

# Perspectives obligataires - T3 2024

Publié : 30-06-2024

## Bob Michele

Directeur monde du pôle obligataire, devises et matières premières et co-responsable du Comité d'inv

## Synthèse

- Dans notre scénario central, la probabilité d'une croissance inférieure à la tendance et d'un atterrissage en douceur est de 70 %. Alors que les petites entreprises et les ménages à faible revenu pâtissent de la hausse des prix et des coûts d'intérêt, les conditions financières se sont détendues, les bilans du secteur privé sont solides et de nombreux secteurs d'activité américains bénéficient toujours des mesures budgétaires.
- Les risques extrêmes restent équilibrés : nous estimons à 15 % le risque d'un fléchissement économique entraînant une récession (10 %) ou une crise (5 %) et à 15 % le risque d'une réaccélération qui se traduirait par une croissance supérieure à la tendance.
- Les phases d'atterrissage en douceur sont notoirement difficiles à orchestrer, mais nous pensons que les données relatives à l'emploi et à l'inflation permettront à la Réserve fédérale de réduire ses taux en septembre, afin de soulager les pressions pesant sur les ménages et les entreprises.
- Principal risque : Les élections organisées dans le monde entier et la possibilité d'une inflexion populiste en faveur d'une relance budgétaire généralisée.
- Compte tenu des vastes volumes de capitaux non investis susceptibles d'affluer sur le marché et de faire baisser les spreads, nous privilégions les instruments offrant un portage : les prêts bancaires, les titres AT1 et les obligations convertibles contingentes (Coco), le crédit titrisé et certaines obligations souveraines en devise locale des marchés émergents.

Notre *Comité d'Investissement trimestriel* de juin s'est tenu à Columbus, dans l'Ohio, un jour après ce qui aurait dû être une réunion « ordinaire » du comité de politique monétaire de la Réserve fédérale (FOMC). Au lieu de cela, nous avons dû faire face à une Fed se disant toujours dépendante des données et qui a choisi d'ignorer les dernières statistiques importantes relatives à l'inflation du rapport de mai sur l'IPC, s'en tenant à ses prévisions initiales, qui sont désormais obsolètes.

Heureusement, cela n'a pas été le cas pour les participants au Comité d'Investissement trimestriel. Nous avons passé huit heures à passer au peigne fin les données et à décrypter les signaux contradictoires que nous observons au niveau de l'économie mondiale. La Fed allait-elle davantage mettre l'accent sur la modération de l'inflation et les signes de faiblesse du marché du travail ou allait-elle retenir l'impact positif sur la croissance de la solidité des fondamentaux des entreprises et du soutien budgétaire, en lien avec les dépenses dédiées aux infrastructures, aux centres de données, à l'intelligence artificielle (IA), à la transition énergétique, etc. ?

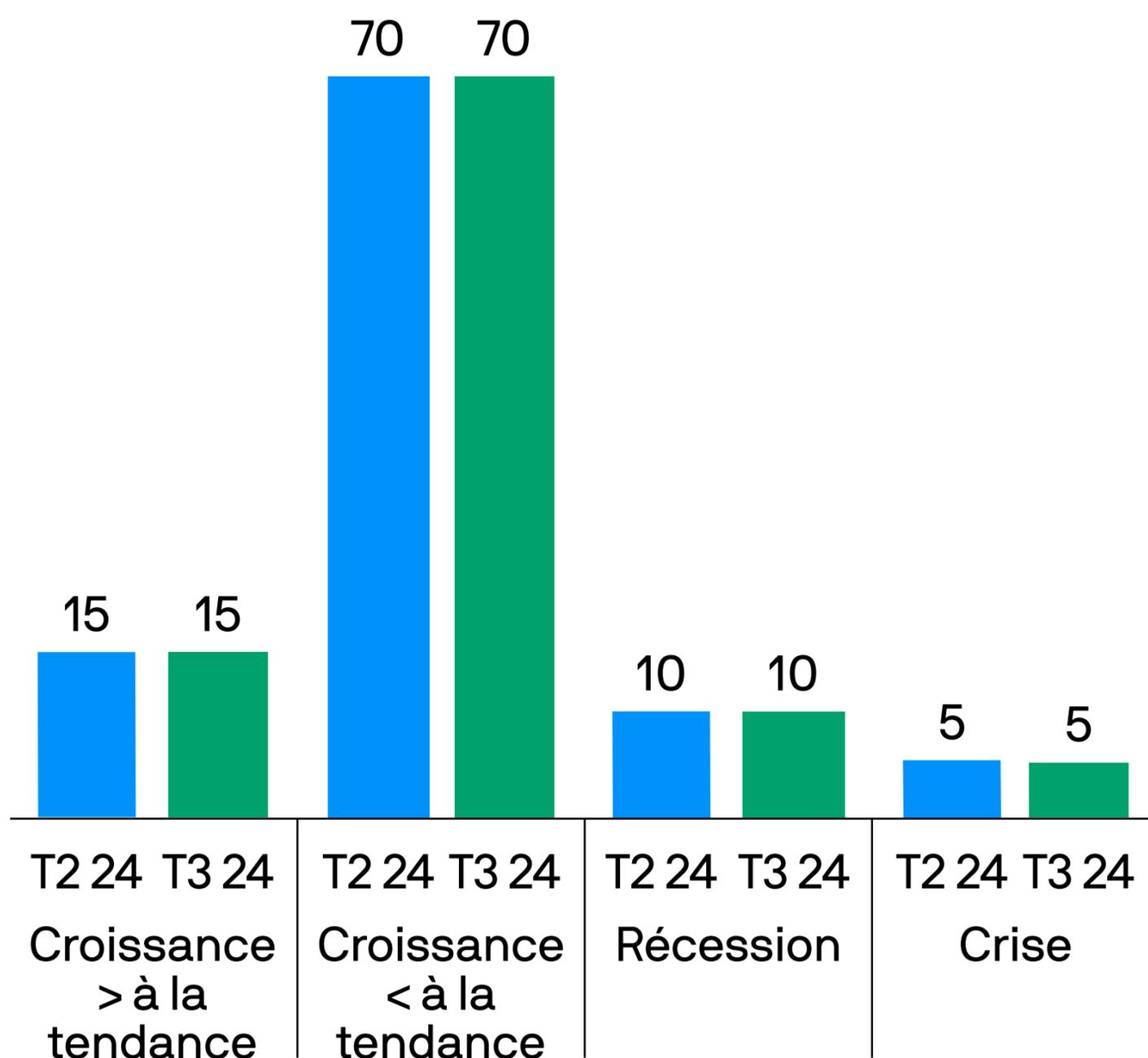
En fin de compte, le calendrier des baisses de taux dépendra de l'analyse des données en temps réel par le FOMC, qui sont, il est vrai, contradictoires - du moins pour l'instant.

## Vacances estivales

Plus nous rentrons dans le détail du scénario de l'atterrissage en douceur, plus nous observons des forces à la fois égales et opposées. Bien que les phases d'atterrissage en douceur soient notoirement difficiles à orchestrer pour les banques centrales (ce scénario s'est produit une seule fois aux États-Unis ces 50 dernières années, en 1995), la Fed a peut-être accompli sa mission en atteignant le Saint Graal de toute banque centrale, à savoir une croissance non inflationniste.

Peut-être devrions-nous tous surveiller les données des deux prochains mois, nous réjouir de l'atterrissage en douceur en cours jusqu'à la réunion du FOMC de septembre et profiter entre-temps de vacances estivales bien méritées. L'été ne prend généralement pas cette tournure, mais on peut aspirer à un peu de détente après un début d'année très mouvementé sur les marchés.

### Probabilité des scénarios (%)



Source : J.P. Morgan Asset Management. Opinions en date du 13 juin 2024.

## Environnement macroéconomique

La situation mitigée du marché de l'emploi a été au cœur des discussions de notre Comité d'investissement. Nous avons détecté quelques catalyseurs favorables à une poursuite de la croissance des emplois non-agricoles. Mais nous avons également remarqué une hausse du chômage et une modération des salaires, qui s'expliquent par la baisse des démissions et des offres d'emploi. La dernière enquête du Bureau of Labor Statistics (BLS) (enquête CES pour « Current Employment Statistics ») réalisée auprès des entreprises témoigne d'un marché du travail dynamique, avec une moyenne mobile sur trois mois d'environ 250 000 créations nettes d'emplois et une augmentation de 4,1 % des salaires horaires moyens en glissement annuel (GA), des chiffres supérieurs aux niveaux antérieurs à la pandémie de COVID.

Mais l'enquête du BLS auprès des ménages (« Current Population Survey », CPS) témoigne d'une certaine modération. Le taux de chômage est remonté de 3,4 %, plus bas du cycle, à 4 %, et l'augmentation du nombre de chômeurs (532 000) au cours de l'année écoulée est supérieure à celle du nombre d'actifs (376 000). Plusieurs autres indicateurs semblent confirmer la faiblesse des résultats de l'enquête auprès des ménages et refléter une fragilité accrue. Il s'agit notamment de données issues d'enquêtes auprès des petites entreprises concernant les emplois difficiles à pourvoir, les rémunérations et les projets de recrutements, ou encore le taux de démissions et d'ouvertures de postes et les réponses aux enquêtes des consommateurs sur les emplois faciles ou difficiles à obtenir.

Toutefois, les membres de notre Comité ont appris auprès de nos équipes de gestion des obligations privées que les entreprises américaines ont vu leur situation se stabiliser, avec une amélioration de l'EBITDA dans de nombreux secteurs qui bénéficient toujours des aides financières distribuées dans le cadre de divers programmes de relance budgétaire. Notre équipe chargée des obligations municipales nous a confirmé que, sur les 3 900 milliards de dollars d'aides fédérales prévues dans les différentes lois (ARPA, IIJA, IRA, CHIPS<sup>1</sup>), à peine la moitié a déjà été dépensée. Dans l'ensemble, le Comité d'investissement a estimé que le marché du travail semblait plus équilibré que ne le laisse supposer n'importe quel échantillon de données et, en fin de compte, qu'il allait dans le sens d'un atterrissage en douceur.

Selon nous, la tendance désinflationniste est bien ancrée. Cette opinion bénéficie certes de la publication récente des rapports sur l'IPC et l'IPP et qui confirment la modération en cours. Et contre toute attente, les données détaillées de ces rapports sont encore plus encourageantes. La transition de la désinflation des biens à la désinflation des services semble bien engagée. L'une des composantes les plus tenaces de l'inflation, à savoir les prix des logements, semble sur le point de s'atténuer, l'impact décalé de la baisse des loyers au cours de l'année écoulée se répercutant progressivement sur les données.

En outre, les ventes de logements existants restent atones et l'offre supplémentaire de logements collectifs devrait freiner la croissance des loyers équivalents des propriétaires. Les données relatives à l'immigration, qui font état de 3,3 millions de migrants par an traversant la frontière américaine, soulignent le renforcement des capacités sur le marché du travail et devraient contribuer au scénario de ralentissement des salaires et de désinflation. Nous avons également l'impression que le retour en force de la Chine va accroître les capacités de production de l'économie mondiale et atténué les pressions inflationnistes. Cette tendance, elle aussi, plaide en faveur d'un atterrissage en douceur.

La Fed se trouve à un tournant intéressant. Plus la banque centrale maintiendra longtemps un taux réel des fonds fédéraux historiquement élevé, plus le ralentissement qui s'ensuivra sera prononcé. Il semble trop risqué d'attendre que l'inflation atteigne vraiment son objectif de 2 %, car les impacts variables et décalés dans le temps de la politique monétaire finiront par frapper l'économie de plein fouet. La clé de l'atterrissage en douceur réussi de 1995 a été la réduction du taux des fonds fédéraux de 75 points de base, qui avait suffi à soulager les entreprises et les ménages. Nous pensons que la Fed en fera de même lors du cycle en cours et que la première baisse de taux aura lieu en septembre.

## Prévisions en termes de scénario

Malgré des discussions acharnées, nous avons laissé nos prévisions inchangées. **Croissance inférieure à la tendance/ atterrissage en douceur (70 %)**, c'est actuellement le mode de fonctionnement de l'économie, dont le sort final est entre les mains des banquiers centraux. Alors que les petites et moyennes entreprises et les ménages à revenus inférieurs à moyens sont confrontés à la hausse généralisée des prix et à l'augmentation des coûts d'intérêt pour financer ces prix plus élevés, les conditions financières se sont assouplies et les grandes entreprises privées présentent toujours des bilans solides.

Les risques extrêmes restent également équilibrés. Les 15 % attribués aux risques négatifs extrêmes -**Récession (10 %) et Crise (5 %)** nous rappellent qu'une erreur de pilotage des politiques des banques centrales aurait des conséquences négatives considérables, compte tenu de l'ampleur des hausses de taux depuis 2022. Et, bien sûr, les prochaines échéances électorales aux États-Unis et dans le monde créent de grandes incertitudes géopolitiques. Les 15 % attribués aux risques positifs extrêmes -**Croissance supérieure à la tendance (15 %)**- montrent que les entreprises et les ménages ont peut-être mieux absorbé le resserrement des politiques monétaires que nous ne le pensons. À mesure que les aides financières prévues dans les mesures de relance budgétaire seront dépensées, la croissance de l'emploi et des salaires pourrait se traduire par une accélération de la croissance des chiffres d'affaires des entreprises et initier une réaccélération de l'économie.

## Risques

Le principal risque pesant sur notre scénario d'atterrissage en douceur est l'avalanche d'élections prévues à l'échelle mondiale et la possibilité d'une inflexion populiste en faveur de plans de relance budgétaire généralisés. Un gouvernement américain rassemblé derrière une présidence Biden ou Trump pourrait prévoir des réductions d'impôts et des dépenses budgétaires. L'offre de dette publique pour financer les dépenses et l'accélération des indicateurs de croissance et d'inflation engendreraient certainement une hausse des rendements obligataires. Des craintes similaires commencent

apparaître en Europe, où des élections législatives anticipées ont été convoquées au Royaume-Uni et en France. Finalement, peut-être que la théorie monétaire moderne est devenue un simple outil de pilotage économique bénéficiant d'un assentiment généralisé. Le recours aux droits de douane par les partis au pouvoir reste également inquiétant.

La sous-estimation de la dynamique de la reprise en cours est un risque dont nous débattons constamment. La consommation est restée résiliente, l'inflation est demeurée supérieure aux objectifs des banques centrales et de nombreuses dépenses budgétaires sont encore à prévoir. Une spirale des prix/salaires obligerait certainement la Fed à remettre les hausses de taux à l'ordre du jour.

## Implications en matière de stratégie

Une économie renouant avec une croissance tendancielle et une inflation de 2 % ont toujours constitué un contexte favorable au risque de crédit, et cela devrait à nouveau le cas cette fois-ci. Nous aimerions que les spreads de crédit soient plus élevés, mais nous avons conscience que d'importants volumes de capitaux restent non investis et devraient affluer sur les marchés et entraîner un rétrécissement des spreads. Les instruments offrant une source de portage sont parmi nos préférés : les prêts bancaires, les titres AT1 et les obligations convertibles contingentes (CoCo), le crédit titrisé et certains titres souverains des marchés émergents en devise locale. Nous anticipons également une inversion et une pentification progressive de la courbe des taux, et pensions que ce mouvement pourrait être plus marqué dans les scénarios extrêmes. Alors que les bons du Trésor américain à 10 ans semblent anticiper un taux terminal des fonds fédéraux d'environ 3,75 % à 4 %, nous avons pris acte que les rendements pourraient repasser sous la barre des 4 % à mesure que les capitaux afflueraient sur les marchés obligataires. Nous pensons que le dollar va continuer à bénéficier de l'exceptionnalisme américain jusqu'à la première baisse des taux.

## Conclusions

Tous les ingrédients sont en place pour une poursuite du scénario d'atterrissage en douceur. En surveillant attentivement les données au cours des deux prochains mois, la Fed devrait se faire une idée plus claire des tendances et potentiellement commencer à réduire ses taux d'intérêt. Pour l'heure, la meilleure chose à faire est d'intégrer des sources de portage dans les portefeuilles, de profiter des vacances d'été et de revenir en septembre, lorsque la Fed devrait être prête à baisser les taux.

	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 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
<b>Probabilité</b>	15 %	70 %	10 %	5 %
<b>Évolution par rapport au trimestre précédent</b>	Inchangée	Inchangée	Inchangée	Inchangée
<b>Facteurs</b>	La résilience de l'économie s'explique par la solidité des fondamentaux des entreprises, une croissance robuste de l'emploi et des investissements ininterrompus dans les infrastructures (IA, centres de données, transition verte) Des baisses de taux agressives et préventives des banques centrales réduisent les coûts d'emprunt, assouplissent les conditions financières et alimentent l'environnement de croissance	Les effets cumulés et décalés du resserrement des politiques monétaires continuent à freiner l'inflation, tandis que la croissance reste résiliente La solidité des bilans du secteur privé et des collectivités locales prolonge l'expansion économique L'abondance des liquidités soutient les marchés financiers ; l'augmentation de l'offre de main-d'œuvre favorise une croissance désinflationniste	Les créations d'emplois stagnent, le taux de chômage augmente et les dépenses des ménages ralentissent Les effets cumulés et décalés du resserrement monétaire pèsent sur l'économie, entraînant un élargissement des spreads de crédit, à l'image des épisodes historiques de récession	Les entreprises renouvellent les échéances de leur dette à des taux punitifs, exposant les fragilités et provoquant une chute des prix des actifs risqués Les élections américaines entraînent une forte incertitude politique
<b>Environnement monétaire et budgétaire</b>	Les banques centrales décident de ne pas abaisser les taux face à la réaccélération de la croissance, risquant ainsi d'inverser les tendances désinflationnistes	Les banques centrales se montrent proactives et réduisent les taux avant que les objectifs d'inflation soient atteints	Le fléchissement de la croissance et la baisse de l'inflation entraînent un assouplissement monétaire agressif et une baisse des rendements des emprunts d'État	Les banques centrales répondent à la crise en assouplissant leurs politiques, mais trop peu et trop tard car elles sont suffisamment restrictives
<b>Marchés et positionnement</b>	Surperformance des actifs risqués, en particulier des obligations à haut rendement, des titres <i>investment grade</i> de moindre qualité et de la dette émergente faiblement notée	Surperformance des émetteurs privés et des produits titrisés, en particulier les secteurs sensibles aux taux d'intérêt Surperformance de certains marchés de taux émergents en devise locale	Les courbes de taux s'inversent et se pentifient Surperformance des instruments obligataires de bonne qualité (MBS d'agences, emprunts d'État des marchés développés et crédit titrisé)	Forte baisse des taux américains Surperformance des devises de réserve et des liquidités

Source : J.P. Morgan Asset Management. Opinions en date du 13 juin 2024. ME : marchés émergents ; MBS : titres adossés à des crédits immobiliers.

Les prévisions, projections et autres déclarations prévisionnelles reposent sur les convictions et les anticipations actuelles. Elles sont fournies à titre d'illustration uniquement et donnent des indications des perspectives d'avenir. Étant donné les incertitudes et les risques inhérents aux prévisions, projections et autres énoncés prospectifs, les événements, résultats ou performances avérés peuvent considérablement différer de ceux envisagés.

## 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.

<sup>1</sup> American Rescue Plan Act (ARPA), Infrastructure and Jobs Act (IIJA), Inflation Reduction Act (IRA) et Chips and Science Act (CHIPS).

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](http://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.

© 2024 JPMorgan Chase & Co. Tous droits réservés.

09xj240507150244

Source de l'image : Getty images

**J.P.Morgan**  
ASSET MANAGEMENT

[Conditions générales](#)

[Confidentialité et sécurité](#)

[Informations sur les cookies](#)

[Accessibilité](#)

[EMEA remuneration policy](#)

[Plan du site](#)



J.P. Morgan

JPMorgan Chase

Chase