

Le pragmatisme s'impose



RICHARD MADIGAN
Directeur des investissements et
Responsable de la stratégie
d'investissement
Banque Privée de J.P. Morgan



CÉSAR PÉREZ
Directeur de la stratégie
d'investissement –
Europe, Moyen-Orient et Afrique
Banque Privée de J.P. Morgan

Les marchés ajustent les perspectives macroéconomiques au vu des signaux divergents envoyés actuellement par les taux d'intérêt, les marchés des changes, les anticipations d'inflation et la dynamique de croissance. Malgré une amélioration progressive de la croissance, notamment aux États-Unis, les taux d'intérêt restent obstinément bas dans les marchés développés. Le caractère graduel du relèvement des taux d'intérêt, qui peut engendrer de la frustration, est au centre de notre positionnement d'investissement. Nous restons convaincus que les marchés actions enregistreront une surperformance relative, et nos portefeuilles sont positionnés en conséquence : nous restons surpondérés en actions comparativement aux obligations et aux matières premières. Les facteurs géopolitiques et les erreurs de politique des banques centrales constituent à nos yeux les principaux risques pour les 12 prochains mois, compte tenu notamment de la divergence des politiques monétaires aux États-Unis, en Europe et au Japon.

- **Les marchés américains sont actuellement confrontés à un problème « positif »** : la Réserve Fédérale prépare les investisseurs à une hausse des taux directs l'année prochaine, car l'économie est entrée en phase de reprise. indicateur important de la gestion des anticipations de rendements futurs.
- **Nous avons tort en ce qui concerne les marchés obligataires cette année**. Mais nous faisons ce que nous avons indiqué en janvier : nous jouons une défense intelligente. Ce n'est pas le moment de prendre des risques excessifs avec les obligations.
- **Les marchés sont de plus en plus conscients des différents défis** auxquels la Réserve Fédérale et la Banque Centrale Européenne sont confrontées. La dépréciation de l'euro aide la BCE, mais des difficultés structurelles importantes persistent.
- **Les marchés actions ne sont pas bon marché**, mais les bénéfices continueront de tirer leur performance. Les bénéfices représentent un

Page 3

La fin des taux zéro approche, celle de l'expansion reste lointaine

Les États-Unis ouvrent la voie d'une reprise mondiale qui paraît s'élargir.



MICHAEL VAKNIN
Économiste en chef
Banque Privée de J.P. Morgan

Page 10

Gestion active vs. passive dans une allocation d'actifs holistique

L'équilibre est important pour l'allocation entre gérants actifs et gérants passifs.



MICHAEL STOHLER
Responsable international de la
construction de portefeuille
Banque Privée de J.P. Morgan

SURVEILLEZ ATTENTIVEMENT LES DÉCLARATIONS ET LES ACTES DES BANQUES CENTRALES

Les marchés n'aiment pas l'incertitude et au fur et à mesure que nous avançons dans le cycle de reprise, les investisseurs sont confrontés aux divergences plus marquées des politiques monétaires des banques centrales. La Réserve Fédérale continue d'indiquer très clairement qu'elle pense que la croissance américaine est à nouveau sur les rails depuis le 1er semestre de cette année, et que les relèvements de son taux directeur commenceront l'année prochaine. Lors de sa dernière réunion, la Banque centrale américaine a revu ses anticipations sur le niveau moyen de son taux directeur fin 2015 (1,375 %) et 2016 (2,875 %) ; il est actuellement proche de zéro. C'est fin juin 2006 que la Réserve Fédérale a relevé son taux directeur pour la dernière fois – de 5,00 % à 5,25 %. Nous étions loin de zéro, et c'était il y a huit ans.

Avant la crise financière de 2008, la Réserve Fédérale publiait une déclaration d'orientation comptant entre 100 et 200 mots après chaque réunion de son comité de politique monétaire (Federal Open Market Committee, FOMC). Quand la Banque centrale américaine a commencé à assouplir sa politique monétaire et à accroître son bilan, la longueur de ses communiqués a augmenté. La Réserve Fédérale avait des comptes à rendre. Le dernier communiqué du FOMC en date de septembre totalisait un nombre record de 895 mots – sans compter la conférence de presse d'une heure de Janet Yellen. Avec la fin des achats d'obligations

de la Réserve Fédérale en NOVEMBRE, les marchés commencent à se positionner en vue du premier relèvement du taux directeur, que nous anticipons vers la réunion du FOMC de juin 2015. Nous verrons bien si la Banque centrale parvient à être plus réservée à l'avenir. Malheureusement, la situation risque de ne pas changer : beaucoup de paroles et une forte volatilité des marchés obligataires.

Nous avons longuement développé que nous conservons un point de vue procyclique sur l'économie américaine. Nous continuons de considérer que l'économie mondiale est tirée par les États-Unis qui arrivent en milieu de cycle.

Ce n'est pas le nombre de jours qui compte dans une reprise, mais où en sont la croissance économique, l'emploi, les anticipations d'inflation et la croissance des salaires. La situation paraît meilleure aux États-Unis, mais cette reprise est loin d'être exubérante. Il s'agit plutôt d'un redressement « de grande qualité » de la situation financière, au fur et à mesure de l'amélioration du déficit budgétaire et de la balance des opérations courantes, ainsi que de la reprise très graduelle de l'emploi, sans les excès habituels d'une augmentation de l'effet de levier qui peut déboucher sur une effervescence de la consommation. Mais d'autres facteurs entrent en ligne de compte, notamment les données socioéconomiques du marché du travail et de l'éducation, et la croissance des salaires réels de la classe moyenne. Du point de vue du marché, l'expression

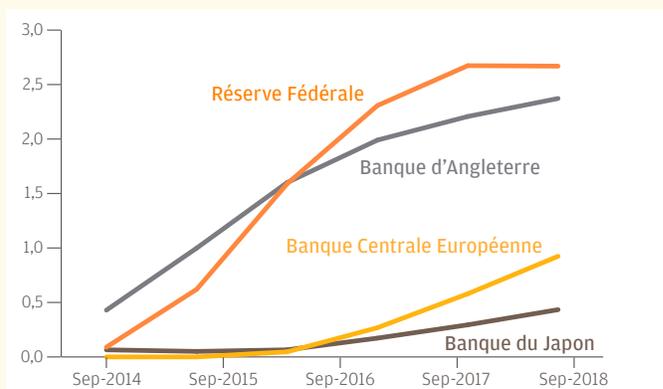
La fin des taux zéro approche, celle de l'expansion reste lointaine

MICHAEL VAKNIN

Économiste en chef
Banque Privée de J.P. Morgan

La reprise mondiale montre des signes d'élargissement. Les États-Unis ouvrent la voie, avec plusieurs indicateurs de l'activité qui atteignent leurs points hauts depuis le début de la reprise. L'Europe et le Japon continuent de progresser, à un rythme plus lent. Le FOMC relèvera probablement les taux directeurs en 2015, car les États-Unis sont plus avancés sur la voie de la reprise. La Banque d'Angleterre va sans doute en faire autant l'année prochaine.

Anticipations de taux d'intérêt implicites du marché



Note : Basé sur les swaps indiciels au jour le jour.

Sources : Bloomberg, données économiques de la Banque Privée de J.P. Morgan. Chiffres de septembre 2014.

La hausse des taux est une bonne nouvelle. Après plus de 6 ans de taux « zéro », les économies américaine et britannique paraissent suffisamment solides pour renouer avec une croissance auto-entretenu. Parallèlement, la Banque Centrale Européenne et la Banque du Japon restent confrontées à des risques de déflation et doivent mener une politique inverse (voir le graphique). Le début du cycle de relèvement des taux par la Réserve Fédérale ne signifie pas que la fin du cycle d'expansion économique se profile ; on observe aucun des déséquilibres économiques et financiers qui signalent une récession imminente. Les États-Unis en sont encore à la mi-temps de leur expansion, tandis que le match ne fait que commencer en Europe.

Les économies des marchés émergents ont souffert de la hausse rapide des rendements américains l'année dernière, mais à notre avis, certaines d'entre elles ont commencé à s'ajuster et sont maintenant un peu moins vulnérables aux taux plus élevés. Cela étant dit, l'amélioration cyclique actuelle de la croissance mondiale ne se répartit pas de façon égale parmi les économies émergentes. Les entreprises manufacturières (hors Chine) en bénéficient davantage, tandis que les exportateurs de matières premières restent confrontés à des facteurs négatifs séculaires.

« lower for longer » (bas pendant longtemps) s'applique autant à l'inflation salariale qu'aux taux d'intérêt, qui tous deux continuent de progresser péniblement (graphique 1).

Les États-Unis se portent bien, et la Réserve Fédérale fait de son mieux pour ne pas porter brutalement un coup d'arrêt à la reprise. Nous avons passé en revue les

cycles de resserrement opérés par la Réserve Fédérale au cours des 25 dernières années pour appréhender la performance des marchés actions durant ces périodes. Ce que nous avons observé n'a rien de surprenant, mais il n'est pas évident non plus que le passé soit représentatif compte tenu de l'augmentation de plus de 4 000 milliards de dollars du bilan de la Réserve Fédérale.

GRAPHIQUE 1

Divergence des anticipations d'inflation aux États-Unis et en Europe Point mort d'inflation sur 5 ans



Source : Bloomberg. Données d'NOVEMBRE 2014.

Il est possible que les marchés hésitent au début d'un cycle de resserrement, en particulier si la Réserve Fédérale les prend par surprise. C'est l'une des raisons expliquant la communication abondante de la Réserve Fédérale – elle comprend que les marchés n'aiment pas les surprises. Depuis 1987, le S&P 500 a affiché des rendements positifs durant chaque cycle de resserrement de la Réserve Fédérale – les rendements du marché étant concentrés en phase initiale du cycle. Ce n'est pas pour autant que nous n'observons pas de revers ou de hausse de la volatilité – il y en a eu (et il y en aura). Mais en général, ceci signifie que l'augmentation des taux d'intérêt a été positive pour les marchés actions en phase initiale d'un cycle de relèvement des taux d'intérêt, car la hausse des taux directeurs traduit la réaction de la Réserve Fédérale face à l'accélération de la croissance, de l'emploi et des salaires et à

l'augmentation des anticipations d'inflation. On revient toujours aux anticipations d'inflation. Et actuellement, l'écart se creuse entre les anticipations d'inflation aux États-Unis et en Europe sur fond de forte divergence des politiques des banques centrales.

LE DÉCOUPLAGE DES POLITIQUES MONÉTAIRES DEVRAIT SE POURSUIVRE

Les marchés américains sont actuellement confrontés à un problème « positif » : la Réserve Fédérale prépare les investisseurs à une hausse des taux directeurs l'année prochaine, car l'économie est entrée en phase de reprise. En Europe, nous observons le contraire. Après être sortie de la récession, la région reste en proie à des inquiétudes importantes concernant la désinflation, qui pourrait connaître des évolutions négatives.

Si la BCE a relativement bien réussi à rassurer l'ensemble des marchés en déclarant être prête à « faire ce qu'il faudra », ces derniers sont de plus en plus préoccupés par le fait que la croissance recommence à stagner. Nous avons indiqué au début de l'année que nous serions également préoccupés si la zone euro ne parvenait pas à dépasser sa vitesse de décrochage. Elle n'y est pas parvenue et la croissance continue de plafonner à environ 1 %. C'est l'une des raisons qui nous a motivés à adopter une position d'investissement neutre sur les marchés actions développés internationaux. Nous continuons de considérer qu'il existe des opportunités d'investissement, mais les risques augmentent.

Aux États-Unis, les sociétés non financières recourent aux marchés obligataires pour environ 75 % de leurs besoins financiers. Les banques financent seulement 25 % environ des besoins des entreprises. En Europe, les banques pourvoient à environ 80 % des besoins financiers des entreprises non financières. Pour la Réserve Fédérale, cette situation signifiait que la politique d'assouplissement quantitatif pouvait directement abaisser le coût du capital pour le secteur des entreprises. La baisse du coût du capital a réussi à faire redémarrer les emprunts du secteur privé et a permis de mener une politique de reflation des actifs risqués. Et cela, malgré un contexte de désendettement des particuliers.

COMMENTAIRE RÉGIONAL – ÉTATS-UNIS

Énergie : vers un avenir plus équilibré ?

L'évolution rapide de l'environnement énergétique mondial au cours des cinq dernières années a eu des conséquences profondes, tant pour les marchés que pour les économies du monde entier. L'intensification des risques géopolitiques et les conflits épisodiques dans les régions productrices de pétrole ont provoqué des fluctuations à court terme sur les marchés. Selon les estimations de BP et notre propre analyse, les pays actuellement engagés dans un conflit (y compris la Russie) comptent pour 22 % de la production pétrolière mondiale. Si l'impact du risque géopolitique sur l'économie et les marchés financiers dans les principales régions productrices de pétrole a

été jusqu'ici modéré, nous avons conscience que des risques et des coûts plus élevés (en termes financiers, de sécurité et de capital humain) liés au développement de la production dans ces régions pourraient être supérieurs aux avantages d'une poursuite des plans d'investissements existants.

Dans un contexte de risques géopolitiques élevés, l'augmentation massive depuis 2008 de la production énergétique aux États-Unis a constitué un facteur stabilisateur pour les cours pétroliers. Les innovations technologiques ont permis aux États-Unis d'augmenter de respectivement 50 % et 20 % la production de pétrole et de gaz naturel au cours des six dernières années, et ont

hissé le pays au rang de premier producteur mondial pour ces deux matières premières (Source : U.S. Energy Information Administration. Données de 2013). Nous sommes optimistes concernant la croissance de la production domestique, et la renaissance énergétique des États-Unis reste l'une de nos principales convictions d'investissement. Concernant l'avenir, nous anticipons que les prix de l'énergie fluctueront à l'intérieur d'une fourchette (avec un biais modéré à la hausse), car la solide croissance de la production américaine intervient dans un contexte de stabilité de la demande mondiale.

Dans la zone euro, la reprise marque une pause

La zone euro a marqué une pause au 2^e trimestre, dans ce qui semble constituer les phases précoces d'une reprise inégale. Si certaines enquêtes laissent entrevoir une embellie des perspectives économiques, le PIB réel, la production industrielle, la construction et les ventes au détail indiquent une reprise en perte de vitesse. Nous estimons que bien que la reprise de la zone euro soit différée de trois à six mois, la région devrait continuer à émerger de la récession.

Trois facteurs nous motivent à anticiper un rebond de l'activité et un retour à la croissance de la région cette année :

1. Les mesures de relance de la Banque Centrale Européenne (BCE). Nous anticipons un impact positif de la baisse des taux d'intérêt, des TLTRO (*targeted longer-term refinancing operations*, opérations ciblées de refinancement à plus long terme), et des programmes d'achat de titres adossés à des actifs (*asset-backed securities*, ABS) et d'obligations garanties. En outre, l'achèvement de la recapitalisation du système bancaire de la région devrait apporter un soutien supplémentaire.
2. Le récent affaiblissement de l'euro, tendance qui pourrait se poursuivre.
3. Une conjoncture mondiale de plus en plus favorable.

En particulier, les pays périphériques qui ont mis en œuvre des réformes structurelles ont enregistré une bonne performance au 2^e trimestre. L'économie irlandaise a enregistré un rebond significatif de 2,7 % en glissement trimestriel. Et les perspectives paraissent particulièrement prometteuses pour l'Espagne et le Portugal, qui ont enregistré une croissance du PIB de 0,6 % en glissement trimestriel.

Sous la houlette de Mario Draghi, la BCE projette à long terme de développer les marchés financiers européens et ce faisant, de stimuler les prêts aux PME. Les mesures d'assouplissement du crédit annoncées par la BCE cet été marquent une avancée importante, notamment sa volonté d'acheter des actifs de crédit risqués (ABS) afin de faciliter le mécanisme de transmission du crédit.

Cette politique est très différente d'un assouplissement quantitatif (qui mettrait en jeu des rachats d'actifs diversifiés, y compris des obligations souveraines). Les TLTRO et les programmes d'achat d'actifs constituent des mesures d'assouplissement du crédit qui devraient contrer la baisse de l'inflation dans la zone euro et aider les banques à se désendetter. L'harmonisation du marché de la titrisation et du provisionnement des risques en Europe sont des projets à plus long terme sur lesquels la BCE travaille pour améliorer les marchés financiers de la région. Le plan d'action continu de Mario Draghi vise à aider les banques à assainir leurs bilans tout en étant à même de prêter

suffisamment aux PME pour faire repartir la consommation domestique. La réussite du projet de la BCE repose sur la capacité des gouvernements de la région à mettre en œuvre les réformes structurelles nécessaires à l'amélioration de la compétitivité de leurs économies. Surtout, le « Draghi put » reste d'actualité pour les investisseurs. À l'issue des résultats des tests de résistance et des deux TLTRO en cours jusqu'à la fin de l'année, nous aurons une vision plus claire des fonds propres que les banques auront besoin de mobiliser, et donc du temps qu'il faudra pour que les prêts s'accélèrent.

L'Europe continue de présenter des opportunités d'investissement ciblées malgré le contexte de faible croissance économique en chiffres absolus. Les entreprises européennes qui restent exposées à l'accélération de la croissance mondiale, tirée par les États-Unis, devraient se démarquer.

GRAPHIQUE 1

La BCE vise une augmentation de 1 000 milliards d'euros de son bilan



Sources : Bloomberg, prévisions de la BCE. Données d'NOVEMBRE 2014.

Les marchés émergents durant les trois derniers cycles de relèvement des taux d'intérêt par la Réserve Fédérale

Nous avons passé en revue l'évolution des obligations et des actions émergentes durant les précédents cycles de relèvement des taux au cours des 20 dernières années, alors que la Réserve Fédérale s'apprête à entrer dans un nouveau cycle de normalisation des taux. Trois périodes de relèvement des taux sont intervenues depuis la naissance des classes d'actifs modernes des marchés émergents : 1994-1995, 1999-2000 et 2004-2006.

Nous avons déduit de cette analyse que notre stratégie d'investissement actuelle consistant à favoriser les actions émergentes asiatiques était cohérente avec les conclusions tirées de l'observation

de ces cycles précédents. Ceci parce que les actions devraient supporter la période à venir mieux que les obligations, et parce que l'Asie est la région émergente présentant les fondamentaux macroéconomiques les plus sains.

Il est peu probable qu'une crise systémique importante se produise sur les marchés émergents, mais la période à venir sera celle d'une réduction longue et éventuellement très importante de la liquidité mondiale compte tenu du montant inédit de liquidités injectées depuis le début de la crise financière de 2008-2009.

Nous estimons qu'aujourd'hui, le risque lié aux économies émergentes concerne davantage le marché. Des marchés pourraient perdre leur liquidité en raison de la baisse des stocks et du risque corollaire de dislocation.

Nous sommes sélectifs et prudents concernant les marchés émergents. Nous privilégions les actions par rapport aux obligations et aux devises, et considérons que l'Asie est la région émergente la mieux positionnée pour supporter les pressions qui seront inévitablement engendrées par la normalisation des taux d'intérêt américains.

Les entreprises américaines ont emprunté, opéré des rachats d'actions, et commencent aujourd'hui à réaliser des acquisitions. Les ménages renouent progressivement avec la consommation au fur et à mesure que les salaires repartent lentement à la hausse. La baisse des prix de l'énergie est favorable à la reprise de la consommation. Par ailleurs, la solidité du dollar contribue à maîtriser les anticipations d'inflation.

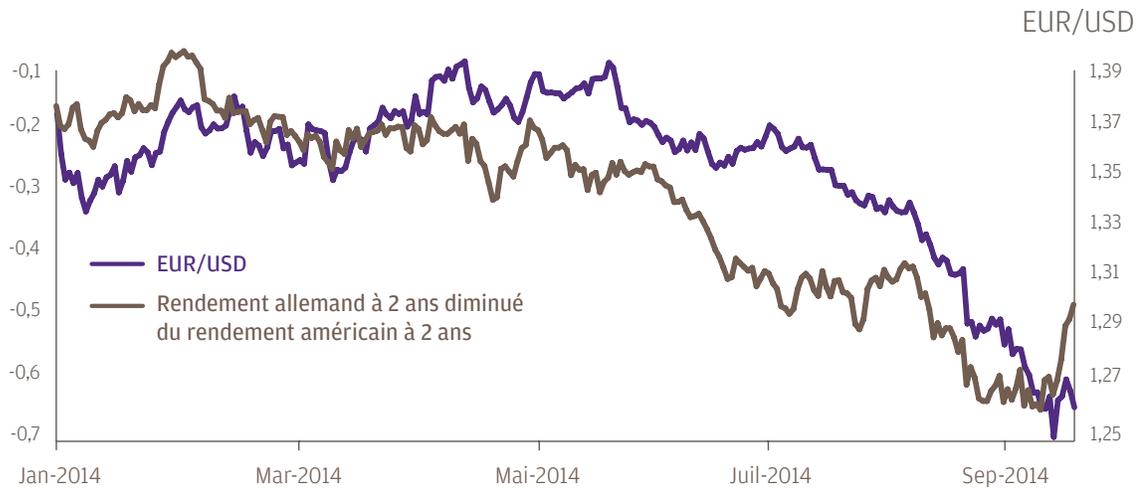
Mario Draghi, Président de la BCE, tente de mettre en place une sorte d'assouplissement quantitatif à l'usage du secteur privé, mais il n'est pas en avance. La BCE doit inciter les banques à prêter, ce qui requiert

de la demande. Si les grandes entreprises en Europe peuvent emprunter à des taux plus abordables, les petites et moyennes entreprises continuent d'avoir un accès limité et onéreux au crédit, notamment dans les pays périphériques européens. Les banques sont confrontées à un environnement réglementaire qui est devenu nettement plus exigeant, et elles disposent déjà de liquidités excédentaires. Dans la perspective de la revue de la qualité des actifs et des tests de résistance des bilans des banques réalisés par la BCE au mois d'NOVEMBRE, les banques européennes ont continué de vendre des actifs en se concentrant sur les exigences de fonds propres.

GRAPHIQUE 2

Le différentiel de taux d'intérêt se creuse

Rendement allemand à 2 ans diminué du rendement américain à 2 ans (%)



Source : Bloomberg. Données d'NOVEMBRE 2014.

Tous ces facteurs rendent plus difficile, et surtout plus long, le redémarrage de l'économie européenne que la BCE tente de réaliser. Mario Draghi est confronté aujourd'hui à un ensemble de problèmes très différents de ceux auxquels la Réserve Fédérale et la Banque d'Angleterre ont dû faire face. Si la BCE est cohérente dans sa manière de gérer la nécessité d'accroître les prêts bancaires, reste à savoir si les mesures qu'elle prend suffiront. Nous pensons que ce sera le cas, mais la marge d'erreur s'amenuise. Avec le retour en récession de l'Italie, les probabilités pour que la croissance européenne retombe en deçà de 1 % augmentent. Il faudrait que la croissance européenne s'établisse durablement aux environs de +1,5 %.

Les marchés sont conscients des différents défis auxquels la Réserve Fédérale et la Banque Centrale Européenne sont confrontées, ainsi que des divergences de

plus en plus marquées de leurs politiques. Au moment où les anticipations du marché concernant la croissance européenne font une pause, nous observons une baisse des taux d'intérêt à court terme en ligne avec les taux négatifs des dépôts des banques auprès de la BCE. Dans de nombreux pays européens, les rendements à 2 ans ont été nuls, voire négatifs durant le trimestre précédent. Parallèlement, les taux d'intérêt à deux ans continuent d'augmenter aux États-Unis, traduisant un affermissement de la croissance et les anticipations de relèvement des taux par la Réserve Fédérale l'année prochaine.

Cet élargissement du différentiel de taux d'intérêt entre les États-Unis et l'Europe offre une soupape de sécurité importante pour l'Europe et la politique de la BCE, qui se traduit par une dépréciation de l'euro (graphique 2).

Gestion active vs. passive dans une allocation d'actifs holistique

MICHAEL STOHLER

Responsable international de la construction de portefeuille
Banque Privée de J.P. Morgan

Un aspect clé de la construction de portefeuille est la décision de recourir à des gérants actifs ou passifs. Par rapport à la gestion passive, une allocation adéquate à des gérants actifs doit équilibrer les opportunités d'alpha et les risques de sous-performance.

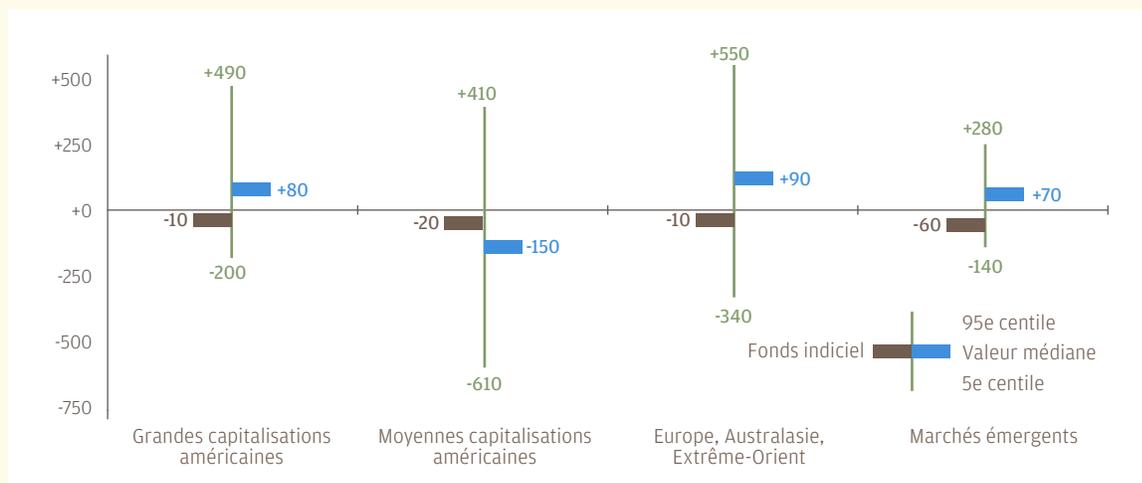
Depuis que Vanguard a créé le premier fonds indiciel investissable (sur le S&P 500) en 1975, la question suivante fait débat : « Quelle est l'efficacité des marchés, et les gérants actifs peuvent-ils générer une surperformance fiable ? » Lorsque les marchés sont moins efficaces, les gérants actifs peuvent trouver des informations qui ne se reflètent pas pleinement dans le prix des actifs. D'après notre expérience, l'efficacité s'est affinée au cours des décennies passées, ce qui accroît la difficulté d'enregistrer une surperformance comparativement à un indice de référence. Lorsque nous évaluons l'efficacité des différents marchés et les compétences dont font preuve les meilleurs gérants,

nous parvenons généralement à la conclusion que les marchés bien suivis tels que les États-Unis sont plus efficaces, tandis que les marchés émergents offrent davantage d'opportunités en matière de gestion active.

Ce n'est pas pour autant que l'alpha est absent des marchés actions américains et européens ; il est simplement plus difficile à obtenir. Durant les dernières années, par exemple, le gérant médian américain d'actions de grande capitalisation a surperformé les stratégies passives. Toutefois, lorsque nous réfléchissons à la juste proportion entre gestion active et passive, nous pesons les avantages d'une éventuelle surperformance au regard des risques de sous-performance par rapport à la gestion passive. Quand notre allocation en gérants actifs de valeurs américaines de grande capitalisation dépasse 50 %, le risque de sous-performance commence à dépasser les avantages.

L'efficacité de la gestion active varie

Rendement relatif sur 12 mois comparativement à l'indice de référence, en points de base*



Sources : Bloomberg, Lipper. Données du 1er trimestre 2014.

* L'analyse se base sur les rendements relatifs glissant sur 12 mois de gérants actifs institutionnels dont la performance était tombée au 30e centile durant l'année précédente pour chaque année entre 2002 et 2014.

La situation est différente concernant les actions des marchés émergents, pour lesquelles une allocation principalement active a tendance à produire un équilibre plus favorable et les fonds indiciels gérés passivement sont généralement moins attrayants. Dans l'ensemble, en analysant l'efficacité des différents marchés, le coût et la performance des fonds indiciels et les compétences des meilleurs gérants actifs, nous pouvons distribuer nos risques liés à la gestion active en fonction des avantages attendus d'un marché ou d'une classe d'actifs donnés.

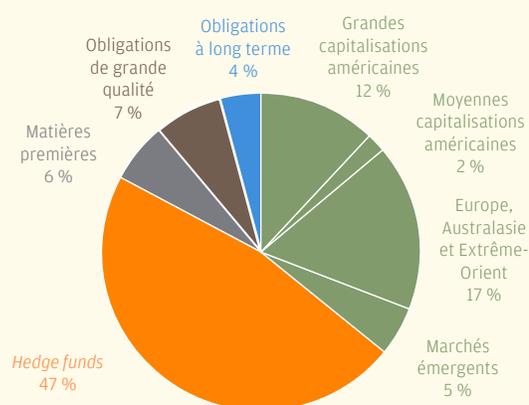
Nos ratios gestion active/passive dans les portefeuilles des clients tiennent également compte de l'environnement de marché. La juste proportion nécessite beaucoup de savoir-faire et de connaissances techniques, ainsi qu'un travail de vérification détaillé et expérimenté. Étant donné que les paris tactiques ciblent des opportunités spécifiques à court terme, la traduction adéquate de notre point de vue directionnel sur le marché nécessite généralement de la liquidité (pour pouvoir acheter et vendre rapidement) et une exposition directe au bêta. Ceci, allié à notre objectif de ne pas perturber le cycle d'alpha des gérants actifs, signifie que nous avons tendance à associer dans les portefeuilles des surpondérations et sous-pondérations tactiques à des fonds indiciels gérés passivement.

Définir le budget de risque lié à l'alpha dans les portefeuilles

L'examen de l'ensemble de notre allocation d'actifs montre que nous allouons les risques liés à la gestion active aux classes d'actifs en fonction de notre degré de conviction et de nos points de vue sur les gérants actifs, et lorsque les gérants actifs présentent la probabilité de générer la surperformance positive la plus élevée. D'un point de vue historique, cette approche s'est traduite par l'affectation du montant de risque le plus élevé lié à la gestion active aux actifs alternatifs tel que les *hedge funds*, où les gérants ont généré une surperformance considérable faiblement corrélée aux rendements du marché.

Nous prenons également des risques liés à la gestion active pour les obligations et parfois, pour les obligations de grande qualité et les matières premières, mais nous cibons principalement les actifs alternatifs, qui offrent à nos yeux le processus de génération d'alpha le plus régulier.

Décomposition du risque lié à l'alpha



Source : Banque Privée de J.P. Morgan.

Note : les estimations indiquées concernent les portefeuilles Balanced ex-PE/DRE PTP au 2e trimestre 2014. La décomposition du risque lié à l'alpha exclut les fonds indiciels gérés passivement et les obligations structurées liées à un seul indice large.

Les facteurs de surperformance des gérants actifs

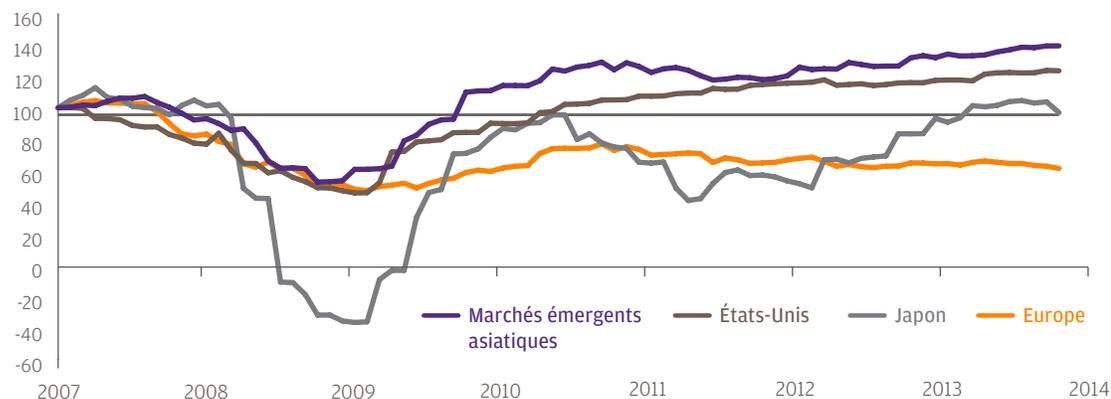
Si chaque gérant a sa propre manière de dégager une performance relative, il existe des opportunités et des environnements de marché communs qui affectent généralement sa capacité à surperformer. Notre analyse indique que les gérants actifs surperforment généralement lorsque :

- Les marchés génèrent des rendements négatifs importants
- Les valeurs de petite capitalisation surperforment celles de grande capitalisation
- Les valeurs de rendement surperforment les valeurs de croissance
- La qualité ou la dynamique dominent les évolutions du marché
- La dispersion de la performance entre secteurs est élevée
- Les marchés sont tirés par différents facteurs plutôt que par le climat d'appétit ou d'aversion au risque

GRAPHIQUE 3

Bénéfices mondiaux

Bénéfices par action des 12 derniers mois en dollars, indexés à 100 au 31 décembre 2007



Sources : Datastream, MSCI. Données de septembre 2014.

L'expansion du crédit que la BCE souhaiterait observer en Europe ne se produit pas, mais le dollar s'apprécie. Nous anticipons que la solidité du billet vert se confirmera et se poursuivra, mais plus modestement. La solidité du dollar peut être une arme à double tranchant ; une hausse trop importante et trop rapide peut être déstabilisante pour la croissance européenne et japonaise du fait de l'augmentation des coûts des intrants. Mais à la marge, un euro plus faible est favorable pour le secteur des entreprises. Pour ceux qui exportent et perçoivent des revenus en dollars, un euro plus faible se répercute directement sur le chiffre d'affaires et les bénéfices, phénomène que nous continuons d'observer au Japon (graphique 3). Un euro plus faible est par ailleurs modérément inflationniste, ce qui devrait contribuer à stabiliser les

anticipations de déflation et atténuer les pressions auxquelles la BCE est soumise.

La BCE a besoin d'un euro plus faible, mais il est compliqué d'y parvenir. Un effondrement de l'euro depuis ses niveaux actuels indiquerait une intensification des inquiétudes quant à une retombée de l'Europe en récession et un retour de la déflation. Le meilleur scénario pour l'Europe serait que l'euro continue de s'affaiblir du fait de l'augmentation des taux à deux ans aux États-Unis en perspective du durcissement de la politique monétaire de la Réserve Fédérale et d'une stabilisation de la croissance américaine. Il ne faudrait pas qu'une faiblesse de l'euro soit provoquée par une baisse importante des rendements des obligations souveraines européennes par rapport à leurs niveaux actuels.

TOUT CE QUI EST BIEN EST CHER

Mon épouse a conservé la maxime d'un biscuit porte-bonheur qui date de l'un de nos tout premiers rendez-vous. Cette maxime dit : « Ce qui est bien n'est pas bon marché, et ce qui est bon marché n'est pas bien ». Bon marché peut s'appliquer évidemment aux prix et aux valorisations, mais également au degré d'efforts devant être consacré à quelque chose, ou à quelqu'un. Ce qui est bien peut nécessiter des efforts conséquents !

Ce biscuit porte-bonheur m'est revenu à l'esprit lorsque je réfléchissais aux marchés actions et au positionnement actuel de nos portefeuilles. Rien de ce que nous détenons dans nos allocations internationales en actions n'est à présent bon marché en matière de valorisation. Nous ne souhaitons pas détenir les petits segments du marché qui restent perçus comme bon marché, par exemple des

marchés émergents tels que le Brésil, le Venezuela, la Russie, l'Afrique du Sud, et même la Turquie, mais également les matières premières où nous restons sous-pondérés, préférant détenir des actions.

Nous avons surpondéré nos allocations en actions dans l'ensemble de nos portefeuilles. Nos partis pris les plus importants comparativement à l'indice de référence sont les États-Unis (précisément les valeurs de moyenne capitalisation), et les marchés actions émergents asiatiques. Nous détenons des valeurs de petites et moyennes capitalisations au Japon, ainsi que des actions européennes, mais notre allocation aux marchés actions développés internationaux est neutre à l'heure actuelle. Nous continuons de privilégier notamment les secteurs de la finance, la technologie et la santé. Nous apprécions également l'énergie, en particulier aux États-Unis compte tenu du désengagement récent.

COMMENTAIRE RÉGIONAL – ASIE

Dépréciation des monnaies asiatiques : ce n'est pas une question de faiblesse

Nous n'estimons pas que la volatilité du marché asiatique observée l'année dernière, à l'issue des indications initiales sur la suppression progressive des achats d'actifs de la Réserve Fédérale, se reproduira au cours des 12 prochains mois. Les fluctuations de change récentes tiennent davantage à la solidité du dollar qu'à une faiblesse des monnaies asiatiques (hors Japon).

La situation des pays qui ont partiellement corrigé leurs déséquilibres internes et

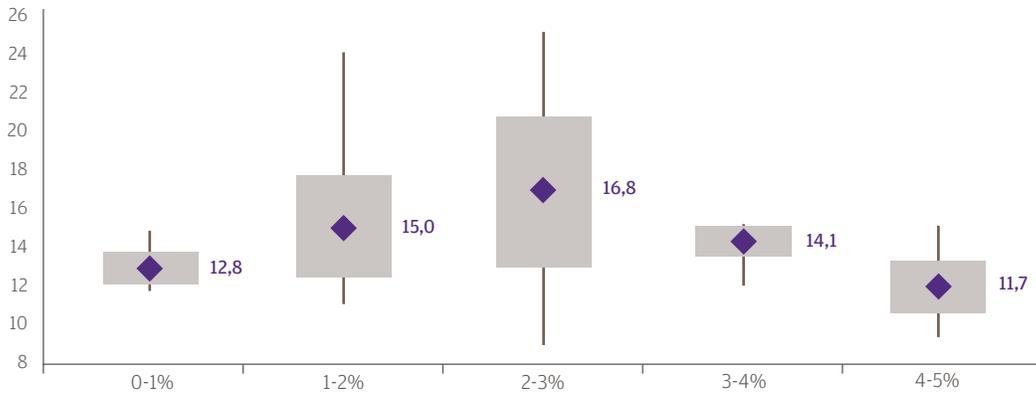
externes en jouant sur les mécanismes de transmission des taux de change et des taux d'intérêt sera sans doute meilleure que l'été dernier. L'Inde en est une parfaite illustration, avec un banquier central rigoureux à la tête de la Réserve Bank of India et un réformateur dynamique à la tête du pays. En revanche, l'Indonésie reste plus vulnérable que les autres pays asiatiques, bien que la probabilité d'une dépréciation à deux chiffres soit faible cette fois-ci.

Nous estimons que la solidité du dollar va persister et que les monnaies asiatiques vont continuer à subir des pressions modérées à la baisse, tout du moins après le premier relèvement de taux par la Réserve Fédérale. Tant que cette dépréciation modérée s'effectuera de façon progressive, ordonnée et synchrone avec les autres pays du monde, nous n'avons pas d'inquiétudes importantes concernant les marchés actions asiatiques (hors Japon), sur lesquels nous sommes actuellement surpondérés.

GRAPHIQUE 4

L'inflation tendancielle et les multiples du S&P 500

Multiples P/E prévisionnels, calculés depuis 1986



Fourchette d'inflation tendancielle mesurée par l'Indice des prix à la consommation, en glissement annuel

Sources : I/B/E/S, FactSet, Bureau of Labor Statistics. Données d'août 2014. Le corps de la bougie représente +/- 1 écart-type ; les mèches des bougies représentent les valeurs hautes et basses. Les losanges représentent les moyennes.

Nous préférons les actions aux obligations, et estimons que les bénéfices continueront de tirer les rendements des marchés actions cette année, ainsi que l'année prochaine. Mais les anticipations de rendement doivent être mesurées pour que règne une exubérance rationnelle. Des bulles se produisent lorsque l'avidité brouille la capacité d'anticipation des valorisations – ce n'est pas encore le cas. Pour élargir le propos, nous n'estimons pas que les valorisations des actions augmenteront encore beaucoup depuis leurs niveaux actuels.

Il est primordial de considérer que la Réserve Fédérale a une longueur d'avance sur les anticipations d'inflation l'année prochaine, lorsque les taux directeurs commenceront à augmenter. Le S&P 500 s'échange actuellement avec un multiple P/E prévisionnel de 15x. C'est un chiffre à peu près convenable compte tenu de la solidité sous-jacente des bénéfices, et de l'inflation qui s'établit dans une fourchette

de 1,0 % à 2,0 %. En examinant avec recul la relation entre l'inflation et les multiples actions, je peux avancer que les multiples des actions américaines ont la possibilité d'augmenter un peu plus. Les multiples P/E prévisionnels du S&P 500 ont été en moyenne d'environ 16,8x lorsque l'inflation s'établissait dans une fourchette de 2,0 % à 3,0 %. Au-dessus de 3,0 %, les multiples P/E reviennent rapidement à environ 14x. Les marchés actions américains sont encore dans une période positive (graphique 4).

Nous surveillons de près les marchés européens et japonais. La croissance des bénéfices que nous anticipions cette année s'est concrétisée, mais nous avons conscience que les risques inhérents à la croissance et aux politiques des banques centrales s'intensifient. Nous estimons que notre positionnement en Europe et au Japon est adéquat, et nous travaillons beaucoup sur ces marchés dans la perspective de 2015.

Concernant l'Europe, nous attendons que la faiblesse de l'euro se traduise par une croissance du chiffre d'affaires. Ce devrait être le cas. La faiblesse des marges laisse toujours de la place pour de bonnes surprises concernant les bénéfices, mais en l'absence de croissance du chiffre d'affaires, nous doutons d'une augmentation des bénéfices et des valorisations. Nous n'estimons pas qu'il soit viable de comprimer les bénéfices compte tenu du bas niveau des marges. Au début de l'année, nous avons indiqué que la croissance du chiffre d'affaires en Europe devrait se traduire en bénéfices au fil de l'amélioration de la rentabilité. Cette affirmation sur le levier opérationnel reste pleinement d'actualité pour nos perspectives.

Au Japon, nous anticipons que la faiblesse du yen continuera de se répercuter sur la croissance des bénéfices – elle ne devrait pas tirer les exportations autant que durant les dernières décennies. Pendant les 15 dernières années, les sociétés nippones ont doublé leurs capacités de production en dehors du Japon afin de se rapprocher des marchés auxquels elles vendent directement. Nous ne sommes pas surpris d'observer que les exportations ne suivent qu'avec retard un yen faible, puisque la production a été délocalisée à l'étranger. Nous estimons que l'augmentation des bénéfices a rétribué nos investissements, mais nous sommes conscients que le marché commence à perdre patience concernant les facteurs politiques et la politique monétaire.

Nous avons réorienté les portefeuilles cette année et intégré davantage d'allocations en actions gérées passivement, notamment en fonds indiciels. Nous continuons de privilégier des allocations plus concentrées aux gérants actifs dans des marchés où la sélection des valeurs et la dispersion des performances créent des opportunités significatives de génération d'alpha. C'est particulièrement le cas dans les marchés actions internationaux, notamment les marchés émergents asiatiques. Pour les positions en actions de fond, où nous anticipons que les rendements seront surtout tirés par la croissance des bénéfices et des dividendes, les stratégies d'investissement passives sont plus pertinentes.

LA MEILLEURE ATTAQUE RESTE UNE DÉFENSE INTELLIGENTE

Nous avons tort cette année en ce qui concerne les obligations, et nous avons été frustrés d'observer notamment le rebond des marchés obligataires américains dans un contexte de rigueur des conditions météorologiques hivernales et de faible croissance économique corollaire, d'intensification des risques géopolitiques et d'inquiétudes croissantes à propos de la déflation en Europe. Ces événements ont entraîné une baisse des taux d'intérêt américains et mondiaux, mais les taux aux États-Unis sont restés plus élevés que dans bon nombre d'autres pays développés. Cela dit, relativement bon marché reste cher (graphique 5).

GRAPHIQUE 5

Taux d'intérêt mondiaux

	ÉTATS-UNIS	ALLEMAGNE	JAPON	FRANCE	ITALIE	ESPAGNE
2 ans	0,42%	-0,05%	0,06%	0,01%	0,43%	0,38%
5 ans	1,53%	0,17%	0,15%	0,35%	1,07%	0,88%
10 ans	2,28%	0,90%	0,51%	1,27%	2,33%	2,08%

Source : Bloomberg. Données d'NOVEMBRE 2014.

Nous restons convaincus que les faibles rendements obligataires japonais et européens soutiendront le marché obligataire américain en incitant l'investisseur marginal à privilégier les rendements américains – le différentiel de rendement est vraiment trop important. En définitive, cette situation sera favorable pour la Réserve Fédérale alors qu'elle s'apprête à mettre un terme à sa politique d'assouplissement quantitatif et à relever les taux l'année prochaine. Répétons que le prix des obligations d'État américaines compte – c'est le taux sans risque et in fine un point de référence pour la valorisation de tous les actifs risqués. Une augmentation lente des taux d'intérêt américains est une bonne nouvelle pour les marchés.

Comme indiqué en début d'année, nous souhaitons traverser prudemment cette transition vers des taux d'intérêt plus élevés, en jouant une défense intelligente. Les acheteurs de bons du Trésor et d'obligations d'État étaient cette année des acteurs institutionnels tels que des banques centrales, des fonds souverains et des fonds de pension privés. Ils achètent des obligations pour financer ou

compenser leurs engagements et rééquilibrer leurs réserves de change. Les banques ont également acheté davantage de bons du Trésor et d'obligations d'État, car leur détention nécessite moins de contrepartie en fonds propres – nous avons observé ce phénomène en Europe, ainsi qu'aux États-Unis.

Nous sommes cette année à la traîne par rapport à notre indice de référence obligataire. Les obligations américaines ont dégagé un rendement entre +4 % et +5 %, tandis que le rendement de nos allocations en obligations avoisine +3 %. Nous engrangeons des rendements sur les marchés obligataires et conservons des expositions en obligations dans nos portefeuilles au plan mondial. Nous avons simplement décidé de privilégier les obligations à long terme et davantage de stratégies obligataires indifférentes à un indice de référence susceptibles de tirer parti de la volatilité des marchés obligataires. Nous sommes sous-pondérés en obligations, notamment en obligations de grande qualité. Nous faisons ce que nous avons annoncé pour cette année : jouer une défense intelligente.

Les liquidités et les obligations à court terme que nous détenons dans les portefeuilles servent à ancrer les risques que nous prenons dans d'autres domaines : le crédit, les marchés actions et les investissements alternatifs. Le risque dans nos portefeuilles est en moyenne environ 15 % supérieur au niveau de risque dans un environnement de marché normal et stable. Nos portefeuilles comptent également un bêta de sept à dix points plus élevé. Nous maintenons une durée courte jusqu'à ce que nous estimions qu'il devient pertinent de racheter des obligations de grande qualité.

Lorsque nous estimerons que les valorisations des marchés actions sont surestimées et provoquent un débat sur « la formation d'une bulle », nous diminuerons notre prise de risque et allègerons notre surpondération en actions. Et nous tenterons de le faire précocement. C'est actuellement notre point de vue sur les obligations de qualité, qui explique notre sous-pondération.

SURPONDÉRATION DES INVESTISSEMENTS ALTERNATIFS

Les commentaires de la presse sur les *hedge funds* ont été mitigés cette année. Malgré la sous-performance de stratégies spécifiques, nous sommes convaincus de la pertinence de notre surpondération en investissements alternatifs. Nos allocations aux *hedge funds* pratiquant une stratégie unique restent un outil d'allocation important, notamment dans un environnement de relèvement des taux d'intérêt.

Nous cibons un bêta d'environ 0,3x dans le budget de risque actuel affecté aux *hedge funds* (graphique 6). Nous n'investissons pas dans les *hedge funds* pour répliquer les rendements des actions – nous le faisons en utilisant des stratégies d'investissement passives telles que les fonds indiciels. Les *hedge funds* représentent un instrument d'investissement flexible pour être à l'achat, à la vente et réaliser des opérations tactiques sur les actifs risqués dans les marchés internationaux.

GRAPHIQUE 6

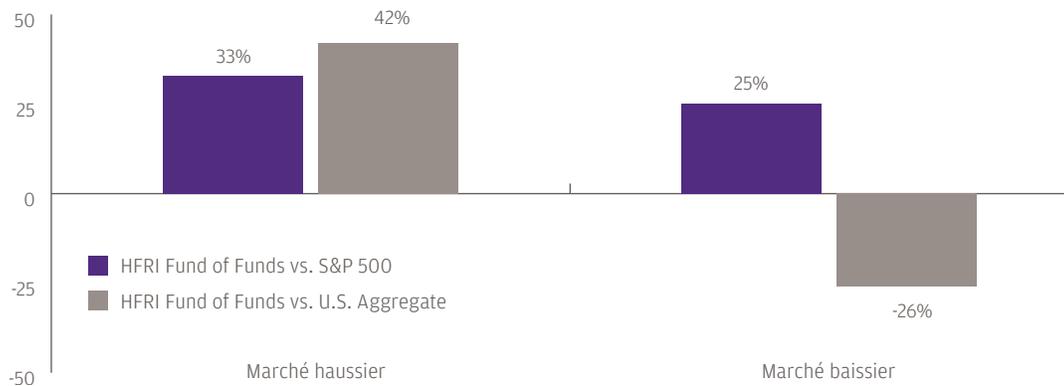
Performance de notre plateforme de *hedge funds*

	DEPUIS LE 1ER JANVIER 2014	2013	2012	VOLATILITÉ ANNUALISÉE (INTÉGRALITÉ DE LA PÉRIODE)
Plateforme équilibrée J.P. Morgan Global Wealth Management	3,5%	11,3%	9,6%	3,5%
Indice HFRI Fund of Funds	2,5%	9,0%	4,8%	3,0%
MSCI World avec un bêta de 0,3	1,2%	7,5%	4,7%	3,2%

Sources : J.P. Morgan Global Wealth Management, Bloomberg. Les rendements de la plateforme équilibrée sont calculés en effectuant la moyenne des rendements des *hedge funds* présents sur la plateforme J.P. Morgan Global Wealth Management. Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs. Données de septembre 2014.

GRAPHIQUE 7

Capture mensuelle de la hausse et de la baisse (données glissantes sur 10 ans)



Source : Bloomberg. Données d'août 2014.

Nous tirons parti de la diversification en utilisant des investissements alternatifs pour accroître l'efficacité de la combinaison des rendements de nos portefeuilles. Mais l'intérêt des *hedge funds* tient à leur profil asymétrique dans la traversée des évolutions d'un cycle d'investissement.

Nous avons inclus un diagramme en barres (graphique 7) qui présente la performance des *hedge funds* comparativement à celle des actions et des obligations dans un contexte de hausse et de baisse des marchés. Nous avons analysé les données sur une période glissante de 10 ans, mois par mois. Dans les marchés orientés à la hausse, les données n'ont rien de surprenant. En phase haussière, les *hedge funds* captent en moyenne plus de 30 % de la hausse des marchés actions, et plus de 40 % de la hausse des marchés obligataires. En phase baissière, les *hedge funds* captent environ 25 % du repli des

marchés actions. La barre la plus intéressante du diagramme indique la performance des *hedge funds* dans des environnements de marché où les obligations enregistrent des pertes. Les *hedge funds* ont dégagé des rendements positifs. Les obligations classiques restent une protection importante dans les portefeuilles, mais c'est cette asymétrie qui nous motive à surpondérer notre allocation en *hedge funds* pratiquant une stratégie unique et plus généralement, qui explique pourquoi les investisseurs institutionnels ont investi massivement dans les *hedge funds* cette année.

Nous avons surpondéré les investissements alternatifs en vendant des obligations. Les stratégies « event », « distressed » et « long/short » constituent le gros de notre surpondération. Les investissements alternatifs continueront de jouer un rôle important pour les investisseurs dans la traversée de la période de relèvement des taux d'intérêt,

sans devoir détenir une position en actions ou en obligations trop importante au fil de la maturation du cycle d'investissement.

LE PRAGMATISME S'IMPOSE

En début d'année, le consensus tablait sur une hausse des taux d'intérêt américains, un dollar fort et une croissance mondiale tirée par les États-Unis. Les marchés réajustent les perspectives au fur et à mesure que les taux d'intérêt, les marchés des changes, les anticipations d'inflation et la dynamique de croissance divergent. Une augmentation de la divergence crée des opportunités d'investissement. Mais celles-ci peuvent également s'accompagner de replis importants.

Nous n'avons pas encore observé de prise de risque généralisée sur les marchés actions – de nombreux investisseurs sont encore en proie à une certaine défiance plutôt saine. Nous estimons que l'absence générale d'exubérance irrationnelle peut contenir les valorisations et ancrer à l'avenir la performance des marchés actions à la croissance des bénéfiques.

Mais nous commençons à percevoir des signes d'exubérance irrationnelle qui se manifestent à travers une intensification des activités de fusion-acquisition et des premières introductions en bourse, dans un contexte où les entreprises effectuent moins de rachats d'actions. Autant de signes validant une reprise, mais en même temps des signes subtils sur l'avancement du cycle auxquels nous sommes attentifs.

Les principaux risques au cours des 6-12 prochains mois peuvent à notre avis venir d'erreurs de politique monétaire des banques centrales et de facteurs politiques. Par ailleurs, les risques géopolitiques sont élevés et les marchés pèchent par excès de confiance. Qu'il s'agisse du relèvement des taux directeurs aux États-Unis et au Royaume-Uni ou du sentiment que les banques centrales devraient renforcer leur politique accommodante en Europe et au Japon, les marchés sont de plus en plus dans l'état d'esprit « qu'il faut passer à l'action ». Concernant les États-Unis et le Royaume-Uni, nous anticipons que c'est précisément ce que feront la Banque d'Angleterre et la Réserve Fédérale et qu'elles relèveront les taux d'intérêt. Pour ce qui est du Japon, la Banque centrale devrait à notre avis renforcer sa politique d'assouplissement, consciente qu'elle n'a pas d'autre choix. La BCE reste l'inconnue et comme indiqué plus haut, la faiblesse de l'euro peut constituer un facteur de soutien, mais ne résout pas les problèmes structurels.

Le « non » au référendum sur l'indépendance de l'Écosse au mois de septembre nous a épargné un « Royaume-Uni tronqué », mais fait apparaître une tendance inquiétante à l'isolationnisme. Aux niveaux local, régional et mondial, il existe un sentiment général de fuite face aux questions délicates et aux problématiques difficiles. Bien que ce soit compréhensible dans une certaine mesure, cet état d'esprit n'est pas viable au vu des dernières années. Il réveille des



risques extrêmes sur les plans politiques et de la politique monétaire, et pèse sur les investissements des entreprises, l'embauche et la confiance des ménages.

Les marchés ne sont pas encore parvenus à un point d'inflexion, mais les positions divergent. Les marchés obligataires américains suscitent un regain de prudence, car la Réserve Fédérale répète qu'elle va relever les taux directeurs – et elle le fera. En Europe, la préoccupation est qu'une baisse supplémentaire des rendements des obligations d'État par rapport à leurs niveaux actuels pourrait faire basculer à nouveau en récession ce qui apparaissait raisonnablement comme les prémisses d'une lente reprise.

Pour cette partie du cycle d'investissement, nous estimons que les marchés actions continueront à surperformer en termes relatifs. Nous estimons que le montant de risque dans nos portefeuilles est adéquat, et que notre point de vue procyclique continue de se concrétiser régulièrement. Petit à petit, le paysage macroéconomique change. La lenteur pourrait user la patience des investisseurs, mais elle permettra à l'économie mondiale de poursuivre sa transition vers la reprise. *Le pragmatisme s'impose.*

Auteurs



RICHARD MADIGAN
Directeur des investissements et responsable de la stratégie d'investissement
Banque Privée de J.P. Morgan



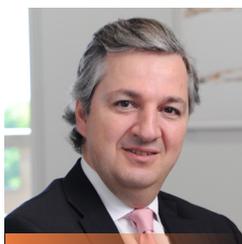
MICHAEL VAKNIN
Économiste en Chef
Banque Privée de J.P. Morgan



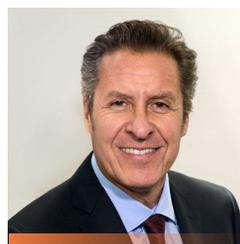
FAN JIANG
Directeur de la stratégie d'investissement
– Asie
Banque Privée de J.P. Morgan



KATE MOORE
Directrice de la stratégie d'investissement
– États-Unis
Banque Privée de J.P. Morgan



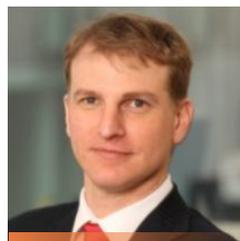
CÉSAR PÉREZ
Directeur de la stratégie d'investissement
– Europe, Moyen-Orient et Afrique
Banque Privée de J.P. Morgan



TULIO VERA
Directeur de la stratégie d'investissement
– Amérique latine
Banque Privée de J.P. Morgan



GEORGIY ZHIKHAREV
Responsable de la construction de portefeuille aux États-Unis
Banque Privée de J.P. Morgan



MICHAEL STOHLER
Responsable international de la construction de portefeuille
Banque Privée de J.P. Morgan

DÉFINITIONS DES INDICES

Toutes les informations relatives aux performances des indices ont été obtenues auprès de tiers et ne sont pas censées être exhaustives ou exactes. Les indices sont fournis uniquement à titre comparatif. Un investisseur peut investir dans des produits destinés à suivre certains indices, mais ne peut investir directement dans un indice.

Indice Barclays 10-Year Municipal Bond

Pour être inclus dans le panier de l'Indice, les obligations doivent être notées « investment grade » (note de Baa3/BBB- ou plus) par au moins deux des trois agences de notation suivantes : Moody's, S&P, Fitch. Si le titre est noté par deux de ces trois agences seulement, la note la plus basse est utilisée pour déterminer si le titre est admissible. Si le titre est noté par une seule des trois agences, la note doit être « investment grade ». Le montant au pair en circulation doit être de 7 millions de dollars au minimum et être émis dans le cadre d'une transaction d'un montant minimum de 75 millions de dollars. Les obligations doivent être à taux fixe, avoir une date de départ des droits au coupon postérieure au 31 décembre 1990 et leur échéance résiduelle doit être d'un an au moins. Les obligations réoffertes avec des conditions nouvelles, les obligations imposables de collectivités locales, les obligations à taux variable et les dérivés sont exclus de l'indice de référence.

Indice Barclays Capital Global Aggregate

Cet indice donne une mesure large des marchés mondiaux des obligations à taux fixe appartenant à la catégorie « investment grade ». L'Indice comporte trois composantes principales : U.S. Aggregate (300 millions de dollars), Pan-European Aggregate (300 millions d'euros) et Asian-Pacific (35 milliards de yens). Outre les titres de ces trois indices de référence (94,1 % de la capitalisation boursière de l'Indice Global Aggregate au 31 décembre 2009), l'Indice Global Aggregate comprend des obligations du Trésor, des obligations libellées en euro-dollars (300 millions de dollars), des obligations libellées en euro-yens (25 milliards de yens), des obligations canadiennes (équivalent de 300 millions de dollars des États-Unis) et des obligations « investment grade » 144A (300 millions de dollars) qui ne sont pas déjà incluses dans les trois indices régionaux. La famille de l'Indice Global Aggregate englobe un large éventail de sous-indices standards et adaptés en fonction de critères de liquidité, de secteurs, de qualité et de maturité. L'Indice Global Aggregate, une composante de l'Indice Multiverse, a été créé en 1999, les données historiques de l'indice ayant été reconstituées au 1er janvier 1990. (Source : Barclays Capital)

Indice Dow Jones/UBS Commodity

Un indice diversifié permettant aux investisseurs de suivre les contrats de futures sur matières premières supports.

Indice J.P. Morgan Corporate EMBI Global

L'Indice englobe des obligations Brady libellées en dollars, des euro-obligations, des prêts négociés et des instruments de dette émis par des entités souveraines ou quasi souveraines locales.

Indice J.P. Morgan Domestic High Yield

L'Indice J.P.Morgan Domestic High Yield a été conçu pour mesurer la performance de l'univers des obligations d'entreprises américaines à haut rendement dans lesquelles il est possible d'investir.

Indice J.P. Morgan US Liquid Index ex EM (JULI ex EM)

L'Indice JULI ex EM mesure la performance du marché des obligations d'entreprise libellées en dollars appartenant à la catégorie « investment grade », hors marchés émergents. L'Indice JULI ex EM est concentré sur les instruments les plus liquides, avec pour objectif de donner une représentation fidèle et sincère du marché investissable.

Indice HFRI Fund of Funds

L'indice englobe différents gérants à travers des fonds ou des comptes sous gestion. La stratégie vise un portefeuille diversifié de gérants avec pour objectif de diminuer de façon importante le risque (volatilité) lié à l'investissement dans un gérant individuel. Le gérant peut choisir à son gré

les stratégies dans lesquelles il souhaite investir le portefeuille. Un gérant peut allouer des fonds à plusieurs gérants à l'intérieur d'une stratégie, ou à plusieurs gérants dans le cadre de stratégies multiples. L'investissement minimum dans un fonds de fonds peut être inférieur à un investissement dans un *hedge fund* individuel ou un compte géré. L'investisseur bénéficie de la diversification des gérants et des styles, associée à un investissement nettement moins important que le capital requis pour investir dans un gérant individuel.

Indice MSCI EAFE (Europe, Australasie, Extrême-Orient)

L'Indice MSCI EAFE est un indice de capitalisation boursière ajusté en fonction du flottant libre, qui vise à mesurer la performance des marchés développés, hors États-Unis et Canada. En juin 2007, l'Indice MSCI EAFE englobait les 21 indices des pays développés suivants : Allemagne, Australie, Autriche, Belgique, Danemark, Espagne, Finlande, France, Grèce, Hong Kong, Irlande, Italie, Japon, Nouvelle-Zélande, Norvège, Pays-Bas, Portugal, Royaume-Uni, Singapour, Suède et Suisse.

Indice MSCI Emerging Markets

L'Indice MSCI Emerging Markets est un indice de capitalisation boursière ajusté en fonction du flottant libre, qui vise à mesurer la performance des marchés émergents mondiaux.

Indice MSCI Emerging Markets (EM) Asia

L'Indice MSCI Emerging Markets (EM) Asia mesure la performance des valeurs de grande et moyenne capitalisations de huit marchés émergents (Chine, Corée, Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Taiwan et Thaïlande). Constitué de 534 valeurs, l'Indice représente environ 85 % de la capitalisation boursière ajusté en fonction du flottant libre.

Indice MSCI Europe

L'Indice MSCI Europe est un indice de capitalisation boursière qui mesure la performance des actions cotées sur le continent européen.

Indice MSCI Japan

L'Indice MSCI Japan est un indice de capitalisation boursière ajusté en fonction du flottant libre, qui vise à mesurer la performance des marchés actions japonais.

Indice MSCI World

L'Indice MSCI World est un indice de capitalisation boursière ajusté en fonction du flottant libre, qui vise à mesurer la performance des marchés actions des pays développés du monde entier.

Indice Russell Midcap

L'Indice Russell Midcap mesure la performance du segment des valeurs américaines de moyenne capitalisation. Il constitue un sous-ensemble de l'Indice Russell 1000®, et comprend environ 800 valeurs parmi les plus petites sélectionnées en fonction de leur capitalisation boursière et de leur appartenance à l'indice. L'Indice Russell Midcap représente environ 31 % du total de la capitalisation boursière des sociétés du Russell 1000. Il est construit pour représenter un baromètre complet et impartial du segment des moyennes capitalisations. L'Indice est intégralement reconstitué chaque année afin d'assurer que des valeurs de grande capitalisation n'entraînent pas de distorsion de la performance ou des caractéristiques de l'éventail des opportunités offertes par les valeurs de moyenne capitalisation.

Indice S&P 500

L'Indice S&P 500 est un indice pondéré en fonction de la capitalisation boursière regroupant 500 actions d'un large éventail de secteurs. La pondération de chaque action composant l'Indice est proportionnelle à sa capitalisation boursière. L'impact de la variation de cours d'une action est proportionnel à la capitalisation boursière totale de l'émetteur (cours de l'action multiplié par le nombre d'actions émises). « S&P 500 » est une marque de Standard & Poor's Corporation.

VEUILLEZ NOTER

Ce document est fourni à titre d'information et est destiné à vous informer des produits et des services proposés par la banque privée de JPMorgan Chase & Co. Il ne représente en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente d'instruments financiers ou une recommandation de gestionnaire d'investissement. Les produits et services ci-mentionnés peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. Les performances passées et les simulations de performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investisseurs peuvent obtenir moins que le capital investi. La fluctuation des taux de change peut avoir un impact négatif sur la valeur d'un investissement.

La publication de ce document est approuvée au Royaume-Uni par J.P. Morgan International Bank Limited (JPMIB) qui est autorisé par la Prudential Regulation Authority et réglementé par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority britanniques. Ce document peut être distribué par : JPMorgan Chase Bank N.A. (JPMCB) succursale de Paris qui est réglementé en France par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) ; J.P. Morgan (Suisse) SA, qui est réglementée par l'Autorité Fédérale de Surveillance des Marchés Financiers (FINMA) ; JPMCB succursale de Bahreïn, qui est régulé par la Banque Centrale de Bahreïn ; JPMCB succursale de Dubaï, qui est régulée par la Financial Services Authority de Dubaï ; JPMCB succursale de Hong Kong qui est réglementée par la Monetary Authority de Hong Kong en tant qu'institution agréée ; et par JPMCB succursale de Singapour qui est réglementée par la Monetary Authority de Singapour.

Les informations contenues dans ce document sont jugées fiables mais nous ne garantissons pas leur exactitude ni leur exhaustivité. Les idées, les estimations ainsi que les opinions et les stratégies en investissement exprimées dans ce document constituent l'avis de nos analystes en investissement destiné à la clientèle privée et sont basées sur les conditions de marché actuelles. Elles peuvent être modifiées sans préavis. Les stratégies d'investissement et les opinions exprimées dans le présent document peuvent différer de celles évoquées dans des buts et des contextes différents par d'autres analystes de J.P. Morgan. Ce document ne doit pas être considéré comme de la recherche ou un produit du Département de la Recherche de J.P. Morgan.

JPMIB, les entités bancaires et les courtiers du groupe ou leurs employés peuvent détenir des positions dans tous produits d'investissements auxquels il est fait référence dans le présent document ou fournir des services aux émetteurs de ces produits.

Les investisseurs doivent savoir que certains fonds et autres produits d'investissements peuvent ne pas être régulés. En particulier, les fonds de gestion alternative, les fonds de placement privés et autres fonds non régulés peuvent présenter des risques significatifs et peuvent être vendus ou rachetés à un prix supérieur ou inférieur au montant initialement investi. Les fonds non régulés sont offerts uniquement sur la base d'un document d'offre qui décrit de manière plus exhaustive les risques potentiels. Il n'y a aucune garantie que les objectifs d'investissement formulés pour un produit financier soient atteints. Les fonds de gestion alternative (ou les fonds de fonds de gestion alternative) recourent fréquemment à l'effet de levier financier et à d'autres pratiques d'investissement spéculatives qui peuvent accroître les risques de perte sur le capital investi. Ils peuvent par ailleurs être hautement non liquides et ne sont tenus de fournir d'information périodique sur les prix ou les valorisations aux investisseurs. Ils peuvent impliquer des structures fiscales complexes et délivrer tardivement des informations fiscales importantes ; ils ne sont pas soumis aux mêmes exigences réglementaires que les organismes de placement collectif. Enfin ils appliquent souvent des frais élevés. De plus, un grand nombre de conflits d'intérêts peuvent exister dans le cadre de la gestion et/ou l'administration de tout fonds de gestion alternative.

Ce document n'est pas destiné à la distribution aux États-Unis d'Amérique à des ressortissants américains tel que définis dans la Regulation S de l'US Securities Act de 1933. Circulaire 230 de l'IRS: JPMorgan Chase & Co. et ses filiales ne fournissent pas de conseils fiscaux. En conséquence, toute discussion relative à la fiscalité américaine contenue dans le présent document (y compris toute pièce jointe) n'a pas pour objet, n'a pas été écrite pour être utilisée, et ne doit pas être utilisée, par des tiers non affiliés à JPMorgan Chase & Co. pour la promotion, la commercialisation ou la recommandation d'une des questions abordées ni dans le but d'éviter l'imposition d'une pénalité fiscale américaine.

Tout destinataire de ce document, ou tout employé, représentant ou agent de ce destinataire, doit déclarer à toute personne, sans limitation d'aucune sorte, son revenu américain, ainsi que toute franchise fiscale et structure fiscale de faveur décrites dans le présent document. Ceci concerne également les supports de toutes sortes (incluant les opinions et autres analyses fiscales) qui sont adressés à ce destinataire portant sur de tels traitements fiscaux ou structures fiscales, dès lors qu'ils concernent un revenu américain ou une stratégie de franchise fiscale proposée par JPMorgan Chase & Co. et ses filiales.

Pour toute question concernant les informations contenues dans ce document ou à propos des produits et services de J.P. Morgan, veuillez vous référer à votre interlocuteur habituel. De plus amples informations sont disponibles sur demande.

"J.P. Morgan" est le nom commercial utilisé par la division de banque privée de JPMorgan Chase & Co. et ses filiales à travers le monde.

Ce document ne doit pas être reproduit ou redistribué sans le consentement préalable de J.P. Morgan.

© 2014 JPMorgan Chase & Co. Tous droits réservés.