

POINT DE VUE

Décision de la Fed : le bras de fer continue

Jason England, gérant de portefeuille, explique pourquoi le marché pourrait se préparer à un coup dur si la Réserve fédérale (Fed) maintient une trajectoire de taux bien plus élevée que ce que prévoient de nombreux investisseurs.

Principaux points à retenir :

- La hausse des taux de la Fed et la déclaration qui l'a accompagnée cette semaine n'ont apparemment pas convaincu le marché que la banque centrale américaine ne flancherait pas dans sa tentative de maîtriser l'inflation.
- Le marché du travail américain étant tendu, nous pensons que la Fed sera encline à faire preuve d'un plus grand optimisme, même si cela signifie tolérer une accélération du ralentissement économique afin d'atténuer la pression à la hausse sur les salaires.
- Nous pensons que les investisseurs obligataires doivent rester prudents et rechercher un portage suffisant sur des titres de plus courte durée jusqu'à ce que la trajectoire à long terme de l'inflation et des taux directeurs devienne plus claire.

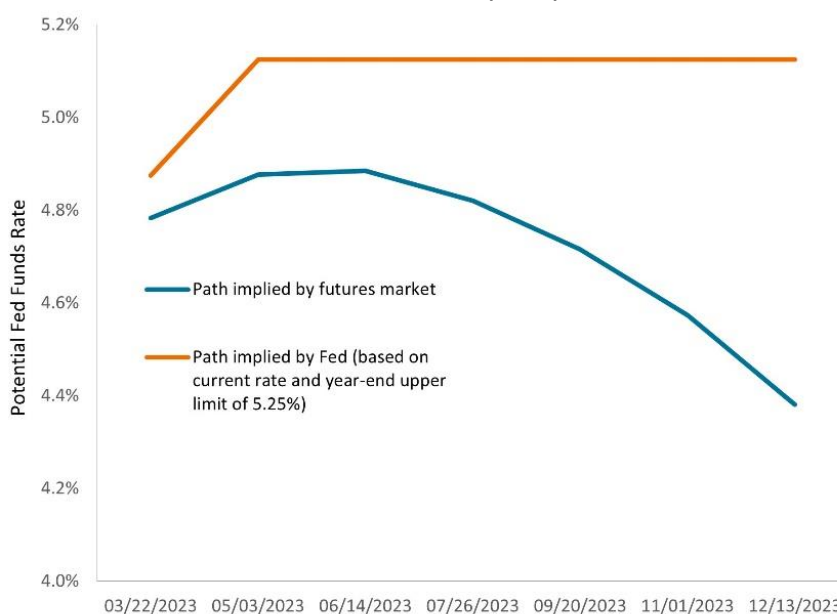
La dernière escarmouche dans le bras de fer en cours entre les marchés financiers et la Réserve fédérale (Fed) a eu lieu le 1er février, cette dernière réaffirmant sa position hawkish. Cela a largement suivi le schéma établi à la fin de 2022, lorsqu'un rallye des obligations et des actifs plus risqués, qui reposait sur l'hypothèse d'un relâchement de la Fed, n'a été que brièvement interrompu par la déclaration hawkish de la Fed en décembre. Si le marché devait à nouveau ignorer ou mal interpréter la détermination de la Fed, nous pensons que les investisseurs pourraient se préparer à ce qui pourrait être un jugement inévitable - et potentiellement douloureux.

La hausse de 25 points de base (pb) des taux lors de cette réunion était déjà intégrée dans les prix des actifs. Ce que le marché pourrait avoir du mal à digérer, c'est le maintien dans la déclaration de la Fed de l'expression "des hausses de taux continues seront appropriées". La durée pendant laquelle le taux des fonds fédéraux restera au sommet de son cycle, une fois que nous y serons parvenus, est sujette à interprétation.

Lors de sa réunion de décembre, le Dot Plot de la Fed a indiqué que la limite supérieure de la fourchette du taux au jour le jour terminerait l'année 2023 à 5,25 %. Cela représente potentiellement deux autres hausses de 25 points de base. Tant la Fed que le marché supposent que toute nouvelle hausse interviendra le plus tôt possible. Le marché des contrats à terme prévoit toutefois que le taux des fonds fédéraux culminera à environ 5,00 % en juillet avant de retomber à 4,50 % à la fin de l'année. Il s'agit d'un écart considérable qui, à notre avis, donne lieu à un jeu de poules mouillées assez précaire.

Une divergence de vues

L'écart entre les prévisions de la Fed concernant l'évolution des taux pour le reste de l'année 2023 et les attentes du marché n'a fait que se creuser, les investisseurs devenant plus optimistes et les banquiers centraux s'accrochant à la politique hawkish.



Source : Bloomberg, au 1er février 2023.

Objectifs contradictoires

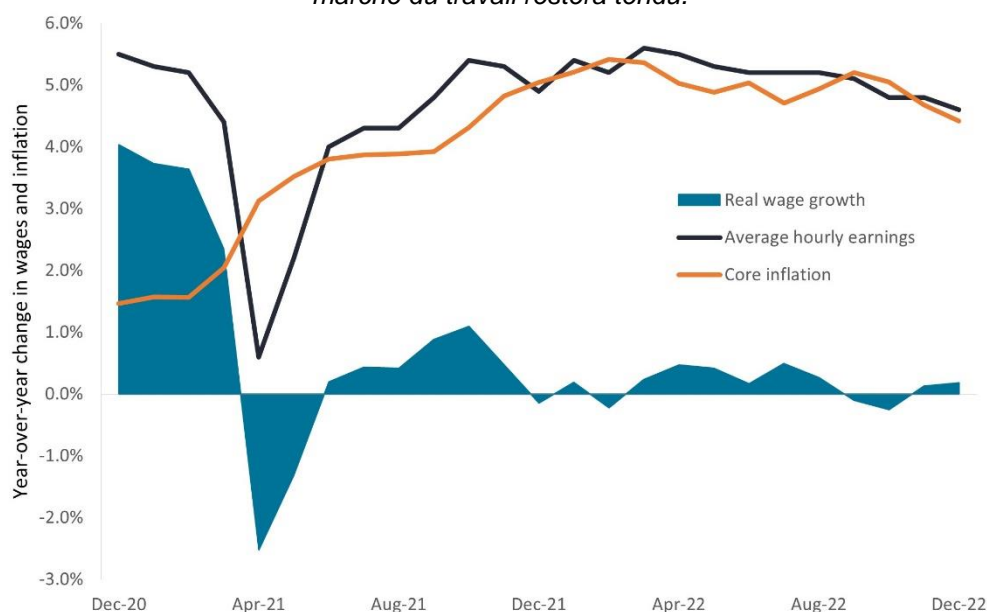
La divergence des attentes concernant la trajectoire future de la politique monétaire trouve son origine dans des objectifs presque diamétralement opposés entre la Fed et les marchés. Le président Jerome Powell et son équipe cherchent à atteindre trois impératifs étroitement liés : continuer à faire des progrès en guidant l'inflation de base en glissement annuel de 4,4 % vers son objectif de 2,0 %, rétablir la crédibilité qu'elle a perdue en venant à la rescousse chaque fois que la volatilité du marché s'est emballée et, enfin, éviter la voie d'Arthur Burns qui consiste à cligner des yeux avant que l'inflation ne soit maîtrisée, ce qui aurait pour effet d'ancrer dans l'économie l'attente de prix toujours plus élevés. Le marché, quant à lui, veut un coût du capital bon marché afin de pouvoir faire tourner une machine à profit relativement endettée.

Une lourde tâche

La macroéconomie est notoirement difficile à prévoir, mais c'est la tâche qui incombe aux responsables des banques centrales et aux marchés prospectifs. Déterminer la trajectoire de l'économie dans le marché actuel est particulièrement difficile, car le monde est aux prises avec l'inflation, les ruptures d'approvisionnement, les conflits géopolitiques et la sortie des politiques accommodantes de l'ère des pandémies. Néanmoins, certains facteurs qui influenceront certainement l'économie américaine à l'avenir sont évidents : Le marché du travail reste tendu et, pour que l'inflation diminue davantage, la pression salariale à la hausse devra s'essouffler. C'est une demande difficile pour les travailleurs, étant donné qu'une fois corrigés de l'inflation, les gains salariaux d'une année sur l'autre sont à peine en territoire positif.

Salaires horaires américains en termes nominaux et corrigés de l'inflation

Bien qu'ils soient encore contraints par des gains salariaux à peine positifs en termes corrigés de l'inflation, les travailleurs américains chercheront probablement à obtenir un salaire plus élevé tant que le marché du travail restera tendu.



Source : Bloomberg, au 1er février 2023.

Dans une économie basée sur les services comme celle des États-Unis, où les salaires peuvent être un moteur important de l'inflation globale, le mécanisme qui pousse les prix à la baisse est assez simple : Un coût du capital plus élevé pèse à la fois sur l'investissement des entreprises et sur la consommation des ménages, la baisse des revenus des entreprises pèse sur les marges et sur la croissance probable des bénéfices, et les équipes de direction doivent alors recourir aux licenciements pour défendre les bénéfices et "redimensionner" les entreprises dans une économie en ralentissement. On comprend pourquoi de nombreuses parties ne trouvent pas un tel scénario acceptable, mais pour conserver sa crédibilité et éviter un sort encore pire à l'avenir, la Fed n'a pas vraiment le choix.

La vigilance est de mise

La conclusion de cette histoire n'a pas encore été écrite. Dans cette inconnue, il y a implicitement un mot de prudence pour les investisseurs : à mesure que les attentes de la Fed et du marché divergent, le risque que quelqu'un soit pris à contre-pied augmente considérablement. Ainsi, alors que nous nous attendons à ce que les marchés des taux - et d'autres classes d'actifs - se négocient dans une fourchette dans les mois à venir, à mesure que la véritable trajectoire de l'économie émerge, nous ne serions pas surpris de voir un pic de volatilité alors que le marché s'ajuste à une réalité encore indéterminée.

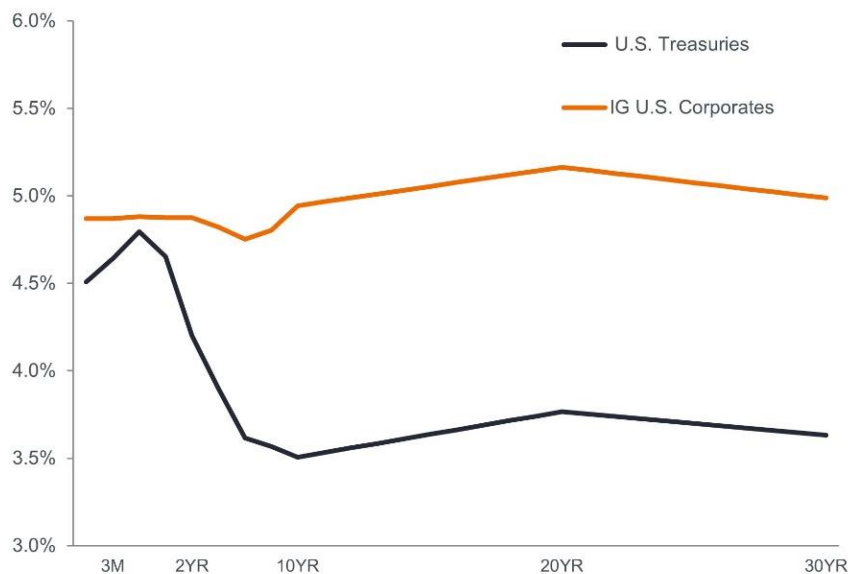
Compte tenu de l'étroitesse du marché du travail américain, nous pensons que la Fed devra faire plus que ce que le marché attend pour contenir l'inflation. Comme nous l'avons dit dans le passé, pause ne signifie pas pivot. Et si une deuxième hausse successive de 25 points de base indique que nous approchons de la fin de ce cycle de hausse des taux, nous n'y sommes pas encore. Cela sera déterminé - comme l'a fait la Fed de Powell - par les données.

Par conséquent, nous pensons que les colombes du marché devront probablement ajuster leurs attentes. Si les taux restent sur la trajectoire plus agressive de la Fed, nous nous attendons à voir les rendements des bons du Trésor américain les plus courts, les plus influencés par la politique de la Fed, augmenter pour tenir compte d'un taux des fonds fédéraux dépassant 5 %. Un tel résultat entraînerait probablement une baisse des rendements à plus long terme, les investisseurs anticipant un ralentissement économique encore plus important. Si ce scénario se réalise, nous pensons que les investisseurs obligataires pourraient finalement augmenter la durée de leur portefeuille dans le but de capturer une appréciation du capital.

Encore une fois, nous n'en sommes pas encore là. Mais les rendements s'étant rétablis à des niveaux sensiblement plus élevés, nous pensons que les investisseurs peuvent se permettre d'être patients et d'obtenir des flux de revenus qui étaient inimaginables sur des titres à plus courte durée il y a seulement un an. L'inversion prononcée de la courbe des rendements - le rendement des bons du Trésor américain à 2 ans étant supérieur d'environ 70 points de base à celui des bons à 10 ans - renforce l'idée que le moment d'allonger la durée n'est pas encore arrivé.

Courbe des rendements des bons du Trésor américain et des titres de première qualité

Les titres à plus courte échéance offrant des rendements bien plus élevés qu'il y a un an, les investisseurs ont la possibilité d'obtenir des flux de revenus intéressants en attendant que la trajectoire des taux à plus long terme soit claire.



Source : Bloomberg, au 1er février 2023.

Toutefois, si le marché a raison et que la Fed cligne des yeux avant que l'inflation ne soit maîtrisée, les investisseurs pourraient être confrontés à un environnement prolongé de prix élevés qui amènerait les rendements des échéances moyennes et longues à dépasser largement leur fourchette actuelle. Tant que cette éventualité n'aura pas été écartée, nous déconseillons aux investisseurs de se montrer trop agressifs dans leurs déplacements le long de la courbe des taux.

Les opinions exprimées ici sont celles de l'auteur au moment de la publication du présent document et peuvent différer de celles d'autres collaborateurs/équipes de Janus Henderson Investors. Les références à des titres, fonds, secteurs et indices au sein du présent document ne sauraient être interprétées comme une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les données de performance tiennent compte du revenu, des gains et des pertes en capital mais n'incluent pas les frais récurrents ou les autres dépenses du fonds. La valeur d'un investissement et ses rendements peuvent augmenter ou diminuer et vous pourriez ne pas récupérer l'intégralité du montant investi à l'origine.

Les informations contenues dans cet article ne constituent pas une recommandation d'investissement.

A des fins promotionnelles.

Informations presse

Aurore Cantot

Consultante Senior - SHAN

M +33 6 09 96 00 70

E aurore.cantot@shan.fr

Claire Hilbert

Consultante - SHAN

M +33 6 15 80 91 30

E claire.hilbert@shan.fr

A propos

Janus Henderson Group est un gestionnaire d'actifs de premier plan et d'envergure internationale qui propose une gestion active. Il se consacre à aider les investisseurs à atteindre leurs objectifs financiers à long terme grâce à une large gamme de solutions d'investissement, notamment les actions, les titres obligataires, les stratégies multi-actifs et les stratégies alternatives.

Au 30 septembre 2022, les actifs sous gestion de Janus Henderson se montaient à 287,3 milliards USD, ses effectifs étaient de plus de 2 000 collaborateurs et ses équipes étaient réparties dans 23 villes dans le monde. Basée à Londres, la société est cotée au NYSE et à l'ASX.

Source : Janus Henderson Group plc

Janus Henderson Investors est le nom sous lequel les produits et services de gestion sont fournis par les entités identifiées dans les juridictions suivantes : (a) en Europe, par Janus Capital International Limited (immatriculée sous le numéro 3594615), Henderson Global Investors Limited (906 355), Henderson Investment Funds Limited (2 678 531), Henderson Equity Partners Limited (2 606 646) — (toutes inscrites et immatriculées en Angleterre et au Pays de Galles, dont le siège social est sis 201 Bishopsgate, Londres EC2M 3AE, et réglementées par la Financial Conduct Authority) et Henderson Management S.A. (B22848, sise 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Luxembourg et réglementée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier). (b) aux États-Unis, par des conseillers en investissement enregistrés auprès de la SEC qui sont des filiales de Janus Henderson Group plc. (c) Au Canada, par Janus Capital Management LLC uniquement aux investisseurs institutionnels dans certaines juridictions. (d) à Singapour, par Janus Henderson Investors (Singapore) Limited (199 700 782N). Cette annonce ou publication n'a pas été vérifiée par l'Autorité monétaire de Singapour. (e) à Hong Kong par Janus Henderson Investors Hong Kong Limited. Ce document n'a pas été vérifié par la Securities and Futures Commission de Hong Kong. (f) à Taiwan R.O.C. par Janus Henderson Investors Taiwan Limited (société indépendante), Suite 45 A-1, Taipei 101 Tower, No. 7, Sec. 5, Xin Yi Road, Taipei (110). Tél : (02) 8101-1001. Licence SICE approuvée numéro 023, délivrée en 2018 par la Commission de surveillance financière. (g) au Japon, par Janus Henderson Investors (Japan) Limited, réglementé par l'Agence des services financiers et enregistré en tant que société d'instruments financiers exerçant des activités de gestion d'investissement, de conseil en investissement et d'intermédiaire et des activités de type II dans le domaine des instruments financiers. (h) en Australie, par Janus Henderson Investors (Australia) Limited (ABN 47 124 279 518) et ses personnes morales liées, notamment Janus Henderson Investors (Australia) Institutional Funds Management Limited (ABN 16 165 119 531, AFSL 444266) et Janus Henderson Investors (Australia) Funds Management Limited (ABN 43 164 177 244, AFSL 444268).

Janus Henderson, Janus, Henderson, Intech, Alphagen, VelocityShares, Knowledge Shared, Knowledge. Shared et Knowledge Labs sont des marques déposées de Janus Henderson Group plc ou de l'une de ses filiales. © Janus Henderson Group plc.