

Perspectives des marchés obligataires internationaux

Thèmes et implications, par le *Comité d'investissement trimestriel*
Obligations internationales, devises & matières premières

Auteur



Bob Michele

Directeur monde du pôle Obligations, devises et matières premières et co-Directeur du Comité d'investissement de la Gestion d'actifs

Synthèse

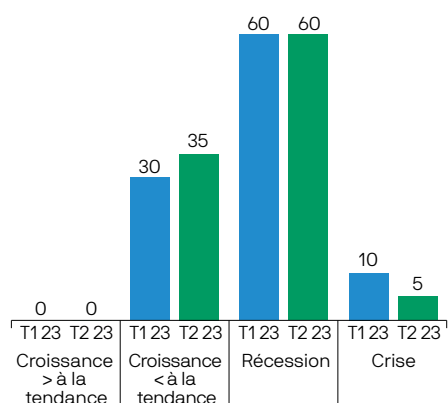
- La récession demeure notre scénario central auquel nous attribuons une probabilité de 60 %. Dans ce scénario, les banques centrales affirment qu'elles lutteront énergiquement contre l'inflation. Nous avons abaissé la probabilité du scénario de Crise à 5 % et relevé celui de Croissance inférieure à la tendance à 35 %. Ces ajustements traduisent notre prise en compte de la résilience de l'économie mondiale.
- Le resserrement monétaire le plus rapide depuis 1981 fragilise certaines composantes de l'économie, mais son impact plus large est atténué par la solidité financières des entreprises, le rattrapage de l'activité post-Covid, la réouverture de la Chine, et surtout l'épargne encore abondante résultant des mesures de relance excessives prises durant la pandémie.
- L'économie est menacée par la redoutable spirale prix-salaires. Les marchés ont intégré la poursuite du resserrement monétaire, mais jusqu'où la Réserve fédérale pourrait-elle aller ? Pour l'instant, nous anticipons des hausses de 25 points de base pour atteindre 5,5 %. Cependant, des taux directeurs de 6 % ou plus ne sont pas à écarter mais feraient plonger les marchés d'actifs risqués.
- Alors que nous nous dirigeons vers une contraction, notre meilleure idée consiste à renforcer les obligations de grande qualité sur la partie courte des courbes des taux, telles que les obligations d'entreprise investment grade de maturités courtes et les crédits titrisés. La dette émergente en devises locales et les titres adossés à des créances hypothécaires émis par des agences constituent également des segments d'opportunité.

Quel choc de taux ?

Notre Comité d'investissement trimestriel s'est tenu au mois de mars dernier à New York dans la foulée de l'intervention du président de la Réserve fédérale (Fed), Jerome Powell, devant le Congrès. Alors que les marchés tentaient de comprendre la persistance des chiffres étonnamment solides sur l'emploi et d'une inflation durable malgré le resserrement agressif de la Fed, Jerome Powell a délivré un message clairement restrictif. Peut-être qu'il a été frustré (comme nous) par les rares signes témoignant d'un impact de son resserrement monétaire. Peut-être s'est-il impatienté de ne pas encore voir les effets longs et variables du resserrement monétaire. Cela étant, il a entre-ouvert la porte à une réaccélération des relèvements de taux de 50 points de base, perspective de nature à faire trembler le marché.

Le groupe a consacré beaucoup de temps à étudier les données économiques et de marché, en essayant de comprendre l'équilibre des risques. Nous constatons que, le resserrement le plus rapide des conditions monétaires depuis 1981, est en train de fragiliser certains domaines, en particulier les composantes de l'économie sensibles aux niveaux des taux d'intérêt. Mais un taux de chômage très bas, la solidité des entreprises américaines, le récent retournement à la hausse de l'inflation et une épargne excédentaire toujours abondante nous ont amenés à nous poser la question suivante : les 450 points de base de relèvements de taux à ce jour constituaient-ils un choc suffisant pour faire reculer la croissance et l'inflation ? Si des hausses pour un total de 450 points de base en moins de 12 mois n'ont pas été suffisants, peut-être qu'un taux des fonds fédéraux supérieur à 6 % est désormais envisageable.

Probabilité des scénarios (%)



Source : J.P. Morgan Asset Management. Opinions en date du 8 mars 2023.

Environnement macroéconomique

Il apparaît clairement que la politique monétaire est en train de freiner les marchés immobiliers, de durcir les conditions de prêt et de ralentir les investissements des entreprises, en particulier dans les pays les plus endettés. Mais les marchés du travail résistent étonnamment bien jusque-là, même après prise en compte des décalages dans le temps. Apparemment, l'impact du resserrement a été amorti par l'excès d'épargne et le rattrapage post-pandémie en cours dans certains secteurs mais qui devrait s'estomper avec le temps.

La réouverture de la Chine et l'hiver clément qui touche à sa fin en Europe soutiennent également la croissance mondiale. La réouverture de la Chine

permet d'augmenter la consommation mondiale, tandis que l'hiver doux en Europe a apporté aux consommateurs un surcroît de ressources à dépenser.

En fin de compte, pour les banques centrales, tout tourne autour de l'inflation. Ont-elles suffisamment avancé vers leur objectif de 2 % pour se permettre de faire une pause et de relâcher la pression sur les marchés ? Nous pensons que la clé réside dans le ralentissement des marchés du travail. Si la Fed parvient à ramener les hausses de salaires à 3,5 % - 4 %, l'inflation sous-jacente devrait finalement revenir vers 2,25 %. Mais les faibles niveaux de chômage laissent penser qu'il pourrait être très difficile de ralentir les hausses de salaires. Bien entendu, le moyen le plus simple de faire baisser les salaires est d'augmenter le chômage, mais cela accroît considérablement le risque de récession et d'atterrissage brutal. Pour l'instant, la Fed devrait relever ses taux par paliers de 25 points de base, jusqu'à atteindre 5,5 %.

Il a été difficile de comprendre pourquoi le cycle de resserrement le plus agressif depuis des décennies a eu apparemment peu d'impact sur la croissance et les pressions inflationnistes. Même si nous sommes conscients qu'il faut plus d'un an pour que les changements de politique monétaire aient un réel impact sur l'économie réelle, nous nous attendions à ce stade à voir plus de signes tangibles d'un tel resserrement.

Nous en avons conclu que l'excès de relance monétaire et budgétaire durant la pandémie est toujours présent dans le système et amortit l'impact du resserrement monétaire initié par la Fed.

L'excès d'épargne semble être le cœur du problème. Nos données propriétaires de Chase montrent que les soldes des dépôts sont toujours supérieurs à leurs niveaux pré-Covid, même pour les personnes appartenant aux tranches de revenus les plus basses. Les entreprises américaines ont accumulé des financements à faible coût au cours des dernières années et se sont préparées à une éventuelle récession. L'examen des finances des États et des collectivités locales montre également que les liquidités de précaution sont proches de leur niveau record.

Apparemment, l'excès d'épargne compense la hausse de l'inflation et des coûts de financement. Il permet ainsi aux entreprises et aux ménages de continuer à dépenser. Un marché du travail tendu permet au consommateur de continuer à exiger des augmentations de salaire, ce qui entraîne et valide des niveaux de prix plus élevés. Il s'agit bien de la spirale prix-salaires que toutes les banques centrales tentent pourtant d'éviter.

Prévisions en termes de scénario

La récession demeure notre scénario central et sa probabilité est restée inchangée à **60 %**. Les banques centrales sont désormais dans un mode de lutte résolue contre l'inflation. Les taux monteront aussi haut que nécessaire et déclencheront finalement l'ajustement douloureux que nous espérons tous éviter.

Nous avons réduit la probabilité de notre scénario de **Crise** (à 5 % contre 10 % auparavant) et augmenté celle d'une **Croissance inférieure à la tendance** (à 35 % contre 30 % auparavant) pour tenir compte de la résilience de l'économie mondiale. Un atterrissage en douceur, comme en 1995, est-il encore possible ? Cette éventualité paraît ambitieuse.

Nous avons laissé inchangée la probabilité d'un scénario de **Croissance supérieure à la tendance (à 0 %)**. Les banques centrales affirment en effet qu'elles seront impitoyables pour ramener l'inflation à leur objectif, même au détriment de l'activité économique.

Risques

Le principal risque qui pèse sur nos prévisions est le suivant : si les banques centrales ne parviennent pas à faire baisser l'inflation de manière significative, elles pourraient s'impatienter de ne pas voir l'impact cumulatif et décalé de leur resserrement monétaire, et ainsi continuer à relever leurs taux bien au-delà des attentes du marché. Le temps qu'elles marquent une pause, les effets de leur politique se feront douloureusement ressentir et une récession d'ampleur s'en suivrait.

Alors que les marchés ont déjà intégré de nombreux relèvements de taux directeurs, si la Fed les faisait passer à 6 % ou plus et la BCE au-delà de 4 %, cela constituerait des chocs qui provoqueraient probablement une chute des prix des actifs. Cela nous paraît-il invraisemblable ? Des risques d'inflation à la hausse subsistent pourtant si la réouverture de la Chine continue de s'accélérer et/ou si la guerre entre la Russie et l'Ukraine génère un nouveau choc sur le coût de l'énergie et des produits agricoles.

Implications en matière de stratégie

L'achat d'obligations à taux fixe de grande qualité sur la partie courte des courbes est la principale idée qui est ressortie de notre réunion. Les bons du Trésor américain à deux ans, rapportant 5 %, et les contrats à terme sur les fédéraux, à 5,625 %, anticipent de nouveaux ressernements d'ampleur et induisent un portage significatif pour les titres d'échéances courtes. L'ajout d'obligations d'entreprises investment grade et de crédits titrisés peut porter les rendements court terme à 6-7 %. Ces niveaux rendent très improbable l'obtention d'une performance négative sur le reste de l'année.

La dette émergente a également suscité beaucoup d'intérêt. Le resserrement agressif des banques centrales des pays émergents, qui a commencé début 2021, a été impressionnant et les rendements réels sont désormais très élevés sur ces marchés. En outre, un pic du dollar américain renforcerait l'attractivité de la dette émergente en devises locales.

Enfin, les titres adossés à des créances hypothécaires émis par des agences apparaissent bon marché. Après une année douloureuse liée à la convexité négative (notamment avec l'allongement de la durée), l'absence d'achats par les banques et la fin du soutien de la Fed, le marché semble épuisé. À l'aube d'une contraction, un emprunt d'État à rendement élevé pourrait constituer l'investissement idéal.

Conclusions

Entre les relèvements de taux de la Fed et la récession finale, l'économie traverse une période qui ressemble à un atterrissage en douceur, comme ce fut à chaque fois le cas dans le passé. Depuis 1981, le délai moyen entre le dernier relèvement de taux et la récession a été de 13 mois. Cela suggère qu'une pause de la Fed au deuxième trimestre 2023 pourrait ne pas déclencher de récession avant le milieu de l'année 2024. Pendant cette période d'attente, le camp de l'atterrissage en douceur, celui de la récession et celui de l'atterrissage brutal peuvent tous prétendre avoir raison. De notre point de vue, la guerre de la Fed contre l'inflation signifie qu'une récession et un choc plus important sur les taux pointent à l'horizon. Nous veillons à ce que nos portefeuilles y soient préparés.

Probabilités des scénarios et implications en termes d'investissement : T2 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.

Au cours d'échanges sur une journée, nous avons passé en revue l'environnement macroéconomique et les analyses sectorielles basées sur trois éléments clés de recherche : les fondamentaux, les évaluations quantitatives et les facteurs techniques d'offre et de demande (FQT). Le tableau ci-dessous synthétise nos prévisions sur un éventail de 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 Croissance du PIB mondial > 3,5 % inflation > 2 %	Inférieure à la tendance Croissance du PIB mondial entre 2 % et 3,5 % Inflation ~2 %	Récession Croissance du PIB mondial < 2 %	Crise Un mouvement désordonné sur les marchés provoque une crise systémique et des risques extrêmes
Probabilité	0%	35%	60%	5%
Évolution par rapport au trimestre précédent	Inchangée	+5 %	Inchangée	-5 %
Facteurs	L'inflation et la croissance des salaires chutent rapidement sans augmentation du chômage, et les conditions financières s'assouplissent, entraînant un rebond de la croissance La réouverture de l'économie chinoise stimule beaucoup plus que prévu la croissance mondiale, sans pour autant augmenter l'inflation par le biais de la hausse des prix des matières premières	La trajectoire baissière de l'inflation et de la croissance des salaires se poursuit, ce qui conforte l'hypothèse d'un atterrissage en douceur et repousse l'entrée en récession Le pouvoir de fixation des prix des entreprises diminue à mesure que l'inflation élevée érode la demande des consommateurs et que l'épargne excédentaire s'épuise	L'inflation et la croissance des salaires restent tenaces, ce qui pousse la Fed à adopter une politique monétaire encore plus agressive, qui finit par plonger l'économie en récession Les entreprises ne peuvent plus augmenter leurs prix, les marges sont enfin sous pression et les licenciements augmentent fortement Le chômage augmente, le pouvoir de négociation des employés se réduit et l'inflation des salaires baisse considérablement, ce qui tarit la demande L'excès de liquidités résultant des mesures d'assouplissement prises pendant la pandémie finit par se tarir, les effets cumulés et retardés du resserrement monétaire provoquent une forte correction, tant pour les consommateurs que pour les entreprises	La croissance des salaires et l'inflation s'accroissent de nouveau en 2023, poussant la Fed à continuer d'augmenter le rythme du cycle de hausses bien au-delà de la neutralité Malgré des signes clairs et encourageants de décelération de l'inflation et des salaires, la Fed poursuit son cycle de relèvements Alors que les entreprises, les consommateurs et les collectivités locales semblent bien positionnés pour résister à une récession, les relèvements excessifs font remonter à la surface des fragilités inconnues, entraînant un effondrement des prix des actifs
Environnement monétaire et budgétaire	Les autorités monétaires suspendent leurs relèvements de taux. Comme l'inflation des salaires et la demande des consommateurs ralentissent de manière ordonnée, la Fed peut réduire ses taux pour relancer l'économie	Les banques centrales reconnaissent les effets cumulatifs et décalés imminents du resserrement et interrompent leur cycle de relèvements. Au fur et à mesure que les effets se font sentir, elles commencent à réduire leurs taux, retardant ainsi une récession inévitable, mais ne l'empêchant pas	L'affaiblissement de la croissance et la baisse de l'inflation conduisent à une pause dans le resserrement des banques centrales. En fin de compte, les réductions de taux sont nécessaires au moment où la récession frappe, ce qui entraîne une baisse de l'ensemble des rendements	Dans leurs efforts pour freiner l'économie, les banques centrales procèdent à un resserrement trop agressif
Marchés et positionnement	Détenir des actifs risqués, notamment le crédit à haut rendement et les émissions les plus faiblement notées du segment <i>Investment grade</i> Détenir de la dette émergente de moindre qualité	Les obligations d'entreprises et le crédit titrisé devraient continuer à bien se comporter Préférer certaines devises émergentes par rapport à l'USD	Détenir des obligations de grande qualité : emprunts d'État des marchés développés, titres adossés à des créances hypothécaires émis par des agences et crédits titrisés	Les courbes souveraines s'inversent davantage Privilégier les devises de réserve (CHF et USD) sous forme de liquidités

Source : J.P. Morgan Asset Management. Opinions en date du 8 mars 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 constituant 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-JPM54197 | 03/23 | FR | 09kt232103110559