs, où les capitaux peuvent être affectés efficacement, et qui sont capables de piloter leur économie de manière rigoureuse. Une combinaison de ces caractéristiques est plus susceptible de générer des investissements productifs et de stimuler la croissance potentielle à long terme.

Toutefois, lorsque ces conditions ne sont pas pleinement remplies, certains risques augmentent rapidement, comme ceux d'un taux d'inflation et de taux d'intérêt plus élevés et, dans des cas extrêmes, de crises monétaires ou d'être privé d'accès au marché. Dans l'ensemble, une augmentation des dépenses budgétaires est inévitable au cours du prochain cycle, ce qui nous rend prudemment optimistes ; nous émettons néanmoins une réserve importante sur la mise en œuvre inefficace d'une expansion budgétaire, qui pourrait avoir des effets secondaires dévastateurs.

### Malgré leur augmentation, les électeurs américains se préoccupent de moins en moins sur les déficits budgétaires

GRAPHIQUE 3 : ÉTENDUE DU DÉFICIT BUDGÉTAIRE ET CE QU'EN PENSENT LES ÉLECTEURS



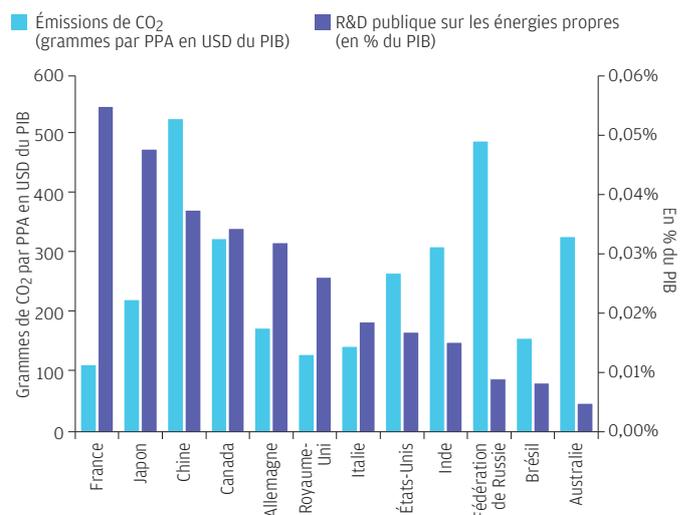
Source : Bloomberg, Haver, Pew Research Center, J.P. Morgan Asset Management ; données au 30 septembre 2020.

### Relever le défi climatique

Les gouvernements ne se concentrent pas uniquement sur le soutien des activités à court terme. Beaucoup - en particulier en Europe - se projettent à plus long terme et accordent souvent une attention particulière à la lutte contre le changement climatique (GRAPHIQUE 4). Là encore, nous considérons qu'il s'agit de soutenir la demande à court terme et d'améliorer l'offre à plus long terme.

### Les pays européens ont pris des engagements significatifs en matière d'investissements verts, même s'ils ne figurent pas en tête de liste des pollueurs

GRAPHIQUE 4 : L'INVESTISSEMENT DES POUVOIRS PUBLICS DANS UNE ÉCONOMIE PLUS VERTE ET LE NIVEAU DES ÉMISSIONS DE CO2



Source : IEA, OCDE, Banque mondiale, Mission Innovation ; les données datent soit de 2019 soit sont les dernières disponibles. Les budgets de R&D pour le Brésil, la Russie, l'Inde et la Chine sont des estimations.

Note : Les chiffres de la R&D proviennent de données du secteur public et peuvent ne pas refléter les initiatives de recherche du secteur privé ou des coentreprises.

Cette année, nous incluons une analyse détaillée des conséquences économiques du changement climatique dans les HLTMC. Malgré les répercussions du changement climatique au plan social, les modèles économiques ont été moins concluants, en grande partie parce que les cadres standard de l'offre et de la demande et les conventions comptables nationales ont tendance à négliger les questions d'externalité<sup>2</sup> bien établies qui dominent les conséquences économiques, surtout à long terme.

Que la lutte contre le changement climatique passe par une utilisation moins intensive de l'énergie « brune » ou par des investissements plus importants dans l'énergie verte, nous constatons des conséquences économiques positives dans l'ensemble grâce à des investissements plus durables. En effet, pour certains pays et régions, l'investissement dans l'écologisation de l'économie pourrait être à la fois un moyen politiquement opportun et capable de stimuler la croissance en mettant en œuvre des mesures de relance budgétaire. Il est clair qu'il y aura des gagnants et des perdants, en particulier lorsque la demande de combustibles fossiles se stabilisera et finira par s'inverser. Mais comme pour d'autres défis à long terme, nous pensons que l'adoption de technologies durables permettra à la fois de nouvelles innovations et une amélioration de l'efficacité.

### La politique de la banque centrale limitée par un système plus endetté

En dépit de toutes ces incertitudes, une chose semble claire : la période actuelle, propice à l'endettement, devrait perdurer encore un certain temps encore. Comme nous l'indiquons dans notre document thématique sur la question de l'endettement, *Debt, debt everywhere: The implications of a high debt world* (« Une dette généralisée : les conséquences d'un monde fortement endetté »), les gouvernements et les entreprises ont contracté des emprunts supplémentaires considérables pour faire face à cette période de faibles revenus. Cela aurait pu servir à réduire les dépenses et les investissements à venir. Cependant, nous pensons que le fardeau de cette dette sera allégé grâce à une période prolongée de faibles taux d'intérêt, rendue possible par les banques centrales du monde.

Les banques centrales n'ont guère d'autre choix que de laisser de côté son rôle consistant à limiter l'inflation et de privilégier le déploiement et le maintien de la stabilité financière. En d'autres termes, il s'agit d'un changement important, qui constitue sans doute une dilution, voire une inversion de l'approche incarnée par Paul Volcker, président de la Fed, et reprise par les responsables politiques du monde entier au cours des trois dernières décennies. En effet, on pourrait même dire que les incitations des banques centrales s'adressent peut-être davantage aux émetteurs de dette qu'aux porteurs de titres obligataires.

Notre document thématique sur l'endettement examine également la manière dont l'augmentation constante du niveau d'endettement des entreprises affecte à la fois la structure financière des entreprises et la performance de leurs actifs financiers. Pour les entreprises des marchés développés, la faiblesse des taux en vigueur est une incitation à s'endetter davantage, et la tendance devrait se poursuivre pendant encore quelque temps. À un certain stade, elles pourraient commencer à se désendetter, mais seulement lorsque les taux sans risque et le coût global de la dette commenceront à augmenter.

Compte tenu de l'échéance de la dette des entreprises et de la couverture raisonnable des intérêts (même pour des niveaux d'endettement élevés), nous pensons que nous devons nous adapter à une période prolongée d'endettement élevé des entreprises. La hausse de l'endettement pourrait bien soutenir le taux de rentabilité des capitaux propres et devrait inciter à nouveau les entreprises à augmenter rapidement leurs ratios de distribution par le biais de dividendes et de rachats d'actions.

### LES INTERVENTIONS POLITIQUES REMETTENT EN CAUSE LA PERFORMANCE DES MARCHÉS

Nos prévisions macroéconomiques sont largement inchangées cette année, ce qui témoigne des efforts colossaux déployés par les responsables politiques pour absorber le choc économique dû à la COVID-19 et prévenir des stigmates économiques durables. Toutefois, cette intervention a des ramifications importantes pour les marchés financiers. La manipulation directe des marchés « sans risque » par les banques centrales s'est accrue lors de la crise financière de 2008-2009. Durant la crise du coronavirus, leurs interventions les ont amenées à s'intéresser de plus près au fonctionnement et à l'évaluation du prix des actifs risqués. Le soutien des marchés d'actifs fait naturellement partie de l'arsenal mis en place par les gouvernements, mais il remet désormais en cause les performances attendues, en particulier sur les marchés boursiers.

Le défi est extrêmement complexe sur les marchés des obligations souveraines. Dans l'ensemble, les rendements initiaux extrêmement faibles se traduisent par de maigres performances moyennes sur les marchés des emprunts d'État dans les 10 ou 15 ans à venir. Nos estimations du rendement d'équilibre sont inchangées pour les liquidités et les obligations à 30 ans dans la plupart des devises, mais elles sont légèrement inférieures pour les titres à 10 ans pour permettre une demande structurelle plus élevée sur le segment intermédiaire de la courbe à mesure que les banques centrales augmenteront la taille de leur bilan. Étant donné le niveau très bas des rendements initiaux, nos prévisions de performance sont plus faibles pour toutes les échéances et dans la plupart des grandes devises (**GRAPHIQUE 5**). En effet, à l'exception du yuan, du peso mexicain et du won coréen, nous prévoyons des performances réelles négatives pour toutes les obligations souveraines au cours des 10 à 15 prochaines années, et dans la partie longue des courbes de l'euro, de la livre sterling et du franc suisse, nous nous attendons à ce que même les performances nominales soient négatives.

<sup>2</sup> Les décisions de consommation, de production et d'investissement des particuliers, des ménages et des entreprises affectent souvent des personnes qui ne sont pas directement impliquées dans les transactions. Parfois, ces effets indirects sont dérisoires. Mais lorsqu'ils sont importants, ils peuvent devenir problématiques. C'est ce que les économistes appellent les externalités. Les externalités comptent parmi les principales raisons pour lesquelles les gouvernements interviennent dans la sphère économique. Source : FMI.

Étant donné le niveau très bas des rendements initiaux, nos prévisions de performance sont réparties entre les différentes échéances et les différentes devises

GRAPHIQUE 5 : PROJECTIONS STANDARD DES PERFORMANCES OBLIGATAIRES G4, HAUT RENDEMENT, INVESTMENT GRADE ET DETTE ÉMERGENTE

	USD		GBP		EUR		JPY	
	Rendement d'équilibre (%)	Performance						
Inflation	2,0%		2,0%		1,3%		0,7%	
Liquidités	1,9%	1,1%	2,0%	1,1%	1,0%	0,2%	0,3%	0,1%
Obligation à 10 ans	3,0%	1,6%	2,4%	0,9%	2,0%	0,6%	0,9%	0,4%
Indice obligataire à long terme <sup>^</sup>	3,3%	0,3%	2,6%	-1,1%	2,3%	-0,5%	0,9%	0,4%
Obligations d'entreprises Investment grade	4,5%	2,5%	4,1%	2,0%	3,0%	1,4%	1,2%	0,8%
Haut rendement	7,6%	4,8%			5,6%	3,6%		
Dettes émergentes*	6,7%	5,2%						

Source : J.P. Morgan Asset Management ; prévisions au 30 septembre 2020.

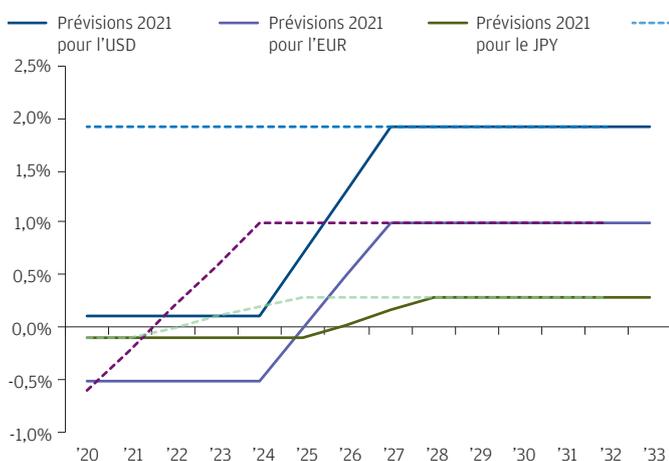
<sup>^</sup> EUR : 15 ans + indice ; JPY : Indice des emprunts d'État japonais ; GBP : 15 ans + indice ; USD : 20 ans + indice. \* Dette souveraine émergente.

Ces chiffres sont certes assez étonnants, mais ils masquent deux subtilités importantes dans nos prévisions de performance. Premièrement, nos prévisions de performance pour les emprunts d'État en euros ont en fait légèrement augmenté. Mécaniquement, cela s'explique par le fait que les rendements en euro sont plus élevés cette année (c'est-à-dire moins négatifs) qu'ils ne l'étaient lorsque le conflit commercial entre les États-Unis et la Chine faisait rage à l'automne 2019. Mais au-delà de ce constat, le fait que les rendements en euros soient plus élevés aujourd'hui, après tout le traumatisme économique de 2020, signifie que l'Europe pourrait avoir déjà atteint la limite inférieure des taux d'intérêt avant que la pandémie ne se propage.

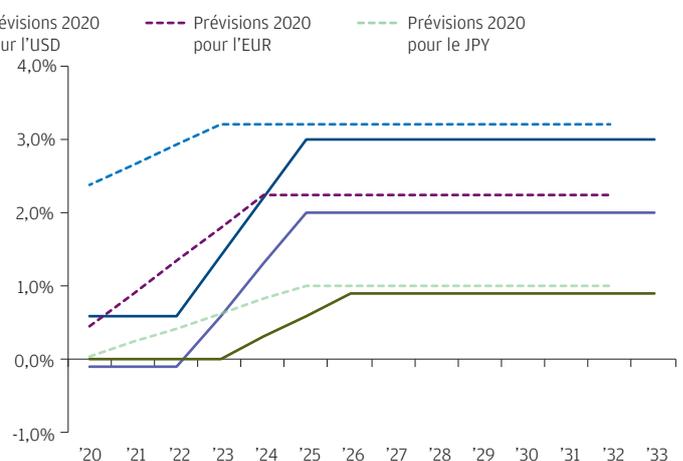
Deuxièmement, étant donné l'intervention des banques centrales mondiales tout au long de la pandémie et leurs engagements ultérieurs en faveur de taux bas pendant une période prolongée, nous estimons désormais que la normalisation des taux n'interviendra pas avant au moins 2024. Mais une fois la normalisation entamée, nous pensons que les taux augmenteront assez rapidement, en particulier si la relance budgétaire a provoqué une certaine reflation, comme nous le prévoyons (GRAPHIQUES 6A et 6B).

Étant donné que nous avons débuté un nouveau cycle économique, et suivant les prévisions des banques centrales selon lesquelles les taux resteront bas pendant une période prolongée, nous décalons considérablement les projections de normalisation des taux

GRAPHIQUE 6A : PROJECTIONS DE NORMALISATION DES TAUX DIRECTEURS, 2021 VS. 2020



GRAPHIQUE 6B : PROJECTIONS DE NORMALISATION DU TAUX À 10 ANS, 2021 VS. 2020



Source : J.P. Morgan Asset Management ; données au 30 septembre 2020.

Par conséquent, nous entrevoyons trois phases distinctes pour les performances des obligations souveraines : une phase initiale de rendements et de performances faibles (malgré des ratios de Sharpe potentiellement raisonnables), une phase intermédiaire de hausse des taux et de performances négatives, et une phase finale dans laquelle les rendements se sont normalisés et les performances réelles seront à nouveau positives. Néanmoins, le niveau des performances lors de cette troisième phase ne sera tout simplement pas suffisant pour compenser les périodes précédentes de performances faibles puis négatives lorsque les taux se normaliseront.

L'assouplissement de la politique de la Fed a également mis un terme à la tendance haussière du dollar. Nous avons signalé pour la première fois la surévaluation du dollar en 2016, mais nous avons également noté que les tendances haussières (et baissières) du dollar pouvaient se poursuivre pendant plusieurs années (**GRAPHIQUE 7**) et qu'une évaluation excessive était une condition nécessaire, mais pas suffisante, pour inverser la tendance de façon durable.

Il est toutefois possible que la période prolongée « d'exceptionnalisme » américain - en termes de croissance, de taux d'intérêt et de performance des marchés boursiers - arrive maintenant à son terme. Par conséquent, nous nous attendons à une dévaluation du dollar par rapport à la plupart des autres devises au cours de ce cycle, avec des baisses notables face à l'euro, au yen et au yuan.

Par le passé, la forte valorisation du dollar a contribué à renforcer nos prévisions à long terme de performance des actifs mondiaux par rapport aux performances locales pour les investisseurs en dollar, tout en pesant de plus en plus sur les performances prévisionnelles des actifs américains disponibles pour les investisseurs issus d'autres régions. Toutefois, ce n'est que lorsque les devises commencent réellement à inverser leurs tendances à long terme que les investisseurs commencent à bénéficier des divergences de change. Cela a contribué à élargir considérablement la dispersion de nos prévisions de performance à long terme sur les marchés des actions et du crédit.

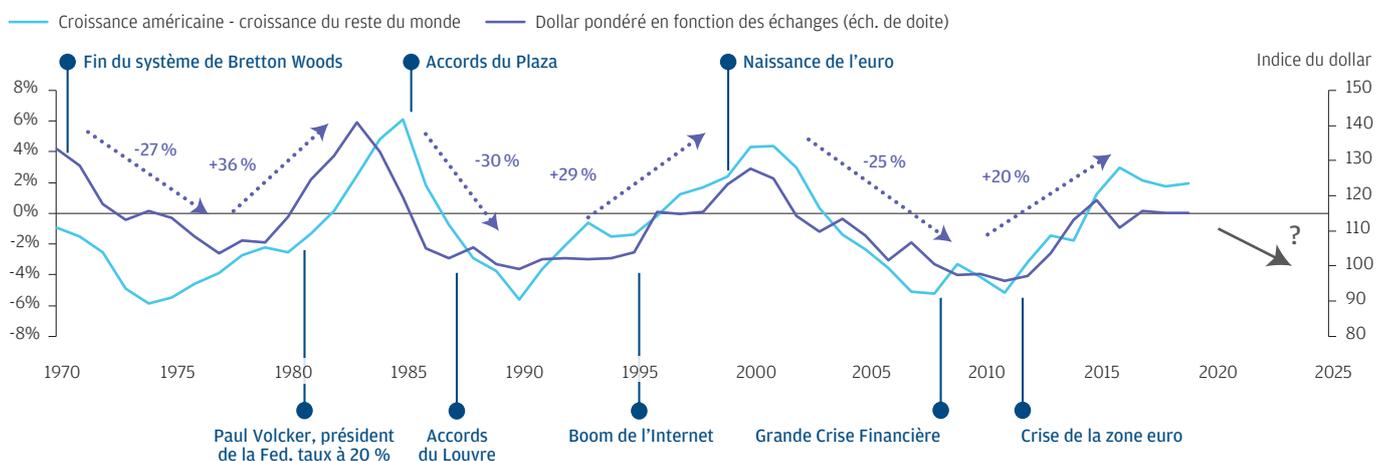
S'agissant du crédit, nous pensons que les banques centrales continueront d'intervenir sur les marchés du crédit pendant un certain temps, essentiellement en plafonnant les risques baissiers dans le segment de très haute qualité du marché, à tout le moins. Cela devrait compenser l'impact d'un niveau d'endettement toujours plus élevé. Par conséquent, nos hypothèses concernant le spread d'équilibre ont peu évolué cette année pour les obligations d'entreprises des marchés développés : en baisse de seulement 5 pb (à 160 pb) pour le segment Investment grade (IG) américain et inchangées à 500 pb pour le segment à haut rendement (HR) américain. Cela se traduit par des prévisions de performance plus faibles, en baisse de 90 pb (à 2,50 %) pour le segment IG américain, sur lequel la durée la plus longue de l'indice pèse lourdement. Les hypothèses de performance baissent plus modestement de 40 pb (à 4,80 %) pour le HR américain ; il bénéficie d'un effet négatif moindre de la durée et de spreads actuels proches de notre estimation de l'équilibre à long terme. La tendance est similaire pour le segment européen du crédit IG, avec une baisse de 40 pb (à 1,40 %), et une performance inchangée du segment européen du HR à 3,60 %.

Le soutien des banques centrales en faveur de la dette émergente est moins évident, et donc les niveaux d'endettement plus élevés nous incitent à relever nos hypothèses en termes de spread d'équilibre. Nous relevons nos hypothèses en termes de spread d'équilibre pour la dette souveraine émergente de 25 pb (à 375 pb), et pour les obligations d'entreprises émergentes de 75 pb (à 400 pb), ce qui se traduit par des prévisions de performance de 5,20 % et 4,70 %, respectivement.

Les prévisions de performance pour les titres de crédit en général cette année sont raisonnablement solides, même en tenant compte de l'impact de la durée du crédit IG. Depuis un certain temps, nous avons décrit le crédit comme le segment performant au sein de l'univers obligataire, mais compte tenu des valorisations initiales élevées sur les marchés actions, le crédit est désormais très intéressant par rapport à ces dernières, tant en termes de performance que de risque.

## Une période prolongée « d'exceptionnalisme » américain pourrait toucher à sa fin, entraînant une dévalorisation du dollar

### GRAPHIQUE 7 : LES TENDANCES HAUSSIÈRES ET BAISSIÈRES DU DOLLAR AMÉRICAIN AU COURS DES 50 DERNIÈRES ANNÉES



Source : Bloomberg, Haver, J.P. Morgan Asset Management ; données au 30 septembre 2020.

Au sein de la poche actions, ce qu'il faut retenir de nos prévisions de cette année est une dispersion accrue entre les performances des actions américaines et non américaines. Cette tendance, évidente ces dernières années, s'est accentuée en 2020, en particulier lorsque nos prévisions de performance des actions mondiales sont traduites en dollars.

En effectuant nos prévisions, le niveau plus bas des taux d'intérêt et le recours accru à l'endettement nous incitent à revoir légèrement à la hausse nos hypothèses de valorisations intrinsèques. Comme décrit plus en détails dans notre article sur les Hypothèses relatives aux marchés actions, nous avons aligné notre hypothèse sur les ratios prix/bénéfices sur la moyenne des 30 dernières années. Malgré cela, le niveau initial des valorisations dans ce cycle est inhabituel, et les niveaux les moins chers qui ont suivi la déroute en février et mars 2020 ont rebondi extraordinairement vite (**GRAPHIQUE 8**). Néanmoins, il n'est pas tout à fait correct d'affirmer que les actions sont chères. Certes, le soutien des valorisations qui existait au début des cycles économiques précédents est absent, mais les actions semblent attrayantes par rapport aux valorisations des marchés obligataires.

### Ce cycle commence dans des conditions inhabituelles, avec des valorisations élevées pour les actions et des performances en proie à des difficultés sur de nombreux marchés boursiers

#### GRAPHIQUE 8 : MOTEURS DE PERFORMANCE CYCLIQUES VS. STRUCTURELS POUR LES PRINCIPAUX MARCHÉS ACTIONS ET AUTRES ACTIFS



Source: Bloomberg, Datastream, J.P. Morgan Asset Management; data as of September 30, 2020.

L'impact des valorisations élevées est plus marqué pour les grandes capitalisations américaines, pour lesquelles notre prévision de performance chute de 150 pb (à 4,10 %). La performance des actions mondiales diminue donc de 140 pb (à 5,10 %), tandis que nos prévisions pour les actions mondiales hors États-Unis sont en baisse de 100 pb (à 6,70 %), tout cela en dollars américains, ce qui signifie que les prévisions sont meilleures pour certains marchés non américains. Les actions britanniques ont sous-performé depuis le début de l'année, ce qui contribue à créer un meilleur point d'entrée, et pousse nos prévisions de performance à la hausse de 60 pb (à 6,70 %) en monnaie locale. En revanche, les prévisions relatives aux actions japonaises ont chuté de 40 pb (à 5,10 %), et celles relatives aux

actions de la zone euro de 60 pb (à 5,20 %), dans les deux cas en monnaie locale. Nos prévisions de performance pour les actions émergentes chutent de 200 pb (à 7,20 %), en dollars américains. Bien que cela représente une prime de 230 pb par rapport aux actions des marchés développés, le spread entre les prévisions de performance des marchés développés et émergents s'est resserré de 60 pb cette année. Les valorisations sont en partie derrière cette évolution, mais cette dernière s'explique aussi par le fait que, après les actions américaines, les actions émergentes ont affiché les meilleures performances l'année dernière<sup>3</sup>, alors qu'un certain nombre d'autres marchés boursiers importants se sont inscrits en baisse.

### Quelle est l'alternative ?

La tendance baissière des performances des actifs sur les marchés boursiers, qui dure depuis quelques années, incite de plus en plus les investisseurs à se tourner vers les marchés des actifs alternatifs et privés. Notre document thématique « Produits alternatifs : de facultatifs à essentiels » examine l'intégration accrue des actifs alternatifs et les raisons pour lesquelles ces marchés d'actifs sont passés du statut d'antichambre ésothérique des marchés à celui de classe d'actifs offrant de multiples opportunités et une expansion rapide.

Dans les années à venir, nous pensons que l'accès aux marchés des actifs alternatifs, et leur niveau de liquidité, va fortement croître (**GRAPHIQUE 9**). À titre de comparaison, le marché mondial du private equity, à l'extrémité la plus risquée du spectre d'investissement, pèse désormais plus lourd que l'ensemble du marché actions britannique. À l'autre extrémité, la plus prudente, l'immobilier de base représente, à l'échelle mondiale, un ensemble d'actifs valorisé à environ 4 800 milliards de dollars<sup>4</sup>. Certes, il y a des arbitrages à faire dans l'allocation des actifs privés et alternatifs, mais c'est le cas pour toute décision d'investissement. En termes simples, le ratio entre le risque de marché et la performance sur de nombreux marchés publics est peu rémunérateur, ce qui amène les investisseurs à se demander comment monétiser d'autres primes de risque, telles que la prime d'illiquidité.

Dans la poche des instruments financiers alternatifs, nos prévisions de performance pour le private equity pondéré par les capitalisations boursières ont chuté de 100 pb (à 7,80 %). Cette baisse reflète des hypothèses de baisse sur les marchés, même si les attentes en matière d'alpha sont stables ou en hausse malgré des multiples de prix d'achat élevés et des réserves de liquidités importantes. La légère amélioration des attentes en matière d'alpha est basée sur la capacité à déployer ces capitaux non alloués de manière plus productive dans une économie disloquée et à effectuer une rotation vers des secteurs à plus forte croissance. Les prévisions de performance pour la plupart des stratégies de hedge funds ont été revues à la baisse cette année, reflétant la baisse des sources de performance disponibles parmi les actifs présents sur les marchés. Néanmoins, nous pensons que les conditions propices à la génération d'alpha s'améliorent, ce qui renforcera l'importance de la sélection des gérants.

<sup>3</sup> septembre 2019 à septembre 2020.

<sup>4</sup> Valeurs immobilières privées, non détenues par des entreprises, hors sociétés foncières (REIT).

## En général, les prévisions de performance pour les instruments alternatifs et les actifs privés ont mieux résisté que celles des marchés boursiers

**GRAPHIQUE 9 : PERFORMANCES DES PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS ALTERNATIVES**

	2021	2020
<b>PRIVATE EQUITY (USD)</b>	7.80 %	8.80 %
Petites cap.	7.30 %	8.70 %
Moyennes capitalisations	7.40 %	8.50 %
Grandes / très grandes capitalisations	8.00 %	9.00 %
<b>HEDGE FUNDS (USD)</b>		
Biais long	3.40 %	4.80 %
Event driven	3.10 %	4.80 %
Valeur relative	3.60 %	4.50 %
Macro	2.20 %	3.30 %
Diversifié	3.30 %	4.50 %
Prudent	3.10 %	4.00 %
<b>IMMOBILIER DIRECT (DEVISE LOCALE)</b>		
Immobilier « core » US	5.90 %	5.80 %
Immo. « core » Europe hors R.-U.	5.00 %	5.00 %
Immobilier « core » R.-U.	5.90 %	5.50 %
Immo. « core » Asie-Pacifique	6.60 %	6.50 %
<b>REITS (ENDETTÉES, DEVISE LOCALE)</b>		
États-Unis	6.50 %	6.00 %
Europe hors R.-U.	5.90 %	5.50 %
R.-U.	6.00 %	6.00 %
Asie-Pacifique	6.40 %	6.00 %
Monde	6.40 %	6.00 %
<b>INFRASTRUCTURES MONDIALES (USD)</b>		
Gestion « core »	6.10 %	6.00 %
<b>GLOBAL TRANSPORT (USD)</b>		
Gestion « core »	7.60 %	
<b>COMMODITIES (USD)</b>		
Or	2.90 %	3.00 %

Source : J.P. Morgan Asset Management ; données au 30 septembre 2020.

En ce qui concerne les actifs réels, les performances ont remarquablement bien résisté. Nos prévisions pour l'immobilier « core » augmentent de 10 pb aux États-Unis et dans la région Asie-Pacifique, pour atteindre respectivement 5,90 % et 6,60 %, tandis que l'immobilier européen « core » hors Royaume-Uni reste inchangé à 5,00 % et que son équivalent britannique passe de 5,50 % à 5,90 %. Certains craignent que l'impact de la COVID-19 ne modifie profondément les habitudes de travail, avec des répercussions sur l'immobilier de bureaux. Si nous admettons l'impact à court terme sur l'absorption, nous constatons que la combinaison optimale des actifs immobiliers sous-jacents est en constante évolution, et à long terme, ces changements continueront à être évolutifs au niveau des actifs et des secteurs. La distribution, par exemple, est sous pression depuis quelques années, mais dans le même temps, la logistique et

le stockage sont très demandés. Le monde post-COVID-19 et l'évolution des pratiques de travail peuvent modifier la combinaison des types d'actifs, mais dans l'ensemble, l'immobilier reste une classe d'actifs importante avec de solides perspectives de performance.

Les infrastructures et les transports offrent également des performances exceptionnelles aux investisseurs, avec une hausse de 10 pb dans le domaine des infrastructures de base mondiales, qui atteignent 6,10 % cette année, et des transports de base mondiaux - un nouvel atout cette année - à 7,60 %. En ce qui concerne les actifs réels, la progression par rapport aux marchés boursiers est édifiante.

Toutefois, il est important de reconnaître les arbitrages réalisés au sein des instruments alternatifs au sens large - notamment la liquidité - et l'importance de la sélection des gérants pour accéder à ces performances. En choisissant d'inclure des instruments alternatifs dans leur portefeuille, les investisseurs devront de plus en plus étendre les cadres d'allocation traditionnels basés sur la variance moyenne (risque-rendement) pour tenir compte des différents aspects des primes de risque sur les actifs alternatifs.

## UN NOUVEAU PORTEFEUILLE POUR UNE NOUVELLE DÉCENNIE

Dans les HLTMC de l'année dernière, nous suggérons aux investisseurs de se projeter au-delà du traditionnel portefeuille 60 % actions / 40 % obligations. Cette année, nous le conseillons avec plus d'insistance encore. Dans l'édition de l'année dernière, nous avons noté que si les obligations continuaient à jouer un rôle dans les portefeuilles - en offrant une protection en période de faiblesse économique - leur autre rôle, celui de générer un revenu, était compromis. Cette année, les obligations ont prouvé leur intérêt au premier trimestre, en offrant des performances appréciables lorsque l'économie s'est arrêtée brutalement. Mais à l'avenir, et en l'absence d'une nouvelle crise et de rendements encore plus négatifs, nous ne pensons pas que les obligations seront à même de générer des performances réelles positives.

Les investisseurs sont donc confrontés à une décision difficile : comment générer une performance acceptable sans accroître de manière insupportable le risque du portefeuille. Ils pourraient bien considérer que le risque de marché nécessaire à une performance acceptable n'est pas tolérable à moins d'accepter d'autres compromis, tels que le risque d'illiquidité, le risque de change ou une allocation d'actifs de plus en plus dynamique.

En outre, il ne faut pas sous-estimer l'ampleur et la nature des risques à venir. Notre scénario central repose essentiellement sur le fait que les mesures de soutien sont sensées et qu'elles s'efforcent d'éviter des séquelles durables. Mais nous pensons que beaucoup de nos prévisions affichent une répartition plus large des risques autour de notre projection centrale. Une reprise de la productivité présente un risque haussier encore plus important que ces dernières années, étant donné l'adoption rapide de nouvelles technologies ces derniers mois. Les tensions commerciales persistantes restent l'un des principaux risques baissiers.

Le concept de large répartition est également important dans nos prévisions d'inflation. Dans les HLTMC de l'année dernière, nous notions que depuis le début des années 1980, l'inflation avait toujours été biaisée à la baisse par rapport aux attentes ex ante – ce qui a été particulièrement prononcé au cours du dernier cycle. La politique budgétaire étant désormais harmonisée avec la politique monétaire, les risques de hausse de l'inflation augmentent. En clair, nous pensons que cela se vérifie à moyen terme, puisque les écarts de production importants serviront à contenir l'inflation dans les prochaines années. Mais pour la première fois depuis plusieurs années, nous entrevoyons un risque plausible de hausse de nos prévisions inflationnistes.

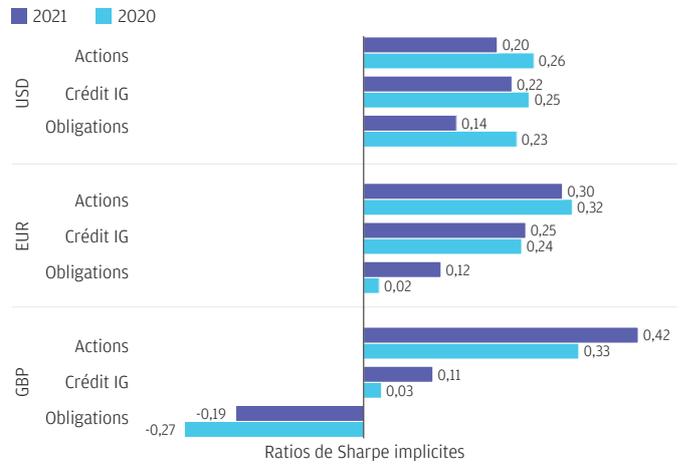
Afin de maximiser la performance tout en reconnaissant l'étendue des risques, les investisseurs doivent examiner le plus large éventail d'actifs disponibles et envisager un ensemble d'opportunités plus vaste. Dans de nombreux cas, ils peuvent rencontrer des obstacles réglementaires, mais sur notre horizon de prévision de 10 à 15 ans, nous pensons que ces restrictions s'adapteront progressivement aux perspectives de performance réelle négative et aux ratios de Sharpe peu attrayants des actifs traditionnellement « sûrs » (GRAPHIQUE 10).

Plus important encore, lorsque les investisseurs conçoivent un portefeuille pour atteindre des objectifs spécifiques et tenir compte de toute contrainte pratique plutôt que de commencer par un portefeuille de marché et d'adopter des limites d'allocation arbitraires, cela permet d'apprécier plus clairement les arbitrages optimaux au sein des portefeuilles.

Le recours accru à l'analyse de scénarios est un autre aspect important de la construction de portefeuille que les investisseurs devront adopter. L'analyse de scénarios est largement pratiquée, mais son adoption se limite souvent à tester les extrêmes d'une vision donnée du monde. Les investisseurs et les gestionnaires de risques envisagent rarement de manière systématique des états entièrement différents. Une façon de concilier une faible volatilité du marché avec une forte incertitude est de se dire qu'il est possible de bien contenir les risques extrêmes dans un seul état du monde, grâce à des interventions politiques systématiques des banques centrales, par exemple. Mais si cet état du monde devait s'effondrer – peut-être en raison d'un

**Les ratios de Sharpe pour les actifs en dollars américains ont sensiblement diminué cette année**

**GRAPHIQUE 10 : RATIOS DE SHARPE POUR LES PRINCIPAUX ACTIFS DU G3 EN 2020 ET 2021**



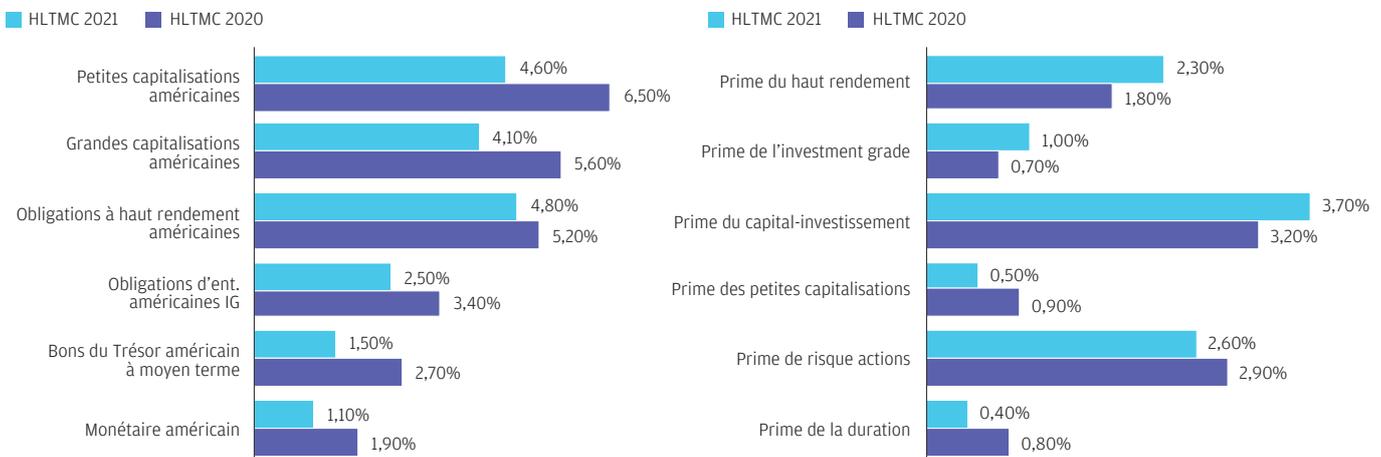
Source : Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management ; données au 30 septembre 2020.

manque de crédibilité des banques centrales – les investisseurs pourraient alors se retrouver dans un environnement totalement différent et beaucoup plus incertain.

Construire des portefeuilles capables de résister dans différents états futurs du monde devient aussi essentiel que d'optimiser le ratio risque/performance autour de notre scénario central. Les obligations, par exemple, offrent une performance limitée dans notre scénario de base qui fait état d'une croissance stable à long terme et de risques d'inflation équilibrés. Mais si la combinaison des mesures de relance budgétaire et monétaire entraîne une inflation nettement plus élevée, les expositions aux obligations subiront des pertes considérables. Les actifs réels, en revanche, peuvent constituer une réserve de valeur plus stable dans un ensemble plus large de scénarios futurs, mais cela se fait au prix de la liquidité aujourd'hui, ce qui est un compromis que tous les investisseurs ne peuvent pas se permettre (GRAPHIQUE 11).

**Les performances ont baissé pour la plupart des actifs du marché, mais en termes de primes de risque, les actifs tels que le crédit, les actions et le private equity restent intéressants**

**GRAPHIQUE 11 : PERFORMANCE ET PRIMES DE RISQUE POUR LES PRINCIPAUX ACTIFS US**



Source : J.P. Morgan Asset Management ; données au 30 septembre 2020.

Aujourd'hui, il n'existe pas de choix facile en termes d'allocation d'actifs. Par le passé, le début d'un nouveau cycle économique coïncidait avec des rendements bas et des valorisations boursières faibles. Le choix des investisseurs se résumait à leur conviction par rapport à la reprise et à l'expansion économique à venir. La frontière entre les actions et les obligations met en évidence le défi structurel qui les attend : Les rendements faibles et les valorisations boursières élevées agissent de concert pour repousser la frontière à des niveaux très bas (GRAPHIQUES 12A et 12B).

Dans les premiers cycles précédents, il suffisait simplement, pour générer de la performance, de repousser la frontière du risque ; dans ce nouveau cycle, le simple fait d'assumer un risque de marché toujours plus important n'est peut-être pas le compromis le plus efficace. En clair, il existe des opportunités pour les investisseurs, comme le montre le nombre d'actifs qui se situent bien loin de la frontière entre les actions et les obligations.

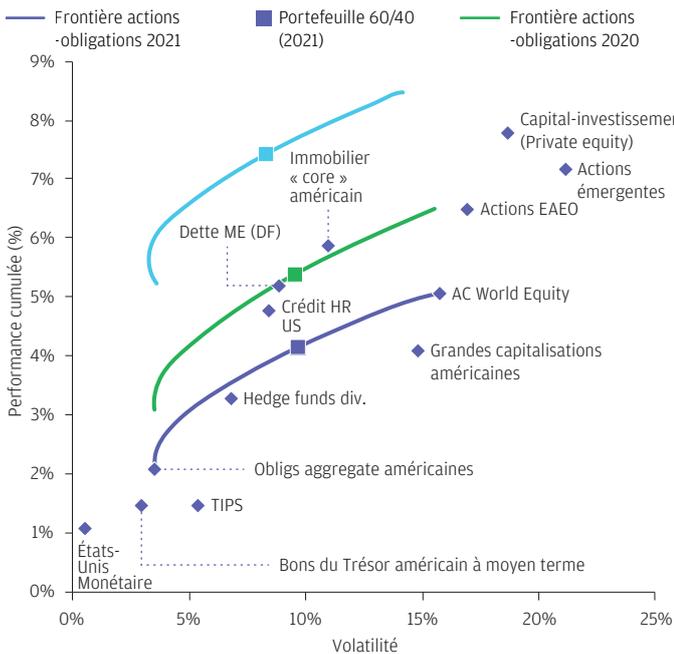
Toutefois, le niveau absolu de performance disponible sur les marchés obligataires et actions les plus liquides pose un dilemme. Nous n'évoluons pas dans un environnement propre à « investir aveuglément », et si nous estimons que la croissance à venir soutiendra les marchés des actifs risqués, les valorisations présentent un défi.

Les marchés d'actifs qui ont connu le moins d'intervention de la part des responsables politiques, tels que le crédit à haut rendement, la dette émergente et de nombreux actifs alternatifs, recèlent toujours un potentiel de performance raisonnablement haussier. Mais sur les marchés d'actifs où l'action publique a été la plus nette, les performances futures sont compromises. Il en résulte qu'un certain nombre d'actifs clés se situent nettement au-dessus de la frontière entre les actions et les obligations, ce qui implique que les investisseurs ont la possibilité de constituer un portefeuille solide et d'espérer un potentiel de performance potentielle supérieur. Mais aucune de ces options n'est sans risque : ce qui constitue une perspective intéressante du point de vue du risque du marché impliquera inévitablement d'autres arbitrages.

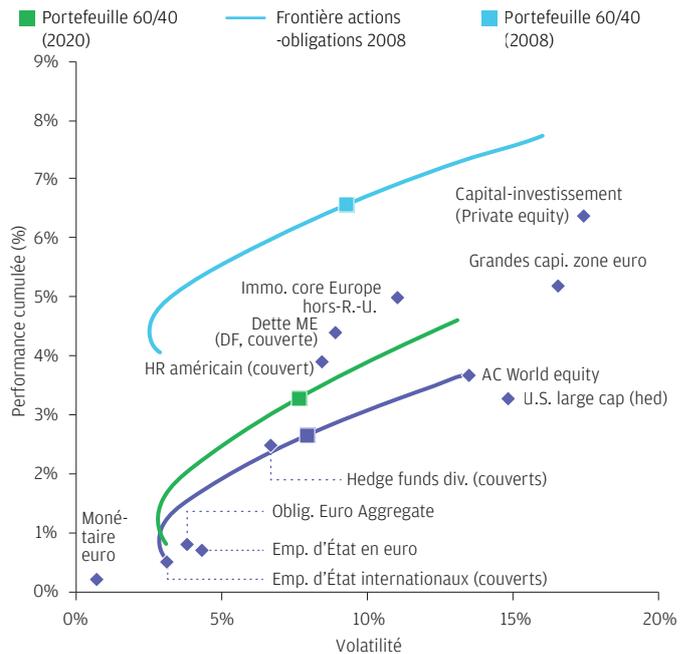
L'une des premières choses que l'on apprend en économie est « qu'un repas n'est jamais gratuit ». Et les prévisions de performance dans la 25<sup>ème</sup> édition des HLMC le montrent clairement : Le prix à payer pour faire face à la pandémie aujourd'hui est le coût de la performance de demain sur de nombreux marchés d'actifs traditionnels. En construisant un nouveau portefeuille pour la décennie à venir, nous invitons les investisseurs à tirer parti d'un éventail élargi d'opportunités, parmi les actifs publics et privés, et des nouvelles approches de gestion des risques pour combler la faiblesse des performances au sein des classes d'actifs traditionnelles. Après tout, il n'y a pas qu'un seul repas dans la journée.

**Les frontières entre les actions et les obligations sont nettement plus basses que l'année dernière, ce qui montre l'impact combiné d'une politique monétaire ultra-accommodante qui pèse sur les rendements et de mesures de soutien budgétaire et monétaire qui, ensemble, stimulent la valorisation des actions**

**GRAPHIQUE 12A : FRONTIÈRES ENTRE LES ACTIONS ET LES OBLIGATIONS EN USD**



**GRAPHIQUE 12B : FRONTIÈRES ENTRE LES ACTIONS ET LES OBLIGATIONS EN EUR**



Source : J.P. Morgan Asset Management ; données au 30 septembre 2020.

## REMERCIEMENTS HLTMC

### ÉQUIPE DE RÉDACTION



**John Bilton, CFA**  
*Directeur Monde de la  
stratégie multi-actifs  
Multi-Asset Solutions*



**Anthony Werley**  
*Directeur des  
investissements (CIO),  
Fonds de dotation et  
Fondations*



**Stephen Macklow-Smith**  
*Gérant de portefeuille,  
Équipe actions  
européennes*



**Pulkit Sharma, CFA, CAIA**  
*Responsable des stratégies  
alternatives  
Stratégie d'investissement  
& Solutions*



**Michael Hood**  
*Stratégiste monde,  
Multi-Asset Solutions*



**Patrik Schowitz, CFA**  
*Stratégiste monde,  
Multi-Asset Solutions*



**Grace Koo, Ph.D.**  
*Analyste quantitatif  
et gérant de portefeuille,  
Multi-Asset Solutions*



**Monica Issar**  
*Responsable mondial WM  
Multi-Asset & Portfolio  
Solutions*



**Michael Feser, CFA**  
*Gérant de portefeuille,  
Multi-Asset Solutions*



**Dr. David Kelly, CFA**  
*Stratégiste Monde  
Directeur Monde de la  
stratégie Market Insights*



**Thushka Maharaj,  
D.Phil., CFA**  
*Stratégiste monde,  
Multi-Asset Solutions*



**Karen Ward**  
*Responsable de la stratégie  
de marché,  
EMOA, stratégie Market  
Insights  
Monde*



LET'S SOLVE IT®

**Long-Term Capital Market Assumptions de J.P. Morgan Asset Management** : Vu les compromis complexes à trouver entre le risque et le rendement, nous conseillons à nos clients de se fier à leur jugement ainsi qu'aux approches d'optimisation quantitatives pour fixer leurs allocations stratégiques. Veuillez noter que toutes les informations indiquées sont basées sur une analyse qualitative. Il est recommandé de ne pas se fier exclusivement à ce qui précède. Ces informations ne sont pas destinées à représenter une recommandation d'investissement dans une classe d'actifs ou une stratégie particulière ou la promesse d'une performance future. Veuillez noter que ces hypothèses de classes d'actifs et de stratégie ne sont que passives, et ne prennent pas en considération l'impact de la gestion active. Les références à des performances futures ne sont pas des promesses ni même des estimations des performances réelles qu'un portefeuille de client peut atteindre. Les hypothèses, opinions et estimations ne sont fournies qu'à titre d'illustration. Elles ne doivent pas constituer des recommandations d'achat ou de vente des titres. Les prévisions relatives aux tendances des marchés financiers qui sont basées sur les conditions de marché actuelles nous sont propres et sont susceptibles de changer à tout moment sans préavis. Nous estimons que les informations fournies sont fiables, mais ne garantissons pas leur exactitude ou leur exhaustivité. Ce support a été préparé à des fins d'information exclusivement et n'est pas destiné à fournir, et ne doit pas servir de base à des conseils comptables, juridiques ou fiscaux. Les résultats des hypothèses sont fournis à des fins d'illustration/de discussion et sont soumis à des limites significatives. Les estimations de performances « attendues » ou d'« alpha » sont sujettes à l'incertitude et à l'erreur. Par exemple, les changements des données historiques servant de base aux estimations se traduiront par des conséquences différentes pour les performances des classes d'actifs. Les performances attendues pour chaque classe d'actifs sont conditionnées à un scénario économique ; les performances réelles dans le cas où le scénario vient à se réaliser pourraient être supérieures ou inférieures, ainsi qu'ils l'ont été dans le passé, et un investisseur ne devrait donc pas s'attendre à obtenir des performances similaires aux résultats obtenus dans ce document. Les références aux performances futures des stratégies d'allocation d'actifs ou de classes d'actifs ne sont pas des promesses de performances réelles que le portefeuille d'un client peut obtenir. En raison des limites inhérentes à tous les modèles, les investisseurs potentiels ne doivent pas se fier exclusivement au modèle pour prendre une décision. Le modèle ne peut pas tenir compte de l'impact des facteurs économiques, de marché et autres sur la mise en oeuvre et la gestion d'un portefeuille réel d'investissement. Contrairement aux résultats d'un portefeuille réel, les résultats du modèle ne tiennent pas compte des contraintes de négociation et de liquidité, des commissions, des frais, des taxes et des autres facteurs qui peuvent avoir des incidences sur les performances futures. Les hypothèses du modèle ne sont que passives, elles ne prennent pas en considération l'impact de la gestion active. La capacité d'un gérant à obtenir des résultats similaires dépend de facteurs de risque sur lesquels il est possible que le gérant n'ait pas de contrôle ou qu'il n'ait qu'un contrôle limité. Les opinions contenues dans le document ne doivent pas être considérées comme un conseil ou une recommandation d'acheter ou de vendre un investissement dans un pays, ni un engagement de J.P. Morgan Asset Management ou de l'une de ses filiales de participer aux opérations mentionnées dans les présentes. 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. 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. 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 la marque de l'activité de gestion d'actifs de JPMorgan Chase & Co et de ses sociétés affiliées dans le monde entier. Sous réserve de la législation en vigueur, les appels téléphoniques sont susceptibles d'être enregistrés et les communications électroniques surveillées conformément à nos obligations légales et réglementaires et à notre politique interne. Les données à caractère personnel seront collectées, stockées et traitées par J.P. Morgan Asset Management conformément à notre Politique de confidentialité. Pour obtenir d'autres informations concernant nos politiques régionales de protection des données, veuillez-vous référer à EMEA Privacy Policy ; pour obtenir les politiques de protection des données en Asie Pacifique, veuillez cliquer sur les liens concernés : Hong Kong Privacy Policy, Australia Privacy Policy, Taiwan Privacy Policy, Japan Privacy Policy et Singapore Privacy Policy. Cette communication est diffusée par les entités suivantes : au Royaume-Uni, JPMorgan Asset Management (UK) Limited, agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority ; dans les autres pays européens par JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l. ; à Hong Kong par JF Asset Management Limited, ou JPMorgan Funds (Asia) Limited, ou JPMorgan Asset Management Real Assets (Asia) Limited ; à Singapour par JPMorgan Asset Management (Singapore) Limited (Co. Reg. No. 197601586K), ou JPMorgan Asset Management Real Assets (Singapore) Pte Ltd (Co. Reg. No. 201120355E) ; à Taiwan par JPMorgan Asset Management (Taiwan) Limited ; au Japon par JPMorgan Asset Management (Japan) Limited, membre de la Investment Trusts Association, Japon, the Japan Investment Advisers Association, Type II Financial Instruments Firms Association et la Japan Securities Dealers Association et est réglementée par la Financial Services Agency (numéro d'enregistrement "Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firm) No. 330") ; en Australie exclusivement aux clients professionnels tels que définis par la section 761A et la section 761G de la Corporations Act 2001 (Cth) par JPMorgan Asset Management (Australia) Limited (ABN 55143832080) (AFSL 376919) ; au Brésil par Banco J.P. Morgan S.A. ; au Canada exclusivement aux clients institutionnels par JPMorgan Asset Management (Canada) Inc., et aux États-Unis par JPMorgan Distribution Services Inc. et J.P. Morgan Institutional Investments, Inc., deux membres de FINRA ; et J.P. Morgan Investment Management Inc.

Copyright 2020 JPMorgan Chase &amp; Co. Tous droits réservés

LV-JPM52800 | 12/20 | 0903c02a82a945bb