

Perspectives obligataires

Thèmes et implications trimestrielles du pôle mondial obligataire, matières premières et devises

Auteur



Bob Michele

Directeur mondial de la gestion du pôle obligataire, matières premières et devises et co-responsable du Comité d'investissement de la gestion d'actifs

Synthèse

- Si la récession reste notre scénario central, nous avons légèrement abaissé sa probabilité à 55 % car les banques centrales ont besoin de temps pour « éponger » l'accumulation des mesures de relance prises pendant tant d'années. Nous avons à l'inverse augmenté la probabilité d'une croissance inférieure à la tendance à 40 %, alors que les scénarios de crise et de croissance supérieure à la tendance restent inchangés, à 5 % et 0 % respectivement.
- Selon nous, la Réserve fédérale voudra attendre que l'inflation sous-jacente se rapproche de 2 % et que le chômage remonte à 4 % avant de réduire ses taux. Même si nous doutons d'un retour de l'inflation à 2 % sans une récession, il est peu probable qu'elle débute avant 2024.
- Nos prévisions sont soumises à un risque majeur : les banques centrales pourraient perdre patience en attendant que les politiques monétaires se répercutent sur l'économie et elles pourraient les durcir bien plus que ne l'anticipe le marché.
- Nous préférons actuellement les titres adossés à des créances hypothécaires (MBS) émis par des agences ont actuellement nos préférences. Nous essaierons de profiter du retour du rendement pour augmenter la durée des portefeuilles via des titres de grande qualité.

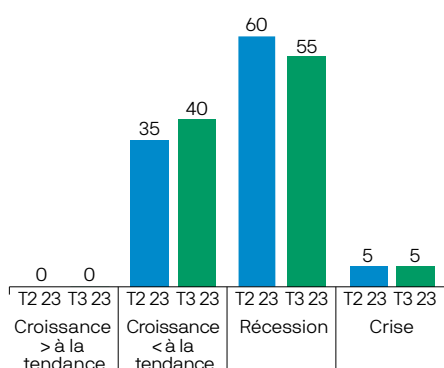
Arrêt au stand !

Notre Comité d'investissement trimestriel de juin s'est tenu à Columbus, dans l'Ohio, une semaine après la pause belliciste annoncée par la Réserve fédérale (Fed), malgré un ton toujours aussi ferme. Après 10 hausses de taux consécutives totalisant 500 points de base (pb), la banque centrale a décidé qu'il était temps de faire une pause pour évaluer si le resserrement des conditions monétaires commençait réellement à freiner la croissance et à réduire les pressions inflationnistes.

Selon la désormais tristement célèbre « Synthèse des projections économiques » de la Fed (et le graphique en points qui l'accompagne), deux nouvelles hausses de taux de 25 pb sont anticipées d'ici la fin de l'année. Les banquiers centraux ne sont manifestement pas à l'aise avec la persistance de l'inflation sous-jacente et s'abstiendront cette fois-ci de la qualifier de « transitoire » !

Nos équipes ont effectué une analyse profonde des données et ont tenté de décrypter le contexte macroéconomique. Comme lors des cycles précédents, les données et les opinions étaient contrastées. Alors que de très nombreux indicateurs ont enregistré des niveaux qui ne s'observent qu'en période de récession, le chômage et l'inflation ont rappelé que la Fed avait encore du pain sur la planche. En définitive, les banques centrales ont peut-être eu raison de faire une pause et d'attendre quelques mois pour évaluer l'impact cumulé et décalé du resserrement monétaire. Le président de la Fed, Jerome Powell, a ainsi décidé que c'était le bon moment, car l'économie a besoin que les responsables monétaires procèdent à des ajustements indispensables de fin de cycle - comme lorsqu'une équipe rappelle au stand son pilote de Formule 1 lancé à grande allure, pour apporter rapidement des ajustements techniques à son véhicule. Il s'agit

Probabilité des scénarios (%)



Source : J.P. Morgan Asset Management. Opinions en date du 21 juin 2023.

souvent d'un moment décisif lors d'une course, connu sous le nom d'« arrêé au stand ». Notre réunion a surtout porté sur les conséquences probables de cette stratégie et sur la réaction potentielle de l'économie et des marchés.

Environnement macroéconomique

Avec du recul, si nous avons su que les banques centrales procéderaient à autant de hausses de taux (env. 5 000 pb sur les marchés développés et près de 28 000 pb sur les marchés émergents depuis janvier 2021), ainsi qu'à un resserrement quantitatif aussi significatif, nous aurions pensé que l'économie mondiale serait déjà tombée en récession à l'heure qu'il est. Si l'on ajoute à cela la crise du secteur des fonds de pension britanniques en septembre dernier et la crise des banques régionales aux États-Unis en mars, nous aurions cru que les banques centrales seraient déjà en train de réduire leurs taux d'intérêt.

Au lieu de cela, la croissance de l'emploi reste vigoureuse, l'inflation sous-jacente persiste et les banques centrales ont encore l'intention d'augmenter les taux.

L'inversion des courbes de taux depuis plusieurs trimestres, les signaux d'alerte des modèles de récession et l'effondrement des coûts des facteurs de production ne semblent pas avoir une importance particulière. La Fed a réaffirmé qu'elle ne pourrait pas proclamer sa victoire tant que l'inflation sous-jacente ne retomberait pas à 2 %, ce qui semble lointain. La consommation reste le principal moteur de l'économie américaine. Malgré la hausse des données relatives aux demandes d'allocations chômage, le taux de chômage reste faible et l'épargne excédentaire des ménages est toujours globalement supérieure aux niveaux de 2019. En outre, le fléchissement du marché du logement s'est interrompu, ce qui tend à démontrer la résilience de la consommation. En dehors des États-Unis, la situation n'est pas différente et, dans certains cas, elle est même pire. L'inflation reste élevée au Royaume-Uni et en Europe, ce qui a contraint la Banque d'Angleterre et la Banque centrale européenne à annoncer des hausses de taux marquées.

Si nous ne pouvons pas ignorer l'impact différé du resserrement monétaire, nous pouvons prendre les banques centrales au mot quant à leur engagement à ramener l'inflation à 2 %. Nous doutons que l'inflation puisse être ramenée à ce niveau sans une récession, mais celle-ci ne semble pas imminente. Nous tablons sur une récession au début de l'année 2024. Bien que la Fed réduise souvent ses taux avant le début d'une récession, la situation pourrait cette fois-ci être différente. Comme en 1981, alors que l'inflation était élevée et que la crédibilité de la Fed était remise en question, les banquiers centraux pourraient attendre que la récession soit une quasi-certitude avant d'être convaincus que l'inflation est maîtrisée et que les taux peuvent finalement être abaissés. Selon nous, la Fed vaudra attendre une inflation sous-jacente avoisinant les 2 % et un taux de chômage proche de 4 % avant de réduire ses taux.

Le dénominateur commun de toutes les récessions précédentes a été l'élimination d'une surabondance de financements bon marché. Compte tenu de l'ampleur des mesures budgétaires et monétaires prises lors de la

pandémie de COVID-19, l'élimination des liquidités encore abondantes et bon marché prend tout simplement plus de temps que prévu. Une tendance au ralentissement existe bel et bien, mais le niveau global d'activité est encore trop soutenu.

Prévisions en termes de scénario

La récession reste notre scénario central, mais sa probabilité est passée de 60 % à **55 %**. Si les banques centrales se sont engagées à ramener l'inflation à 2 % et sont prêtes à sacrifier l'économie pour y parvenir, notre comité d'investissement sait qu'il faut plus de temps pour « éponger » l'accumulation des mesures de relance prises pendant tant d'années. Certains indicateurs avancés, dont la fiabilité est validée de longue date, continuent de suggérer qu'une récession reste très probable.

La probabilité d'une croissance inférieure à la tendance a été relevée de 35 % à 40 %. Il s'écoule en moyenne un an entre la dernière hausse des taux et la récession. Durant cette période, l'impression globale sera celle d'un atterrissage en douceur de l'économie. Cela se produira selon nous une fois que la Fed aura indiqué que son cycle de resserrement est terminé. Un atterrissage en douceur semble un vœu pieu, mais les marchés pourraient anticiper un tel scénario en attendant la récession.

Les probabilités de 5 % et de 0 % accordées respectivement aux scénarios de crise et de tendance supérieure à la tendance sont restées inchangées. Les autorités monétaires ont montré, lors de la crise des banques régionales américaines, qu'elles se tenaient prêtes à intervenir rapidement pour « limiter la casse » en cas de chocs ponctuels. D'autre part, aucune donnée ne laisse présager une forte accélération de la croissance.

Risques

Nos prévisions sont soumises à un risque majeur : que les banques centrales perdent patience en attendant que les effets décalés des politiques monétaires se répercutent sur l'économie et qu'elles les durcissent bien plus que ne l'anticipe le marché. L'objectif impérieux de ramener l'inflation à 2 % ne tient pas compte du nombre croissant de données suggérant que l'économie mondiale est déjà en récession, ou qu'elle s'en approche rapidement. Un durcissement excessif de la politique monétaire risque non seulement de faire éclater les bulles intenable qui se sont formées (crypto, actions même, croissance à tout prix, SPAC, etc.) mais aussi de déclencher une série de conséquences imprévues (par exemple, la crise des banques régionales).

Nous surveillons également trois points de tension majeurs. Malgré la stabilisation de la situation, les problèmes du système bancaire régional ne sont pas résolus. Les taux de vacance élevés dans les bureaux, dans les quartiers d'affaires nous semblent également préoccupants. Enfin, on constate de plus en plus que le volume des emprunts à taux variable dans les entreprises américaines (prêts bancaires, capitaux privés, etc.) exerce des pressions sur le plan opérationnel et entraîne des faillites.

Implications en matière de stratégie

Nous nous sommes longuement demandé si nous devons nous exposer aux actifs risqués en général, et aux obligations à haut rendement en particulier. Aux niveaux actuels,

nous pensons que le marché du haut rendement anticipe un atterrissage en douceur mais qu'il ne pourrait pas suffisamment nous protéger si une récession se concrétisait conformément à nos prévisions. Nous avons donc décidé de profiter des moindres hausses des rendements pour augmenter la durée des portefeuilles via des titres de grande qualité.

Nous avons notamment décidé de nous exposer aux titres adossés à des créances hypothécaires (MBS) émis par des agences. Alors que les aspects techniques du dégonflement du bilan de la Fed, de la vente des portefeuilles de titres de la FDIC et de la baisse de la demande des banques sont défavorables, les valorisations des MBS sont au plus bas depuis le pic atteint lors de la crise financière mondiale.

La dette des marchés émergents en devise locale est également intéressante. Malgré ses bonnes performances depuis le début de l'année, le secteur reste mal aimé et sous-exploité par les acheteurs de titres de la catégorie crossover.

Conclusion

Les événements des trois derniers mois n'auraient pas dû nous surprendre. Après des mois marqués par un resserrement monétaire agressif, une crise bancaire régionale s'est produite, suivie d'une intervention radicale

des autorités, provoquant un sentiment de soulagement qui a entraîné un rebond des actifs risqués. La situation bancaire semblait pour l'instant être maîtrisée, les banques centrales se concentrent à nouveau sur la lutte contre l'inflation. Néanmoins, les signes de récession s'accumulent, même si elle pourrait n'intervenir qu'au premier trimestre 2024. Accroître aujourd'hui l'exposition au risque revient à grappiller des gains modestes face à un rouleau compresseur.

Probabilités des scénarios et implications en termes d'investissement : T3 2023

Chaque trimestre, les gérants de portefeuille principaux et les spécialistes sectoriels du pôle obligataire, matières premières et devises de J.P. Morgan se réunissent afin de formuler notre point de vue commun à l'égard de l'évolution à court terme (sur les trois à six prochains mois) des marchés obligataires. A l'occasion de ces discussions, nous avons examiné l'environnement macroéconomique et analysons chaque secteur sur la base de trois principaux facteurs de recherche : les fondamentaux, les valorisations quantitatives et la dynamique en matière d'offre et de demande. Le tableau ci-dessous synthétise nos prévisions en vue de divers scénarios possibles, notre évaluation de la probabilité de chacun d'entre eux et leurs implications macroéconomiques, financières et de marché.

	Croissance		Contraction	
	Supérieure à la tendance	Inférieure à la tendance	Récession	Crise
Probabilité	0 %	40 %	55 %	5 %
Évolution par rapport au trimestre précédent	Inchangée	+5 %	-5%	Inchangée
Facteurs	L'inflation et la croissance des salaires ralentissent sans pour autant augmenter le chômage ; les conditions financières s'assouplissent et la croissance réaccélère	Le cycle de resserrement pèse sur la croissance, mais la solidité financière des ménages, des entreprises et des collectivités locales prolongent l'expansion de l'économie L'abondance des liquidités et l'épargne restante retardent une contraction de type récessionniste	Les indicateurs avancés s'avèrent corrects, avec une stagnation des créations d'emplois et une augmentation du chômage Les spreads des obligations d'entreprises s'élargissent, comme lors des récessions précédentes Les liquidités et l'épargne excédentaires sont épuisées ; les effets cumulés et décalés du resserrement monétaire pèsent à la fois sur les ménages et les entreprises	L'inflation reste persistante, ce qui entraîne la poursuite d'un resserrement marqué des politiques des banques centrales L'épargne des ménages et les fonds dédiés aux obligations des administrations locales retombent en-deçà de leurs niveaux pré-pandémie, tandis que les entreprises sont contraintes de renouveler les échéances à des taux exorbitants, ce qui témoigne des fragilités actuelles et fait plonger le prix des actifs risqués
Environnement monétaire et budgétaire	Les banques centrales arrêtent temporairement de relever les taux en raison du ralentissement de la croissance des salaires et des prix	Conscientes des effets cumulés et décalés du resserrement monétaire, les banques centrales suspendent leurs hausses de taux, mais conservent un biais restrictif pour lutter contre l'inflation persistante	Le fléchissement de la croissance et le reflux de l'inflation entraînent un assouplissement de la politique des banques centrales et une baisse des rendements des emprunts d'État	Dans leurs efforts pour freiner l'économie, les banques centrales procèdent à un resserrement trop agressif
Marchés et positionnement	Surperformance des actifs risqués, en particulier des obligations à haut rendement, des titres investment grade de moindre qualité et de la dette faiblement notée des pays émergents	Surperformance des obligations d'entreprises de bonne qualité et du crédit titrisé Surperformance des marchés de taux en devise locale et des taux de change des pays émergents	Surperformance des instruments obligataire de bonne qualité (MBS d'agences, emprunts d'État des marchés développés et crédit titrisé)	L'inversion des courbes de taux souverains s'amplifie Surperformance des devises de réserve et des liquidités

Source : J.P. Morgan Asset Management. Opinions en date du 21 juin 2023. MBS : titres adossés à des créances hypothécaires.

Les opinions, les estimations, les projections et les prises de position relatives aux tendances des marchés financiers reposant sur les conditions de marché actuelles, nous sont propres et sont susceptibles de changer à tout moment sans préavis. Rien ne garantit qu'elles se révéleront exactes.

Construire des portefeuilles obligataires plus performants avec J.P. Morgan Asset Management

Nous avons élaboré et développé nos compétences en matière de gestion obligataire en ayant à l'esprit un seul et unique objectif : constituer des portefeuilles plus performants qui répondent aux besoins de nos clients. Aujourd'hui, nous sommes l'un des tout premiers gérants obligataires au monde.

Des perspectives variées, des solutions intégrées :

- Accédez aux capacités d'une équipe internationalement intégrée de professionnels de l'investissement et à notre recherche interne qui couvre l'analyse fondamentale, quantitative et technique.
- Bénéficiez d'idées pratiques destinées à vous aider à investir avec conviction, de nos perspectives macroéconomiques et de marché régulières jusqu'à nos outils de construction de portefeuilles obligataires.
- Faites votre choix parmi une large gamme de solutions axées sur les performances et ayant pour but de répondre à tous vos besoins obligataires.
- Appuyez-vous sur la réussite confirmée de l'un des plus importants gérants obligataires au monde et doté d'une vaste expérience acquise au sein de l'ensemble des régions et cycles de marché.

Prochaines étapes

Pour de plus amples informations, veuillez contacter votre interlocuteur J.P. Morgan Asset Management.

Dans le cadre de la réglementation MiFID II, les programmes JPM Market Insights et JPM Portfolio Insights sont des outils de communication marketing et ne relèvent pas des obligations de la MiFID II et du MiFIR spécifiquement liées à la recherche en investissement. Par ailleurs, les programmes JPM Market Insights et JPM Portfolio Insights ne constituent pas une recherche indépendante, ils n'ont pas été préparés conformément aux obligations légales destinées à promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement et ne sont soumis à aucune interdiction de négociation en amont de la diffusion de la recherche en investissement.

Il s'agit d'un document de communication fourni à titre purement informatif. Il est à caractère éducatif et n'a pas vocation à être considéré comme un conseil ni comme une recommandation à l'égard d'un produit d'investissement, d'une stratégie, d'une caractéristique de placement ou à toute autre fin dans une quelconque juridiction, ni comme l'engagement de J.P. Morgan Asset Management ou de l'une de ses filiales à participer à l'une des transactions mentionnées. Les exemples cités sont d'ordre générique et hypothétique, et sont fournis à titre d'illustration uniquement. Ce document ne comporte pas d'informations suffisantes pour étayer une décision d'investissement et nous vous conseillons de ne pas le considérer comme base d'évaluation d'un investissement dans des titres ou produits financiers. En outre, il est conseillé aux utilisateurs de procéder à une évaluation indépendante des conséquences juridiques, réglementaires, fiscales, de crédit et comptables et de déterminer, avec l'aide de leur propre conseiller, si les investissements mentionnés dans le présent document sont adaptés à leurs objectifs personnels. Les investisseurs doivent s'assurer de disposer de toutes les informations existantes avant de prendre leur décision. Toute prévision, donnée chiffrée ou technique et stratégie d'investissement évoquée est présentée à titre d'information exclusivement, sur la base de certaines hypothèses et des conditions de marché actuelles. Elles sont soumises à modification sans préavis.

Toutes les informations présentées sont considérées comme exactes à la date de rédaction, mais aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude et aucune responsabilité n'est assumée en cas d'erreur ou d'omission. Nous attirons votre attention sur le fait que la valeur des placements et le revenu que ces derniers génèrent sont susceptibles de fluctuer en fonction des conditions de marché et des conventions fiscales et il se peut que les investisseurs ne récupèrent pas la totalité des sommes investies. Les performances et les rendements passés ne préjugent pas des résultats actuels et futurs. J.P. Morgan Asset Management est le nom commercial de la division de gestion d'actifs de JPMorgan Chase & Co et son réseau mondial d'affiliés. Veuillez noter que si vous contactez J.P. Morgan Asset Management par téléphone, vos conversations sont susceptibles d'être enregistrées et contrôlées à des fins juridiques, de sécurité et de formation. Les informations et les données que vous nous communiquerez ponctuellement seront collectées, stockées et traitées par J.P. Morgan Asset Management dans le respect de la Politique de confidentialité www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy. Ce document est publié par JPMorgan Asset Management (Europe) S.à.r.l. European Bank & Business Centre, 6 route de Trèves, L-2633 Senningerberg, Grand Duché de Luxembourg, R.C.S. Luxembourg B27900, capital social EUR 10.000.000. Émis en France par JPMorgan Asset Management (Europe) S.à.r.l. – Succursale de Paris -14 place Vendôme, 75001 Paris -Capital social : 10 000 000 euros - Inscrite au RCS de Paris, n°492 956 693.

© 2023 JPMorgan Chase & Co. Tous droits réservés.

LV-JPM54349 | 06/23 | FR | 09kx232906142545