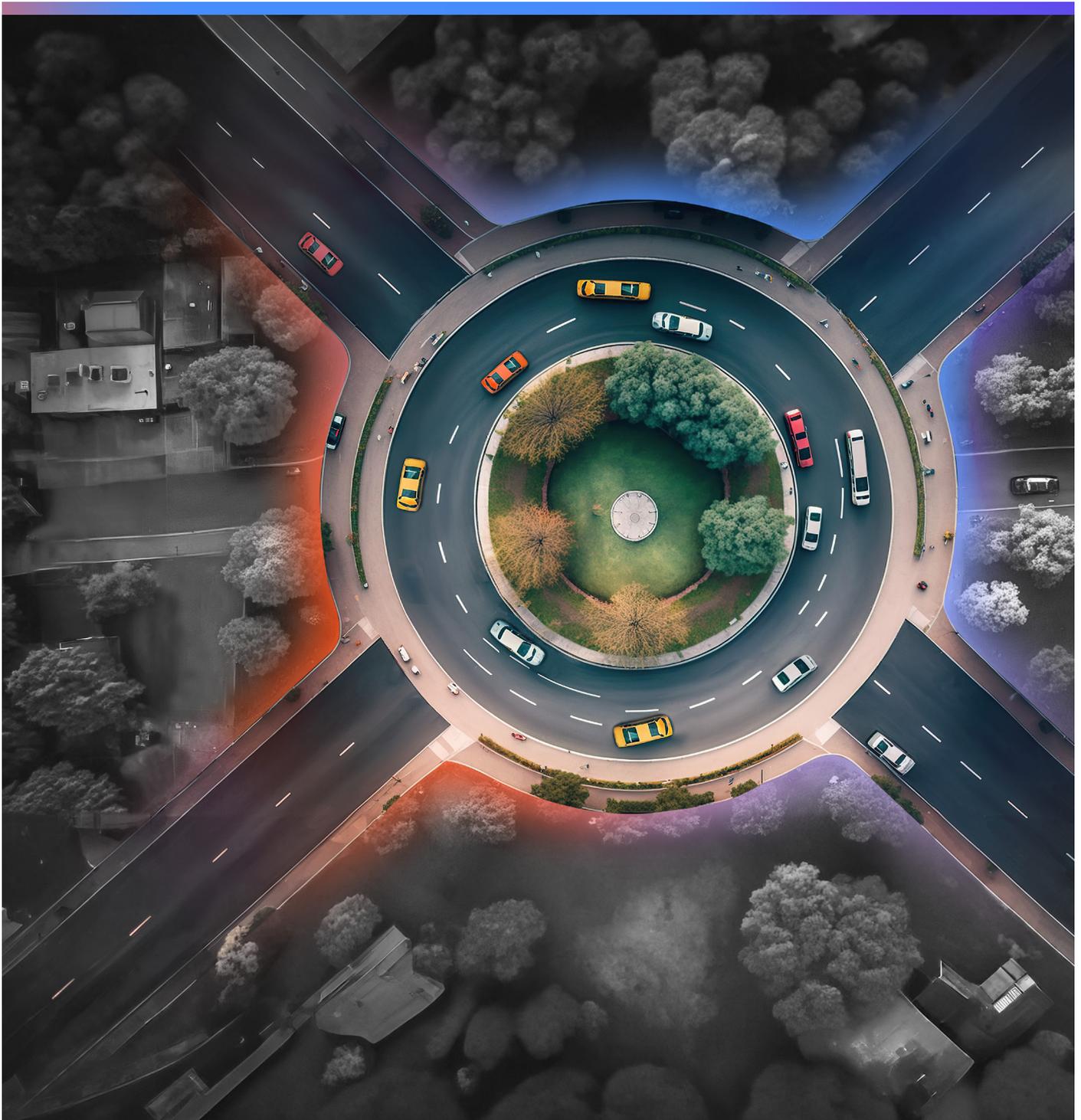


Macro Perspectives

Points de vue divergents sur l'évolution économique



Introduction



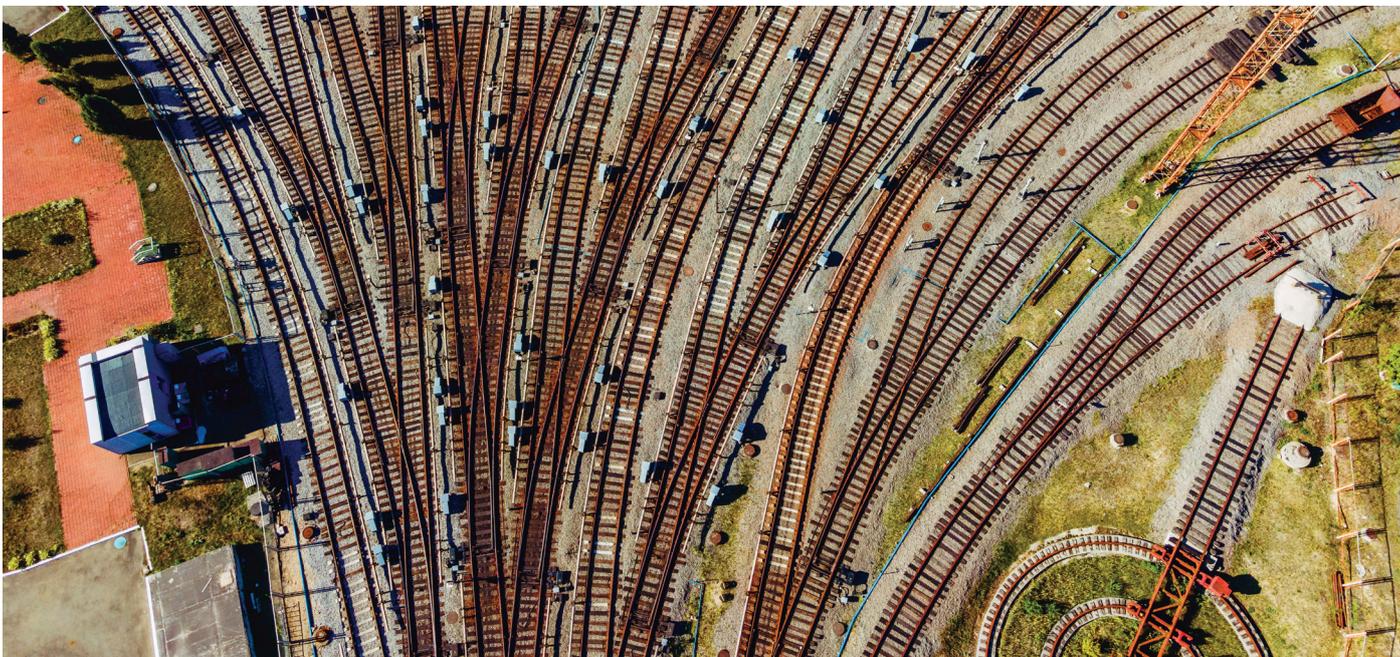
Stephen Dover, CFA
Chief Market Strategist,
Head of the Franklin
Templeton Institute

La métaphore de la température (trop chaud, trop froid, juste ce qu'il faut ?) se prête parfaitement aux questions qui se posent dans le contexte actuel du marché. Sommes-nous en surchauffe, avec un risque d'inflation et de bulle ? Le moteur de l'économie est-il trop froid, avec une croissance anémique et un risque de stagnation ? Ou bien sommes-nous au contraire dans la situation idéale si difficile à trouver, où les choses sont exactement comme elles doivent l'être, pour le moment du moins ? Nous avons récemment organisé une discussion pour permettre aux économistes venus des quatre coins de notre entreprise d'exprimer leurs différentes opinions et réflexions sur ces questions.

Notre panel de discussion pour cette édition de *Macro Perspectives* a réuni John Bellows, Portfolio Manager, Western Asset Management ; Sonal Desai, Chief Investment Officer, Franklin Templeton Fixed Income ; Michael Hasenstab, Chief Investment Officer, Templeton Global Macro ; et Paul Mielczarski, Head of Global Macro Strategy, Brandywine Global.

Voici les principaux éléments que je retiens de cette discussion :

- **L'économie américaine s'est montrée plus résiliente que prévu, principalement grâce aux facteurs suivants :**
 - La baisse de l'inflation a stimulé les revenus réels et le pouvoir d'achat ;
 - L'excédent d'épargne constitué durant la pandémie a également favorisé les dépenses ;
 - Nous avons connu un basculement après différentes perturbations causées par la pandémie, par exemple un rebond de la production et des ventes de voitures grâce à l'atténuation de la pénurie de puces ; et
 - Le marché du travail a bien résisté et pourrait se renforcer plus largement encore si les travailleurs du secteur automobile en grève obtiennent les augmentations de salaire qu'ils revendiquent.
- **Des risques importants existent et notre panel est divisé quant à la persistance de la résilience de l'économie américaine.** Bon nombre des facteurs qui soutiennent la résilience économique des États-Unis commencent à s'estomper. Les remboursements des prêts étudiants aux États-Unis vont reprendre au quatrième trimestre 2023, ce qui constituera probablement un frein aux dépenses. La poursuite des dysfonctionnements gouvernementaux pourrait être défavorable à la croissance. On observe généralement un retard d'un à deux ans entre la hausse des taux d'intérêt et son impact sur la croissance de l'emploi. La Réserve fédérale (Fed) a commencé ses hausses de taux il y a environ 18 mois, ce qui indique qu'un ralentissement est plus probable à l'avenir. Les membres du panel ont exprimé des opinions divergentes quant au maintien de la résilience, et la capacité des États-Unis à éviter une récession.
- **La croissance économique en Europe et en Chine a été plus lente que prévu.** L'Europe a éprouvé de grandes difficultés à se remettre du choc commercial de l'année passée après l'invasion de l'Ukraine par la Russie. La faiblesse en Europe pourrait refléter l'impact du resserrement politique par la Banque centrale européenne. La Chine a affronté de nombreux défis, y compris une baisse des activités liées au logement, ce qui met à mal les bilans des entreprises et des collectivités locales. Cette période de faible croissance en Chine ajoute une impulsion désinflationniste à l'économie mondiale.



- **Les cours du pétrole ne devraient pas avoir d'incidence significative sur l'inflation de base.** À l'heure actuelle, la hausse des prix du pétrole est liée à une variation de l'offre causée par des baisses de production et les tensions géopolitiques. Cette hausse va gonfler l'inflation globale à court terme, mais elle aura probablement moins d'impact sur l'inflation de base. Par ailleurs, la situation est différente de l'année dernière, quand les prix de toutes les matières premières avaient grimpé en même temps. Nous n'observons actuellement pas cette hausse simultanée des autres matières premières.
- **L'incertitude qui entoure les menaces récentes d'une éventuelle mise à l'arrêt des services publics américains met en évidence les défis à long terme de la stabilité budgétaire.** Le Congrès américain est toujours incapable de trouver des accords de compromis. Les charges d'intérêt représentent un gros pourcentage du budget et vont encore augmenter sous l'effet de la hausse des taux. Étant donné qu'une grande partie des émissions d'obligations d'État se situent à l'extrémité courte de la courbe en raison d'une plus forte demande pour ces instruments, le budget dans son ensemble est exposé à la hausse des taux à mesure que les obligations arrivent à échéance et sont réémises aux taux actuels.
- **Avec la hausse des taux, déplacer des positions du portefeuille depuis les liquidités vers l'obligataire semble intéressant.** L'obligataire crée un rendement total en générant un revenu, et pas uniquement sur la base des variations de cours. Ces titres apportent ainsi une contribution stable et régulière au rendement du portefeuille. Par ailleurs, l'obligataire est un actif de diversification et devrait afficher à l'avenir une corrélation attendue faible avec les actions.
- **Où se situent les opportunités dans les titres obligataires ?** Les membres du panel ont donné des points de vue souvent similaires, mais parfois divergents, par exemple :
 - **Globalement, le panel convient que l'obligataire est très intéressant par rapport aux 15 dernières années et par rapport aux autres classes d'actifs.** Ses membres estiment que c'est maintenant un bon moment pour investir les liquidités dormantes dans des obligations ;

- **Obligations Investment-grade.** La qualité du crédit reste élevée, car les bilans des entreprises restent sains. Ceci crée un potentiel de rendement total plus sûr, quelle que soit la durée ;
- **Obligations High Yield.** La volatilité sera probablement d'actualité au cours des 18 prochains mois, car le risque de crédit est perçu comme plus élevé. Mais les obligations high yield assorties d'une notation plus élevée offrent des rendements ajustés au risque intéressants.
- **Titres adossés à des créances hypothécaires (MBS) d'agence.** Aux États-Unis, tous les membres du panel conviennent que les MBS offrent une opportunité intéressante. Les taux de ce secteur sont plus élevés que ceux des obligations investment grade avec un risque de défaut moindre. Et leur volatilité est moindre ;
- **Dettes des marchés émergents.** L'accent est mis sur les obligations des marchés émergents dans les pays qui viennent occuper la place laissée par la Chine dans les échanges directs avec les États-Unis. C'est le cas notamment de l'Inde, du Vietnam, de l'Indonésie et de certaines parties de l'Amérique latine ; et
- **Marchés développés internationaux.** Dans les marchés développés, on trouve des opportunités dans l'obligataire — le Japon par exemple. Ces opportunités (comme les obligations des marchés émergents) tireront leur épingle du jeu en cas de fléchissement du dollar américain (pour les investisseurs en titres obligataires libellés dans les devises locales).



Sources d'inquiétudes :

Voici quelques-uns des thèmes clés que nos économistes suivent de près :

Les décalages de politique de la banque centrale

Les tours de vis de la Fed ces 18 derniers mois auront probablement un effet décalé sur l'économie. Toutefois, le marché de l'emploi — avec les ménages — a été très résilient et pourrait en absorber les impacts.

Impasse gouvernementale américaine

Le dysfonctionnement du gouvernement américain pourrait conduire à des problèmes sans fin de déficit budgétaire et à une absence d'action politique. Des amortisseurs de chocs budgétaires pourraient manquer dans le cas d'un ralentissement économique.

Préoccupations géopolitiques

Les guerres en Ukraine et au Proche-Orient présentent un risque pour l'économie mondiale et les perspectives d'inflation. Mais les récentes hausses du cours du pétrole ne se sont pas pour l'instant propagées à l'économie dans son ensemble.

Au-delà de l'économie chinoise

L'ajustement du secteur du logement en Chine a plombé la croissance, et entrave largement les bilans des entreprises et des collectivités locales. Si le commerce sino-américain constitue l'un des principaux risques, selon nous, les lignes bougent et offrent des opportunités exceptionnelles, en particulier en Inde, en Indonésie, en Thaïlande, au Vietnam ou au Mexique. Ces pays peuvent offrir un environnement commercial et économique stable.

Les points de vue élargis de notre table ronde

États-Unis : résilience économique

Paul, commençons par vous. Selon vous, l'économie américaine est un peu sur la pente descendante, n'est-ce pas ?

Paul : En début d'année, de nombreux investisseurs pensaient que l'économie américaine serait maintenant en récession. À mon avis, cette idée a vraiment évolué au cours des trois à quatre derniers mois en raison de la résilience à court terme de l'économie. Pour moi, cette résilience s'explique par plusieurs facteurs. La baisse de l'inflation a stimulé les revenus réels et le pouvoir d'achat. Un certain niveau de support budgétaire, combiné à l'épargne excédentaire accumulée pendant la pandémie, est encore à l'œuvre dans l'économie. Certaines perturbations liées à la pandémie sont encore en voie de résolution, dont la demande accumulée de services et un rebond de la production et de la vente d'automobiles. Mais je pense également que les marchés sont allés trop loin dans leur projection d'une croissance solide pérenne à l'avenir. Les risques sont beaucoup trop orientés à la baisse. Bon nombre des facteurs qui sous-tendent la résilience des États-Unis commencent à s'estomper. La reprise des remboursements des prêts étudiants aux États-Unis constituera probablement un frein aux dépenses des ménages. Les hausses violentes des cours du pétrole et des taux des hypothèques devraient peser sur la croissance à l'avenir. La Réserve fédérale américaine (Fed) s'est engagée dans le cycle de resserrement monétaire le plus draconien depuis le début des années 1980. On observe généralement un retard d'un à deux ans entre l'évolution des taux d'intérêt et son impact sur l'économie. Étant donné que la Fed a commencé ses hausses de taux d'intérêt il y a environ 18 mois, nous pensons qu'une grande partie de l'impact est encore à venir.

Sonal, pouvez-vous nous donner votre opinion sur l'impact de la hausse des taux ? Êtes-vous d'accord avec Paul ?

Sonal : Je pense que l'économie américaine va connaître un léger tassement, mais pour moi, il n'existe pas nécessairement de risques de baisse pour la croissance. Les consommateurs sont un peu plus résilients que ce qu'anticipaient la plupart des gens en début d'année. Et je pense qu'ils vont faire encore preuve d'une certaine résilience en grande partie en raison de la vigueur du marché de l'emploi. L'évolution de l'inflation du pic de 9,5 % à environ 4 % a été très rapide. Mais cette baisse ne posait pas de grande difficulté. Je pense que l'inflation pourrait en fait s'avérer plus tenace que ce que beaucoup attendent et rester à un niveau plus élevé que ce que la Fed aimerait. Une des raisons est liée aux salaires dont je parlais. L'indice de suivi de la croissance des salaires de la Fed d'Atlanta s'établissait à 5,3 % en août, par exemple. Et les grèves en cours du syndicat United Auto Workers donneront probablement un signal fort si les travailleurs

« **Donc, globalement, je ne pense pas que la croissance va beaucoup souffrir. Mais je ne pense pas non plus que l'inflation va redescendre à 2 % dans un avenir proche. »**

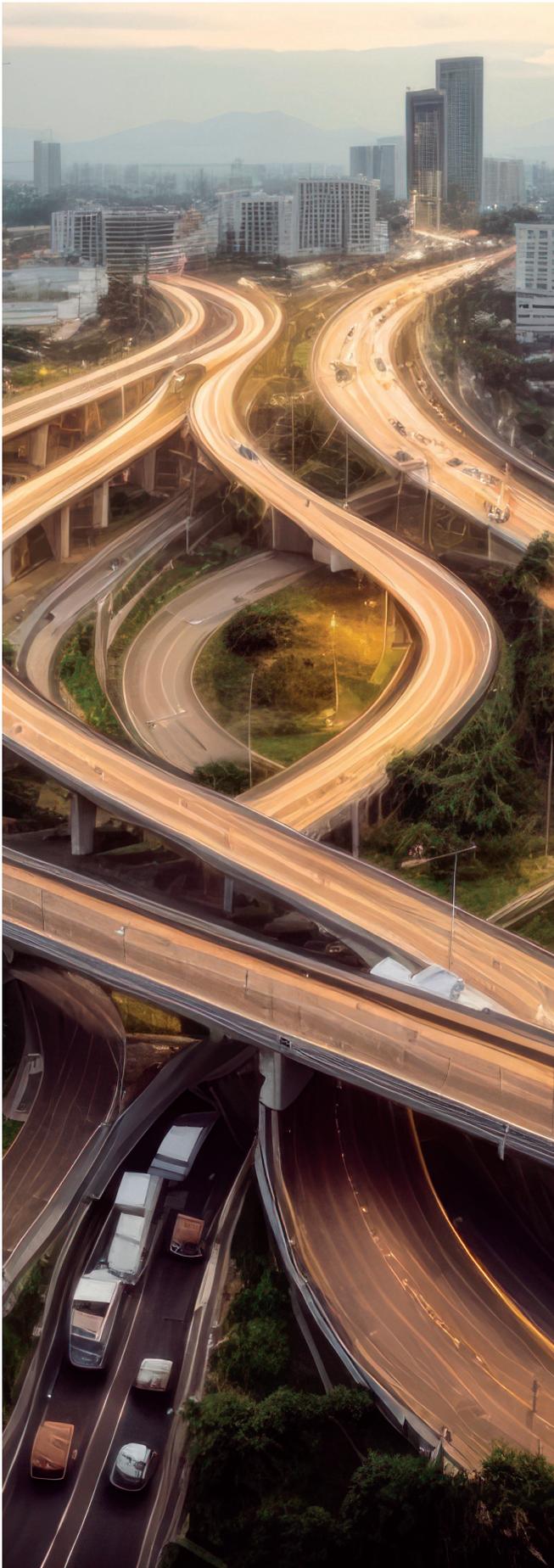
Sonal Desai

obtiennent les hausses de salaire qu'ils demandent. Je pense qu'un accord dans ce secteur pourrait envoyer un signal à de nombreux autres syndicats, dont celui des enseignants qui est important.

De même, la politique budgétaire est très expansionniste. Le déficit budgétaire devrait augmenter à près de 2 000 milliards de dollars américains cette année, contre environ 1 000 milliards l'an dernier. Et pour finir, je ne suis pas d'accord avec l'idée que la politique monétaire est à l'heure actuelle trop restrictive. La Fed remonte ses taux depuis un bon moment et je constate que l'économie, certes, est au-delà du plein emploi, mais qu'elle ne donne des signes de rééquilibrage qu'à la marge. Il ne s'agit pas d'un tassement, mais d'un rééquilibrage du marché de l'emploi qui reste plus vigoureux qu'avant le COVID. Selon moi, nous assisterons peut-être à un peu plus de tassement de l'économie américaine, mais notre équipe n'y croit pas vraiment à court terme et nous pensons que ce pourrait être pour après le quatrième trimestre de cette année. Mais pour moi, ce n'est pas un « atterrissage en douceur », car je crois que l'inflation restera trop élevée pour correspondre à cette définition. Un véritable atterrissage en douceur verrait l'inflation redescendre à environ 2 %, sans causer de dommage à la croissance. Donc, globalement, je ne pense pas que la croissance va beaucoup souffrir. Mais je ne pense pas non plus que l'inflation va redescendre à 2 % dans un avenir proche.

Sonal, vous avez dit, en ce qui concerne la politique monétaire américaine, que la hausse des taux d'intérêt jusqu'à présent n'a pas été assez restrictive. Pouvez-vous nous en dire plus ?

Sonal : Les taux d'intérêt américains ont augmenté de 550 points de base (pb)¹ au-dessus de leur niveau d'il y a environ deux ans. Pour mémoire, ils étaient nuls à l'époque. Mais, ceci étant dit, l'économie américaine devrait avoir plus ralenti au regard de la magnitude des hausses de taux. Jusqu'à il y a un an, nous pensions que les anticipations de politique monétaire ou les retards sur celle-ci s'étaient en fait raccourcis, et non rallongés. Et si nous n'en voyons pas encore les impacts, je peux dire que l'économie est résiliente. Nous avons abordé certaines des raisons de la résilience, dont les solides tendances de l'emploi. Les propriétaires sont résilients.



Nombre d'entre eux, si ce n'est leur majorité, ont sécurisé des taux d'hypothèque lorsque ceux-ci étaient inférieurs à 4 %. Ainsi ils ne sont pas aussi vulnérables qu'en 2007–2008 à l'amorce de la crise financière mondiale. Des facteurs séculaires comme les transferts intergénérationnels de patrimoine sont également à l'œuvre. Les baby-boomers sont la génération la plus nombreuse et alors qu'ils prennent leur retraite ou décèdent, un patrimoine assez important est transmis aux générations suivantes. Il faut se souvenir que des années 1950 à la crise financière mondiale, les taux réels aux États-Unis étaient compris entre 2 % et 2,5 %. Si on ajoute une inflation de 2 %, on arrive facilement à un taux des fonds fédéraux de 4,5 %. Donc, le niveau actuel est-il restrictif ? Il existe de nombreuses raisons pour au moins en débattre. Et si on ajoute, disons 100 pb de primes de terme, on peut facilement imaginer les bons du Trésor à 10 ans tendre vers un rendement de 5,5 %. Nous n'y sommes pas encore, mais je pense que le rendement des bons du Trésor à 10 ans pourrait encore augmenter.

John, quelle est votre principale inquiétude en ce qui concerne la trajectoire de la croissance ?

John : Si le modèle d'affaires évolue au cours des prochaines années aux États-Unis, je crains que les amortisseurs de choc budgétaire utilisés dans le passé ne soient d'aucune utilité. Si l'économie tombe en récession, les pouvoirs publics seront peu enclins à donner des aides aux ménages et encore moins à financer des projets d'infrastructures. Cela signifie que la politique budgétaire sera encore plus dure par rapport au passé. Aujourd'hui, l'expansion est encore de mise, et tout le monde s'inquiète de la politique budgétaire souple. Mais si l'environnement change, c'est la politique budgétaire stricte qui commencera à nous inquiéter. Cette idée d'un Congrès bloqué ou dans l'impasse peut évoluer dans les deux sens. Le problème de demain pourrait être un choc qui demandera une expansion budgétaire, mais cet amortisseur habituel ne sera pas à disposition. C'est là une préoccupation à laquelle nous devons réfléchir en ce qui concerne la croissance.

Les opinions divergent sur l'inflation et les taux d'intérêt

John, reprenons avec vous. Quelle est votre opinion en ce qui concerne l'inflation et les taux d'intérêt ?

John : Nous sommes optimistes quant à la capacité de la Fed à atteindre sa cible d'inflation de 2 %. Manifestement, l'environnement inflationniste a été difficile l'an dernier. Mais la plupart des questions se sont plus ou moins résolues d'elles-mêmes. Les difficultés de la chaîne d'approvisionnement se résolvent. Le marché de l'emploi se rééquilibre. Par conséquent, les chiffres de l'inflation se sont bien améliorés. À cette époque l'an dernier, l'indice américain des prix à la consommation (IPC) de base était autour de 5–6 %. Au cours des trois derniers mois, il était en

moyenne de 2,4 %.² Ce n'est toujours pas la cible de 2 % de la Fed. Donc je conviens que nous avons un problème de type « dernier kilomètre » et nous devons réfléchir à comment parcourir ce dernier kilomètre. Je pense que c'est faisable dans les 12 prochains mois environ.

Évidemment, la volatilité est élevée sur les marchés et les rendements pourraient augmenter. Mais je pense que les taux à long terme recèlent à l'heure actuelle beaucoup de valeur. C'est-à-dire qu'ils sont selon moi dans la partie haute de la fourchette. Avec le temps, je pense qu'ils vont baisser. Cette année, la volatilité des rendements des bons du Trésor a été normale par rapport à ce qui se passe dans l'environnement de risque et pour les actifs risqués. En mars et avril de cette année, les rendements des bons du Trésor à 10 ans étaient d'environ 3,2 %. Les gens s'inquiétaient des problèmes des banques et d'une récession. Ils ont donc acheté des actifs « refuges » comme des bons du Trésor dans un environnement d'aversion au risque. Au cours de l'été, l'économie américaine s'est avérée résiliente et les marchés sont passés en mode d'appétence au risque. On le constate clairement avec les écarts de crédit du segment investment-grade qui sont proches de leur niveau le plus serré cette année. Dans un environnement optimiste ou d'aversion au risque, la demande d'actifs refuges est moindre et les gens revoient à la hausse leurs attentes d'inflation et de croissance. Si nous continuons à avoir un environnement économique favorable associé à une croissance résiliente, alors les rendements des bons du Trésor semblent quelque peu élevés. D'un autre côté, si nous devons revenir à une période caractérisée par des inquiétudes sur la croissance, la Fed pourrait intervenir.

John, nous savons que vous et Sonal avez des opinions divergentes sur les taux à long terme. Pouvez-vous nous en dire plus à ce sujet ?

John : L'autre chose que je voudrais mentionner — Sonal et moi avons eu une conversation musclée et toujours en cours sur ce qu'est le taux à plus long terme adéquat. Je pense que l'essentiel en est déjà reflété sur le marché. Les taux à terme des bons du Trésor à 30 ans sont à l'heure actuelle supérieurs à 4 %. L'estimation de la Fed est que sur le long terme le taux des fonds fédéraux se stabilisera à 2,5 %. La Fed pourrait revoir ce chiffre à la hausse, à 2,75 % ou même 3 %. Mais le marché est encore 100 pb au-dessus. Je pense que ce qui se passe est que le marché a déjà intégré bon nombre des arguments que Sonal a présentés en faveur de taux plus élevés. À l'avenir, si l'environnement de risque devait évoluer, je pense qu'il y a une possibilité d'une baisse importante des rendements obligataires.

Paul, êtes-vous préoccupé par la récente hausse des cours du pétrole ? Peut-elle modifier votre opinion en ce qui concerne l'inflation et l'économie ?

Paul : La première question est de savoir ce qui motive cette hausse des cours du pétrole. S'agit-il d'une forte demande

mondiale ou d'un problème d'offre ? En ce qui concerne les trois ou quatre derniers mois, je pense qu'on peut dire sans trop de risque que c'est un problème d'offre. Début juillet, l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP), avec la Russie, a décidé de fortement réduire sa production. Le début de la guerre au Proche-Orient a fait grimper les risques de nouvelles perturbations de l'offre. En termes d'impact, l'inflation globale va probablement augmenter au cours des prochains mois. Mais je ne pense pas que les cours du pétrole se transmettront beaucoup à l'inflation de base, car la demande mondiale n'est pas particulièrement forte. Pour en revenir à l'économie, la récente hausse des coûts de l'énergie pourrait en fait être un choc négatif important pour la croissance, car elle vient s'ajouter à une très forte hausse des taux d'intérêt.

Les membres du panel décèlent différentes opportunités

Paul, comment vos opinions économiques se traduisent-elles en opportunités d'investissement ?

Paul : Nous pensons qu'il existe de bonnes raisons de privilégier l'obligataire américain. Il est difficile de dire si le pic absolu des rendements est atteint, mais nous sommes dans une zone où les investisseurs devraient augmenter leur allocation obligataire. L'inflation de base semble en passe d'atteindre l'objectif de 2 % fixé par la Fed. Les marchés du travail reviennent rapidement à l'équilibre, ce qui devrait se traduire par une croissance plus faible des salaires. La croissance mondiale commence à baisser, Chine et Europe en tête. La croissance américaine s'est montrée résiliente jusqu'à présent, mais nous nous attendons à un ralentissement de la croissance une fois que les effets retardés de la politique monétaire commenceront à se faire sentir.

Les obligations sont attrayantes en termes absolus. Le rendement réel américain à 10 ans à 2,5 % est à l'heure actuelle environ 70 pb au-dessus des estimations à long terme de la croissance du produit intérieur brut (PIB). Au cours des 25 dernières années, les rendements réels ont rarement évolué au-dessus des estimations de tendance de croissance. Les obligations sont attrayantes par rapport aux actions, les rendements des obligations

« **Nous pensons qu'il existe de bonnes raisons de privilégier l'obligataire américain. Il est difficile de dire si le pic absolu des rendements est atteint, mais nous sommes dans une zone où les investisseurs devraient augmenter leur allocation obligataire. »**

Paul Mielczarski

américaines investment grade étant, pour la première fois depuis 20 ans, supérieurs au rendement des bénéfiques à terme des actions américaines.

Nous préférons la partie intermédiaire de la courbe américaine (les obligations à échéance de cinq à sept ans), car les rendements sont intéressants. La Fed a probablement fini de relever ses taux et l'attention va se porter sur le calendrier du cycle d'assouplissement. Bien que la Fed soit optimiste pour l'instant, elle pourrait rapidement changer d'avis en cas de signes manifestes de faiblesse du marché de l'emploi. La partie intermédiaire de la courbe est moins sensible aux incertitudes qui entourent le niveau approprié de la prime à terme et les effets de l'augmentation à long terme de la dette publique sur les taux d'équilibre. Dans un scénario d'atterrissage en douceur, les obligations à échéance de cinq à sept ans devraient générer des performances décentes, mais elles pourraient avoir des difficultés à faire mieux que les liquidités. Toutefois, ces titres se redresseront fortement en cas de ralentissement plus marqué de la croissance ou d'un choc financier plus grave.

Nous pensons que les titres d'agence adossés à des créances hypothécaires (MBS) sont la véritable opportunité de valorisation du revenu fixe. Ils donnent une exposition grosso modo à la partie à cinq ans de la courbe. Leurs rendements sont supérieurs à ceux des obligations investment grade, mais sans risque de défaut et la volatilité de leur performance est généralement largement inférieure.

À vous à présent, Sonal. Où décelez-vous des opportunités ? Cela a-t-il du sens d'abandonner maintenant ses liquidités ou ses certificats de dépôt ?

Sonal : J'ai en fait tendance en ce moment à apprécier les obligations à durée courte — pour être plutôt liquide et court. Ceci étant, je crois que d'autres parties de la courbe présentent quelques excellentes opportunités. Nous donnons aussi la préférence aux MBS d'agence, mais sous réserve que la Fed ait arrêté ses achats et qu'une partie du soutien technique ait été retiré de ce segment. Mais nous apprécions ce segment et nous apprécions le segment investment grade depuis un moment. Nous avons choisi de façon très opportuniste des titres high yield, car les écarts sont extrêmement étroits en ce moment et le rendement global semble attrayant. Les taux courts ont été si

« **Alors que nous discutons de possibilités de générer des revenus, j'aimerais souligner que les marchés émergents peuvent également générer du revenu pour les portefeuilles. »**

John Bellows

élevés que nous pensons qu'il est difficile de dire que les gens devraient purement et simplement sortir de la partie courte de la courbe et des transactions à court terme. Mais nous estimons qu'ils devraient y penser.

On peut dire que l'obligataire américain recèle de la valeur absolue aujourd'hui. Le fait que j'estime que les rendements vont encore un peu augmenter ne contredit pas le fait qu'il existe de meilleures opportunités dans l'obligataire maintenant par rapport à ce que nous avons connu pendant au moins 15 ans à certains égards. Nous pensons qu'aujourd'hui est une excellente période pour commencer à construire cette partie d'un portefeuille. Je voudrais encore souligner qu'à mon avis, l'économie sous-jacente n'est pas en berne. Je n'irais pas jusqu'aux prêts bancaires, mais je n'anticipe pas un effondrement massif des sociétés. Et si on peut accepter la volatilité qui frappera probablement au cours des 12 à 18 prochains mois, les obligations high yield offrent de très intéressantes performances. La santé des sociétés est en fait plutôt bonne à l'heure actuelle. Il y a donc beaucoup de poches au sein des obligations qui semblent attrayantes. Mais pour résumer, je pense que c'est probablement maintenant le bon moment d'investir les très attrayantes liquidités.

John, nous savons que votre opinion est quelque peu différente et que vous favorisez une légère surpondération de la durée, sans excès toutefois. Où décelez-vous alors des opportunités en ce moment ?

John : Beaucoup d'investisseurs ont des liquidités, et ce choix a été le bon pendant les derniers trimestres, voire les 18 derniers mois. La question est donc de savoir quand et pour quelle raison investir ces liquidités. Il convient de garder à l'esprit deux questions. Tout d'abord, lorsque l'on investit ses liquidités, existe-t-il des possibilités d'augmenter son revenu ? Les MBS d'agence et les obligations investment grade offrent traditionnellement des moyens de grande qualité d'y parvenir. Le high yield et les prêts bancaires sont de qualité un peu moindre, mais devraient aussi donner la possibilité de générer du revenu dans un portefeuille. Donc, si l'on pense aux liquidités et à des alternatives, je pense que l'idée de générer un peu de revenu avec une légère exposition au crédit est un bon départ. En ce qui concerne la durée, la décision est plus difficile, mais il faut y réfléchir. Nous sommes surpondérés à la durée, et une partie de notre raisonnement repose sur le fait que les rendements disponibles maintenant — les rendements des bons du Trésor à 10 ans sont à environ 4,5 % — sont assez attrayants par rapport à ce que les liquidités devraient rapporter, selon nous, dans 10 ans. À un moment ou à un autre, l'inflation que nous connaissons va refluer et les taux des liquidités seront bien moindres. Nous pensons que plusieurs secteurs obligataires recèlent de la valeur pour le revenu et nous estimons également que les rendements des bons du Trésor sont à l'heure actuelle élevés. Il nous semble une bonne idée de verrouiller les taux actuels de 4,5 %.



Alors que nous discutons de possibilités de générer des revenus, j'aimerais souligner que les marchés émergents peuvent également générer du revenu pour les portefeuilles. L'évolution des marchés émergents pendant ce cycle est très différente des cycles précédents. Dans certains cas, les banques centrales de marchés émergents ont fortement relevé leurs taux, ce qui crée une opportunité de revenu. Ceci étant, il faut être très prudent avec l'exposition aux devises, qui a tendance à être volatile. Il existe une prime de risque de marchés émergents, mais globalement, pour moi, c'est là une autre source de revenu que les investisseurs devraient envisager lorsque le bon niveau de contrôle de la volatilité est en place.

Une économie mondiale fragile ?

Élargissons la focale au-delà des États-Unis. Paul, quel est votre point de vue et pourquoi ?

Paul : Nous avons discuté de la bonne surprise aux États-Unis cette année. Mais il est évident que les croissances chinoise et européenne ont déçu. C'est en fait un peu surprenant, car l'an dernier, l'Europe avait subi un énorme choc des conditions des échanges après l'invasion russe en Ukraine. Les prix de l'énergie avaient commencé à reculer en fin d'année dernière et en début d'année nous aurions pu compter sur un rebond un peu plus marqué de la croissance. Nous avons pu en voir quelques esquisses en fin d'année dernière et en début d'année, mais rien ne s'est concrétisé au cours du dernier ou des deux derniers trimestres. Le resserrement de la politique de la Banque centrale européenne pourrait expliquer en partie cette évolution. J'estime également que, sans le fantastique soutien budgétaire des deux dernières années, la croissance de l'économie américaine

pourrait plus ressembler à celle de l'Europe. On peut même dire que le caractère exceptionnel de la croissance américaine est en fait la traduction de la politique budgétaire exceptionnellement accommodante qui pourrait soutenir la croissance américaine à court terme. Mais, selon moi, à moyen terme, le prix à payer sera le caractère pérenne des déficits budgétaires élevés, des déficits de la balance courante obstinément plus élevés et une pression en vue d'un rééquilibrage budgétaire. Tout ceci a globalement été favorable au dollar américain au cours du dernier trimestre ou des deux derniers trimestres, mais à moyen terme, nous sommes plutôt défavorables au dollar.

L'ajustement du secteur du logement en Chine est encore une forte entrave à la croissance et le déclin des activités liées au logement entrave largement les bilans des entreprises et des collectivités locales. Donc, globalement, nous estimons que cette période de faible croissance en Chine ajoute une impulsion désinflationniste supplémentaire à l'économie mondiale.

Les arguments en faveur de la diversification : l'orientation du dollar est importante

Michael, vous êtes un gérant au niveau mondial. Où se trouvent, à votre avis, les opportunités dans le monde ?

Michael : Aux États-Unis, en particulier, je pense que la dernière décennie a été celle d'un biais pour le pays. Ce biais a véritablement limité la capacité des investisseurs à bien se diversifier et il existe à l'heure actuelle de nombreuses opportunités hors des États-Unis tant sur les marchés développés que sur les marchés émergents. Évidemment, les investisseurs ont besoin d'évaluer leurs propres tolérances au risque, car les risques diffèrent.

En Asie, d'intéressantes opportunités se trouvent au Japon ainsi qu'en Inde. Pendant presque 30 ans, le Japon a croupi dans ce qu'on a appelé les décennies perdues. Mais de nombreux changements commencent à se combiner de façon, qui, selon nous, conduira à un environnement très différent au cours de la prochaine décennie. Le Japon commence à connaître une hausse des salaires à des niveaux inédits depuis quelque temps. L'inflation et la croissance réelles se font sentir dans le contexte de déploiement de capital qui stagnait auparavant dans les bilans des entreprises, mais n'était pas utilisé, car les sociétés étaient de fait rémunérées à ne rien faire grâce à la déflation.

Avant le COVID, environ deux cents milliards de dollars étaient investis directement chaque année en Chine. Ce n'est plus le cas. Ce capital d'investissement est désormais disponible pour d'autres opportunités dans un monde en pleine transition d'échanges mondiaux à des échanges plus régionaux et des échanges sécurisés (délocalisation proche et délocalisation en territoire ami). Ainsi, d'autres pays d'Asie et d'ailleurs qui offrent des conditions stables et un environnement d'investissement relativement favorable semblent présenter d'intéressantes options pour cet investissement. Ceci pourrait conduire à une frénésie d'activité dans les pays destinataires qui peuvent être des pays comme l'Inde ou l'Indonésie ou certains pays d'Amérique latine.

« **Globalement, nous estimons que les investisseurs — où qu'ils vivent — devraient se demander s'ils ont un biais de pays d'origine sans exposition mondiale et s'il serait judicieux aujourd'hui d'élargir leur horizon et de se diversifier. Il est impossible d'éliminer le risque. Tout portefeuille contiendra toujours des risques. Mais essayer de se diversifier sur différentes régions et différents pays peut aider à limiter ce risque. »**

Michael Hasenstab

Globalement, nous estimons que les investisseurs — où qu'ils vivent — devraient se demander s'ils ont un biais de pays d'origine sans exposition mondiale et s'il serait judicieux aujourd'hui d'élargir leur horizon et de se diversifier. Il est impossible d'éliminer le risque. Tout portefeuille contiendra toujours des risques. Mais essayer de se diversifier sur différentes régions et différents pays peut aider à limiter ce risque. Quand on va sur les marchés émergents, les investisseurs doivent tenir compte de la prime de risque. Mais ces risques peuvent également être compensés via des rendements plus élevés ou un potentiel de performance plus élevé.

Expliquez-nous un peu plus pourquoi le dollar américain ne s'est pas affaibli. Car lorsque nous avons discuté en fin d'année dernière, de nombreux économistes prédisaient que cette année serait celle d'un dollar plus faible.

Michael : Les prédictions à court terme sur les marchés financiers sont rarement justes, il faut donc toujours être très prudent à cet égard. Mais en ce qui concerne le dollar américain, je pense qu'il nous faut être conscients d'une combinaison de facteurs structurels et de facteurs cycliques qui s'allient à la valorisation. Les facteurs structurels incluent un énorme déficit budgétaire qui se creuse encore — et la menace d'un arrêt du gouvernement est un signal des problèmes de la santé budgétaire américaine sous-jacente. Les États-Unis souffrent également de déficits commerciaux. Tels sont les facteurs structurels qui existent depuis un moment déjà. Mais les facteurs cycliques en faveur du dollar — à savoir la solide croissance et les taux d'intérêt en hausse — les ont masqués au cours des deux dernières années. Ainsi, si l'économie américaine affiche une croissance plus lente en sus de ces facteurs structurels alliés à un pic des taux d'intérêt, le dollar pourrait perdre de sa superbe. Au cours des 12 derniers mois, la hausse des taux d'intérêt a eu tendance à soutenir le dollar. Mais il faut se demander si nous sommes en fin de parcours alors que nous approchons du pic des taux — et si tel est le cas, le facteur cyclique qui était favorable au dollar disparaît.

Il est toujours difficile de donner un calendrier, et les devises ont tendance à ne pas réagir immédiatement, elles ont un certain retard. Les facteurs macroéconomiques doivent d'abord agir avant qu'elles s'ajustent et elles ne varient pas non plus linéairement. Mais lorsqu'elles évoluent, elles peuvent le faire de façon assez violente. Je pense donc que les gens devraient décider s'ils veulent suivre une tendance ou tenter de la devancer.

Notes de fin

1. Un point de base (pb) est un centième de point de pourcentage (1/100 % ou 0,01 %).
2. Source : WhiteHouse.gov. Depuis août 2023.

À propos de Macro Perspectives

Macro Perspectives permet au Franklin Templeton Institute de mettre en avant des économistes de la société qui dissèquent les grands thèmes macroéconomiques qui font l'actualité des marchés. L'Institute a pour mission de fournir des analyses basées sur la recherche, des avis d'experts et d'organiser des événements à la pointe du secteur pour les clients et les investisseurs du monde entier grâce à l'expertise diversifiée de nos groupes d'investissement autonomes, de nos partenaires universitaires de premier plan et de notre empreinte mondiale unique.

Deux publications connexes de l'Institute sont les Allocation Views publiées par Franklin Templeton Investment Solutions, qui exposent nos meilleures réflexions sur la construction de portefeuilles multiactifs, et les Global Investment Outlook produites par le Franklin Templeton Institute, dans lesquelles les gestionnaires de toute l'entreprise présentent leur vision du marché.

Contributeurs



Paul Mielczarski
Head of Global Macro Strategy
Brandywine Global



Sonal Desai, Ph.D.
Chief Investment Officer
Franklin Templeton Fixed Income



John Bellows, Ph.D.
Portfolio Manager
Western Asset



Michael Hasenstab, Ph.D.
Chief Investment Officer
Templeton Global Macro

QUELS SONT LES RISQUES ?

Tout investissement comporte un risque, notamment celui de ne pas récupérer le capital investi.

Les titres obligataires exposent leurs détenteurs aux risques de taux d'intérêt, de crédit, d'inflation et de réinvestissement, ainsi qu'à une possible perte de capital. Quand les taux d'intérêt augmentent, la valeur des titres obligataires diminue. Les **obligations à haut rendement à notation peu élevée** présentent une volatilité des cours, un manque de liquidité et un risque de défaillance plus élevés. **Les titres adossés à des actifs, à des créances hypothécaires ou en rapport avec de telles créances** sont soumis à des risques de remboursement anticipé et de prorogation. **Les titres de dette souveraine** comportent divers risques, en plus de ceux des titres de créance et des titres étrangers en général, notamment, mais sans s'y limiter, le risque qu'un organisme public soit réticent ou incapable d'assurer le service en intérêts et en principal de sa dette souveraine.

Les titres de capital sont sujets à des fluctuations de cours et peuvent occasionner une perte de capital.

Les **investissements internationaux** sont sujets à des risques spéciaux, dont les fluctuations des devises, ainsi que les incertitudes sociales, économiques et politiques qui peuvent en accentuer la volatilité. Ces risques sont amplifiés dans les **marchés émergents**. La participation du gouvernement à l'économie reste importante et, par conséquent, les investissements en **Chine** seront soumis à des niveaux de risque réglementaire plus élevés que dans de nombreux autres pays.

Les stratégies de gestion des devises peuvent générer des pertes si l'évolution des devises ne correspond pas aux anticipations.

La gestion active n'offre aucune garantie de gains ni aucune protection contre les baisses du marché.

MENTIONS LÉGALES IMPORTANTES

Ce document est fourni uniquement dans l'intérêt général et ne saurait constituer un conseil d'investissement individuel, une recommandation ou une incitation à acheter, vendre ou détenir un titre ou à adopter une stratégie d'investissement particulière. Il ne constitue pas un conseil d'ordre juridique ou fiscal. Ce document ne peut pas être reproduit, distribué ou publié sans l'autorisation écrite préalable de Franklin Templeton.

Les opinions exprimées sont celles des gérants mentionnés et les commentaires, opinions et analyses sont valables à la date de la publication et peuvent être modifiés sans préavis. Les hypothèses sous-jacentes et ces opinions sont susceptibles d'être modifiées en fonction des conditions du marché et autres et peuvent s'écarter de celles des autres gérants de portefeuille ou de la société dans son ensemble.

Les informations contenues dans ce document ne constituent pas une analyse complète des événements survenant dans les divers pays, régions ou marchés. Rien ne garantit qu'une prédiction, projection ou prévision concernant l'économie, les marchés actions, les marchés obligataires ou les tendances économiques des marchés se réalisera. La valeur des investissements et le revenu qui en découle sont susceptibles de varier à la hausse comme à la baisse et les investisseurs ne sont pas assurés de recouvrer l'intégralité des sommes placées. Les performances passées ne constituent pas nécessairement un indicateur ni une garantie des performances futures. Tout investissement comporte des risques, notamment celui de ne pas récupérer le capital investi.

Les recherches et analyses fournies dans le présent document sont mises à disposition par Franklin Templeton à ses propres fins et peuvent servir de base à des actions dans cette perspective et, à ce titre, sont diffusées incidemment. Des données de tierces parties peuvent avoir été utilisées dans la préparation de ce document et Franklin Templeton (« FT ») ne les a pas vérifiées, validées ni auditées de manière indépendante. Bien que les informations aient été obtenues à partir de sources que Franklin Templeton juge fiables, il n'est pas possible de garantir leur exactitude et ces informations peuvent être incomplètes ou condensées et sont susceptibles d'être modifiées à tout moment sans préavis.

La mention de titres individuels ne doit jamais constituer ou être interprétée comme une recommandation d'achat, de conservation ou de vente de titres et les informations relatives à de tels titres (le cas échéant) ne forment pas une base suffisante à partir de laquelle prendre une décision d'investissement. FT décline toute responsabilité en cas de perte due à l'utilisation de ces informations et la pertinence des commentaires, des opinions et des analyses contenus dans ce document est laissée à la seule appréciation de l'utilisateur.

Les produits, services et informations peuvent ne pas être disponibles dans toutes les juridictions et sont fournis en dehors des États-Unis par d'autres sociétés affiliées de FT et/ou leurs distributeurs, dans la mesure où la réglementation/législation locale l'autorise. Veuillez consulter votre conseiller financier ou votre interlocuteur Franklin Templeton pour toute information supplémentaire sur la disponibilité des produits et services dans votre juridiction.

Publié aux États-Unis par Franklin Templeton Distributors, LLC, One Franklin Parkway, San Mateo, Californie 94403-1906, (800) DIAL BEN/342-5236, franklintempleton.com—Franklin Templeton Distributors, LLC, membre FINRA/SIPC, est le distributeur principal des produits déposés aux États-Unis de Franklin Templeton qui ne sont pas assurés par la FDIC, peuvent perdre de la valeur, ne bénéficient pas de garanties bancaires et ne sont disponibles que dans les pays où une offre ou sollicitation de ces produits est autorisée en vertu de la législation ou réglementation en vigueur.

Canada : Publié par Franklin Templeton Investments Corp., 200 King Street West, Suite 1500, Toronto, ON, M5H3T4, Fax : (416) 364-1163, (800) 387-0830, www.franklintempleton.ca.

Territoires américains d'outre-mer : Aux États-Unis, cette publication est mise à la disposition des intermédiaires financiers uniquement par Franklin Distributors, LLC, member FINRA/SIPC, 100 Fountain Parkway, St. Petersburg, Floride 33716. Tél. : (800) 239-3894 (appel gratuit aux États-Unis), (877) 389-0076 (appel gratuit au Canada), et fax : (727) 299-8736. Les investissements ne sont pas assurés par la FDIC, peuvent perdre de la valeur et ne sont pas garantis par la banque. La distribution en dehors des États-Unis peut être effectuée par Franklin Templeton International Services S.à r.l. (FTIS) ou d'autres sous-distributeurs, intermédiaires, fournisseurs ou investisseurs professionnels engagés par FTIS pour distribuer des parts des fonds Franklin Templeton dans certaines juridictions. Il ne s'agit pas d'une offre de vente ni d'une sollicitation d'acquisition de titres dans une juridiction l'interdisant.

Publié en Europe par : Franklin Templeton International Services S.à r.l. – Supervisé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier - 8A, rue Albert Borschette, L-1246 Luxembourg. Tél. : +352-46 66 67-1 Fax : +352-46 66 76. **Pologne** : Publié par Templeton Asset Management (Pologne) TFI S.A. ; Rondo ONZ 1 ; 00-124 Varsovie. **Afrique du Sud** : Publié par Franklin Templeton Investments SA (PTY) Ltd, prestataire de services financiers autorisé. Tél. : +27 (21) 831 7400, Fax : +27 (21) 831 7422. **Suisse** : Publié par Franklin Templeton Switzerland Ltd, Stockerstrasse 38, CH-8002 Zurich. **Émirats arabes unis** : Publié par Franklin Templeton Investments (ME) Limited, agréée et régulée par l'autorité des services financiers de Dubaï. **Bureau à Dubaï** : Franklin Templeton, The Gate, East Wing, Level 2, Dubai International Financial Centre, P.O. Box 506613, Dubaï, Émirats arabes unis, Tél. : +9714-4284100, Fax : +9714-4284140. **Royaume-Uni** : Publié par Franklin Templeton Investment Management Limited (FTIML), siège social : Cannon Place, 78 Cannon Street, Londres EC4N 6HL. Tél. : +44 (0)20 7073 8500. Agréée et réglementée au Royaume-Uni par la Financial Conduct Authority.

Australie : Publié par Franklin Templeton Australia Limited (ABN 76 004 835 849) (titulaire de licence des services financiers australiens n° 240827), Level 47, 120 Collins Street, Melbourne, Victoria, 3000. **Hong Kong** : Publié par Franklin Templeton Investments (Asie) Limited, 17/F, Chater House, 8 Connaught Road Central, Hong Kong. **Japon** : Publié par Franklin Templeton Japan Co., Ltd., Shin-Marunouchi Building, 1-5-1 Marunouchi Chiyoda-ku, Tokyo 100-6536, enregistrée au Japon en tant qu'opérateur d'instruments financiers [Enregistrement n° The Director of Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Business Operator), n° 417]. **Corée** : Publié par Franklin Templeton Investment Trust Management Co., Ltd., 3rd fl., CCMM Building, 12 Youido-Dong, Youngdungpo-Gu, Séoul, Corée 150-968. **Malaisie** : Publié par Franklin Templeton Asset Management (Malaisie) Sdn. Bhd. & Franklin Templeton GSC Asset Management Sdn. Bhd. Le présent document n'a pas été examiné par la Securities Commission Malaysia. **Singapour** : Publié par Templeton Asset Management Ltd. enregistrée sous le n° (UEN) 199205211E, 7 Temasek Boulevard, #38-03 Suntec Tower One, 038987, Singapour.

Consultez le site www.franklinresources.com pour accéder au site Internet Franklin Templeton de votre région.

CFA® et Chartered Financial Analyst® sont des marques déposées de CFA Institute.