

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

- La récession et la croissance inférieure à la tendance sont désormais nos scénarios centraux à 50 % respectivement. Le scénario de croissance supérieure à la tendance reste à 0 % et le scénario de crise a été ramenée à 0 %.
- La croissance a ralenti et les pressions inflationnistes ont diminué, à tel point que l'économie américaine semble en phase d'atterrissage en douceur. Mais cet atterrissage en douceur laisserait-il simplement présager une récession future ?
- Le principal risque pesant sur nos prévisions serait un redémarrage de l'inflation et la reprise d'un cycle prolongé de hausse des taux des banques centrales.
- Selon nous, les instruments à courte échéance, à rendement élevé et générant des flux de trésorerie sont les plus adaptés pour composer avec l'incertitude qui va marquer les mois à venir. Nous préférons actuellement le crédit titrisé à courte durée.

Pas si vite !

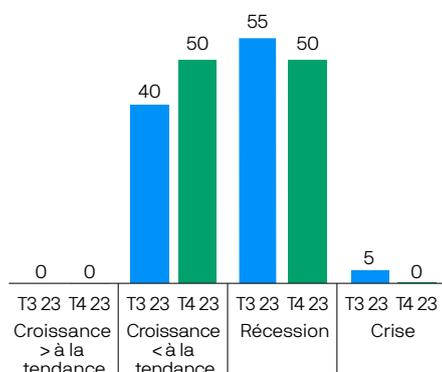
Notre Comité d'investissement trimestriel de septembre s'est tenu à Londres, en pleine période de réunions des banques centrales. Comme la plupart des indicateurs d'inflation et de croissance ont sensiblement ralenti au cours de l'année écoulée, notre débat a dû ressembler à celui de nombreux comités de politique monétaire : L'inflation a-t-elle suffisamment baissé pour autoriser une pause, ou de nouvelles hausses de taux sont-elles nécessaires ? Peut-on maîtriser l'inflation sans provoquer de récession ? Les investisseurs se trouvent clairement dans une période inconfortable de statu quo, dans l'attente de connaître les répercussions du resserrement monétaire sur l'économie et les marchés, dont les impacts décalés sont souvent longs et variés. L'opinion qui avait dominé sur les marchés pendant une bonne partie de l'année, à savoir que cette phase se terminerait par une récession, a fait place à l'idée d'un probable atterrissage en douceur, comme en 1995.

Les membres de notre Comité se sont dit perplexes face à la dissipation de nos prévisions de récession aux États-Unis d'ici la fin de l'année. La résilience des entreprises et des ménages va à l'encontre des données qui s'accumulent et qui ont toujours été des indicateurs fiables d'une récession. Alors que le marché hésite entre les deux scénarios, la Réserve fédérale (Fed) et un nombre croissant de banques centrales ont peut-être raison de dire : « Pas si vite ! ». Le moment de faire une pause d'environ un trimestre est peut-être venu, dans l'espoir de se faire une idée plus précise des impacts décalés, longs et variables des politiques monétaires récentes.

Environnement macroéconomique

Notre Comité a convenu que la croissance avait ralenti et que les pressions inflationnistes avaient diminué, à tel point que l'économie américaine serait en phase d'atterrissage en douceur. L'IPC (indice de prix à la consommation) sous-jacent annualisé sur trois mois est retombé à 2,4 %, contre 5 % lors des quatre

Probabilité des scénarios (%)



Source : J.P. Morgan Asset Management. Opinions en date du 20 septembre 2023.

derniers mois, tandis que la croissance de l'emploi non-agricole (moyenne mobile sur trois mois) a ralenti, passant de plus de 300 000 créations de postes six mois plus tôt à un peu plus de 150 000. Mais l'économie américaine est-elle simplement en train de s'établir durablement à tels niveaux ou s'apparente-t-elle à un atterrissage en douceur avant une récession ?

Historiquement, une inversion de la courbe des taux (3 mois-10 ans), un durcissement des conditions de crédit et une contraction des emplois temporaires dans le secteur des services ont tous été des indicateurs fiables d'une récession aux États-Unis. Si l'on ajoute à cela la pression subie par les consommateurs par la reprise du remboursement des prêts étudiants, l'épuisement de l'épargne excédentaire, la hausse des prix de l'énergie et l'augmentation des emprunts à des taux de financement nettement plus élevés, une récession semble inévitable. Enfin, l'Europe et le Royaume-Uni sont déjà au bord d'une récession, ce qui ne fait qu'aggraver la situation.

La croissance reste toutefois vigoureuse. La relance budgétaire impulsée par les différents programmes de dépenses en cours (à savoir les lois *CHIPS and Science Act*, *Infrastructure Investment and Jobs Act* et *Inflation Reduction Act*) constitue un facteur de soutien salubre. Les entreprises procèdent à nouveau à des dépenses d'investissement et la crise des banques régionales américaines a été résolue grâce au déploiement du programme de financement à terme des banques (*Bank Term Funding Program* - BTFP). Loin des frontières américaines, la Chine a mis en place une politique de relance afin d'atteindre une croissance de 5 % du PIB réel.

À l'échelle mondiale, un ralentissement généralisé de la croissance et des pressions inflationnistes est actuellement en cours. Mais un débat somme toute légitime demeure : le nombre record de mesures de relance budgétaire et monétaire a-t-il été suffisamment compensé par un nombre tout aussi impressionnant de mesures de resserrement monétaire pour ramener l'inflation à 2 % ? Alors que les banques centrales n'hésiteront probablement pas à nous rappeler qu'elles ne sont peut-être pas allées assez loin, il faudra rester attentif au risque de resserrement excessif des politiques monétaires.

Prévisions en termes de scénario

Une récession et une croissance inférieure à la tendance (atterrissage en douceur) sont devenus nos scénarios centraux respectifs (50 % chacun). La probabilité d'une récession a été abaissée de 5 % et celle d'une croissance inférieure à la tendance a été augmentée de 10 %. Il faut bien comprendre qu'au cours des trois à six prochains mois, la plupart des banques centrales ne modifieront pas leur politique et que les marchés oscilleront probablement entre l'anticipation d'un atterrissage en douceur et d'une récession, à mesure que les futures données économiques témoigneront des impacts décalés - longs et variables - des politiques monétaires. En cas de récession moyenne (baisse de 2 % du PIB réel), la croissance du PIB nominal américain resterait nulle (en supposant que l'objectif d'inflation de la Fed de 2 % soit atteint), ce qui ne serait pas si mal pour une

économie de 27 000 milliards de dollars. Autrement dit, la consommation annualisée de biens et de services pourrait encore s'élever à 27 000 milliards de dollars, donnant ainsi l'impression que certains pans de l'économie sont dynamiques, même en pleine phase de ralentissement.

Nous avons réduit la probabilité d'une crise de 5 % à 0 %. Avec du recul, la crise des banques régionales nous a montré que la moindre crise serait suivie d'une réaction vigoureuse de la part des autorités, réduisant ainsi de manière significative le risque systémique. Nous ne constatons actuellement aucun signal d'alerte notable.

La probabilité attribuée au scénario d'une croissance supérieure à la tendance est restée inchangée à 0 %. Les banques centrales ont retenu la leçon de 2021 et n'ont pas l'intention de créer les conditions à une nouvelle montée des pressions inflationnistes.

Risques

Le principal risque pesant sur nos prévisions serait un redémarrage de l'inflation obligeant les banques centrales à reprendre un cycle prolongé de hausse des taux. Les mesures massives de relance budgétaire et monétaire peuvent peut-être ne pas être suffisamment jugulées, alors que la génération des *Millennials* (et ses différentes cohortes) est devenue le groupe dominant en termes de revenus, de dépenses et d'épargne. La pénurie de main-d'œuvre et de logements dans les pays occidentaux ne peut que s'aggraver. Et si la Chine finit par se remettre complètement de l'impact de la pandémie, la pénurie de matériaux, de matières premières et de marchandises pourrait être importante.

Autre risque important, la normalisation de la politique monétaire au Japon. Si l'inflation se stabilise aux niveaux actuels, la Banque du Japon pourrait mettre fin aux politiques de contrôle de la courbe des taux et de taux d'intérêt négatifs, ce qui entraînerait un réajustement de la courbe des taux.

Si ce scénario devait se traduire par un rapatriement de capitaux, les prix des actifs pourraient chuter sur l'ensemble des marchés.

Implications en matière de stratégie

Notre Comité a estimé que la « prudence était mère de sûreté » et que les instruments à courte échéance, à rendement élevé et générant des flux de trésorerie étaient les plus adaptés pour lutter contre l'incertitude qui va marquer les mois à venir. Le crédit titrisé à courte durée est notre segment de marché favori, en raison de son rendement et de son mécanisme de rehaussement de crédit.

Lorsque certains membres du Comité ont proposé d'aller un peu plus loin sur la courbe des taux, ce sont les secteurs sous-évalués (dont les obligations d'entreprises notées BBB et les titres d'agences adossés à des créances hypothécaires) qui ont été privilégiés.

Plus largement, la dette des marchés émergents a eu quelques partisans, mais le haut rendement a été jugé trop onéreux, les spreads de crédit - très resserrés - ayant complètement intégré le scénario d'un atterrissage en douceur.

Conclusions

Opter pour une approche attentiste est difficile à accepter lorsque les marchés sont en perpétuel mouvement. Mais c'est précisément l'environnement que nous proposent les banques centrales. Un atterrissage en douceur et une récession sont deux environnements favorables aux obligations. Les rendements ont tendance à baisser après la dernière hausse des taux d'une banque centrale, ce qui génère d'importantes plus-values. Le marché va désormais se demander si la dernière hausse de taux a eu lieu et dans quel environnement l'économie est en train de basculer. Nous pensons toutefois que la hausse des rendements ces six derniers mois est une très bonne occasion pour acheter des obligations et qu'elle ne durera probablement pas aussi longtemps que la Fed l'affirme. Peut-être devrions-nous nous abstenir de déterminer « trop rapidement » la direction que prend l'économie, mais le moment est venu d'acheter des obligations pendant qu'elles sont proposées à la vente.

Probabilités des scénarios et implications en termes d'investissement : T4 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.

	Expansion		Contraction	
	Supérieure à la tendance Croissance du PIB mondial > 3,5 % inflation > 2 %	Inférieure à la tendance Croissance du PIB mondial entre 2 % et 3,5 % ; Inflation proche de 2 %	Récession Croissance du PIB mondial < 2 %	Crise Des mouvements houleux sur les marchés créent un impact systémique et un risque de perte extrême
Probabilité	0 %	50 %	50 %	0 %
Évolution par rapport au trimestre précédent	Inchangée	+10 %	-5 %	-5 %
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 émergents en devise locale	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 exprimées au 20 septembre 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

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-JPM54541 | 10/23 | FR | 0981230210072257