

# Perspectives sur les obligations mondiales

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

## Auteur



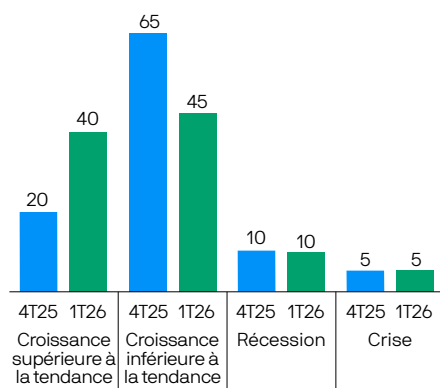
### Bob Michele

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

## Synthèse

- Dans un contexte marqué par des rendements obligataires impressionnants et une nouvelle baisse des taux de la Réserve fédérale (Fed), la croissance économique devrait rester soutenue et l'inflation devrait rester faible. Malgré les inquiétudes concernant le marché de l'emploi et la faiblesse des revenus des ménages les plus modestes, la consommation globale reste stable et des mesures de relance budgétaire devraient voir le jour.
- Nous tablons toujours sur une croissance inférieure à la tendance, un scénario qui est assorti d'une probabilité de 45 %. Nous portons la probabilité d'une croissance supérieure à la tendance à 40 % et laissons inchangées les probabilités d'une récession (10 %) et d'une crise (5 %).
- Notre scénario de base prévoit deux baisses de taux de la Fed l'année prochaine. Le rendement des obligations du Trésor à 10 ans devrait se maintenir dans une fourchette comprise entre 3,75 et 4,25 %.
- La forte probabilité d'une croissance supérieure à la tendance est confortée par de nombreux signes de dynamisme de l'activité économique. La politique pro-entreprises de Washington et un boom des investissements boostés par l'IA, stimulant l'investissement et la productivité, pourraient donner lieu à une nouvelle accélération des bénéfices des entreprises.
- Nous avons une préférence pour les idées à potentiel de rendement: crédit de qualité investment grade, à effet de levier et convertibles ; dette des marchés émergents et dette titrisée, telle que les prêts hypothécaires d'agences et la dette adossée à des biens immobiliers commerciaux.

## Probabilité des scénarios (%)



Source : J.P. Morgan Asset Management. Les opinions datent du 11 décembre 2025.

L'édition de décembre de notre réunion d'investissement trimestrielle s'est déroulée dans notre tout nouveau siège social au 270 Park Avenue, à l'approche des fêtes de fin d'année. L'ambiance aurait dû être festive, car la Réserve fédérale (Fed) venait une fois de plus d'abaisser ses taux et les marchés obligataires avaient affiché des rendements impressionnants depuis le début de l'année. Mais, bien sûr, les démons de l'investissement ont fait leur retour : Des questions ont émergé concernant la santé du marché de l'emploi et des ménages américains, la persistance de l'inflation, l'indépendance des banques centrales et les coûts et les bénéfices de l'intelligence artificielle (IA).

En d'autres termes, la situation actuelle des marchés et de l'économie était-elle trop belle pour être vraie ?

L'équipe Global Fixed Income, Currency and Commodities (GFICC) n'a pas changé ses habitudes durant sa réunion trimestrielle : passer au crible une masse gigantesque de données pour trouver les réponses à nos questions. Le pire des conséquences du 'jour de la libération' était-il derrière nous et peut-on s'attendre à des performances boursières encore plus impressionnantes ? Ou bien les marchés anticipaient-ils un nirvana économique impossible à atteindre ?

## Contexte macroéconomique

L'équipe GFICC s'est concentrée sur le double mandat de la Fed, à savoir le plein emploi (croissance économique) et la stabilité des prix (inflation), en essayant de deviner ce à quoi pourrait ressembler la future politique de la Fed. L'économie américaine a affiché de nombreux signes de vigueur. La Maison Blanche semble montrer la voie en adoptant des mesures favorables à la croissance et aux entreprises. Il semble également que les entreprises américaines aient intégré la politique tarifaire et poursuivent leur

développement. Les entreprises ont absorbé une partie des hausses de prix et en ont répercuté l'autre sur les ménages. Les prévisions de bénéfices et de chiffre d'affaires des entreprises sont aujourd'hui parmi les plus encourageantes de ces derniers trimestres. Un net rebond est à prévoir.

Malgré une consommation atone parmi les ménages du quintile inférieur des revenus, la situation générale reste stable. Par ailleurs, des mesures de relance budgétaire, telles que des remboursements d'impôts, devraient être mises en place dans les prochains mois avec l'entrée en vigueur de la loi One Big Beautiful Bill Act (OBBBA). Nous restons néanmoins préoccupés par le ralentissement de l'emploi. Il est possible que les entreprises fassent le choix de geler les embauches en attendant d'y voir plus clair sur l'impact des droits de douane et de l'IA sur leurs modèles opérationnels. Mais la réalité est que la croissance de la masse salariale se détériore, les annonces de licenciements se multiplient et le taux de chômage atteint 4,6 %, ce qui représente 1,2 point de pourcentage de plus par rapport au plus bas d'avril 2023. Les données incertaines sur l'emploi ne permettent pas aux dirigeants de la Fed d'affirmer avec certitude qu'ils atteignent leur objectif de plein emploi.

Dans le même temps, l'inflation reste forte et cela fait près de cinq ans que la Fed n'a pas atteint son objectif de 2 % pour l'indice PCE (dépenses de consommation personnelle de base) (actuellement 2,8 % en glissement annuel). De plus en plus de membres du directoire de la Fed s'inquiètent de l'inflation et se montrent réticents à assouplir davantage la politique monétaire. A l'issue de notre réunion trimestrielle, nous estimons toutefois que la banque centrale procèdera à deux nouvelles baisses de taux l'année prochaine. Parmi les facteurs qui plaident en faveur de nouvelles réductions : la Fed continue d'affirmer que son taux neutre est de 3 % (le taux directeur actuel est de 3,625 %), le marché de l'emploi stagne et la désinflation des services et des salaires suit son cours. De plus, le nouveau président de la Fed, dont la nomination devrait avoir lieu prochainement, sera à coup sûr favorable à une politique accommodante. Dans ce contexte, le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans devrait se maintenir dans une fourchette de 3,75 % à 4,25 %.

La politique et la trajectoire de croissance du reste du monde étaient plus contrastées. La Banque d'Angleterre devrait emboîter le pas à la Fed en abaissant ses taux, car l'inflation britannique se rapproche de celle des autres

économies développées et le ralentissement de l'emploi pèse sur la croissance des salaires. La Banque centrale européenne maintiendra sa politique monétaire inchangée, car l'inflation est au niveau de sa cible, mais les dépenses budgétaires commencent à augmenter. Confrontées aux pressions qui pèsent sur la croissance et l'inflation, la RBA australienne et la Banque du Japon devraient relever leurs taux. La Chine maintient sa domination parmi les marchés émergents, même si d'autres marchés offrent de nombreuses opportunités. En Chine, un excédent commercial record implique que le pays continue d'exporter la déflation vers l'économie mondiale. La faiblesse de la consommation intérieure sera probablement partiellement compensée par des mesures de relance budgétaire, afin de soutenir l'investissement des entreprises et un taux de croissance du PIB de 4,5 % l'année prochaine.

Globalement, l'équipe GFICC a été impressionnée par la capacité de l'économie mondiale à absorber les droits de douane et a reconnu que les investissements nécessaires au déploiement de l'IA seront bénéfiques à la croissance à court terme et à la productivité à long terme. Nous pensons également que la tendance désinflationniste générale se poursuivrait. Les marchés devraient se satisfaire de ce contexte macroéconomique.

## Prévisions de scénario

Nous avons relevé la probabilité d'une croissance supérieure à la tendance, la faisant passer de 20 % à 40 %. L'impact des droits de douane appartient désormais au passé, les mesures de relance budgétaire produisent leurs effets aux États-Unis et en Europe, et les investissements dans l'IA s'accroissent. Même si nous pensons que la croissance va continuer à se consolider, nous estimons que l'inflation pourrait encore refluer. Les consommateurs sont manifestement sensibles aux prix, ce qui limite le pouvoir de fixation des prix des entreprises, et une croissance plus forte grâce aux gains de productivité induits par l'IA ne doit pas nécessairement entraîner l'apparition de nouvelles tensions sur le marché du travail.

Nous avons réduit la croissance sous-tendancielle de 65 % à 45 %, ce qui demeure notre scénario de base. La hausse progressive du chômage, conjuguée à une croissance toujours soutenue, laisse augurer d'un retour à la normale du marché de l'emploi sans trop de dégâts. Le quintile inférieur des ménages est en difficulté, et il n'est pas certain que l'OBBBA puisse avoir un impact suffisant pour y remédier. Nous avons maintenu les probabilités de récession et de crise, à respectivement 10 % et 5 %. Il est difficile d'imaginer une contraction économique dans un monde où la politique monétaire est plus accommodante, où les mesures de relance budgétaire sont généralisées et où l'on manque de volonté politique pour laisser les actifs à risque décrocher fortement.

## Risques

Le plus grand risque est que tout l'argent qui circule dans le système en conséquence de l'adoption des mesures de relance mondiales pendant la pandémie de COVID et des précédents assouplissements quantitatifs des banques centrales donne lieu à une forte accélération de la croissance et de l'inflation. Les baisses de taux tardent encore à produire leurs effets sur le système et les prochaines mesures de relance budgétaire pourraient jouer un rôle important pour raviver la confiance des investisseurs. Si les gains de productivité liés à l'IA, qui permettraient de freiner l'inflation, sont encore lointains, tandis que le développement (des centres de données, du réseau électrique, etc.) s'avère être un accélérateur de croissance à court terme, l'inflation pourrait exploser. L'équipe GFICC a également mis en exergue le manque de discipline budgétaire à l'échelle mondiale. Si ces possibilités se concrétisaient, les banques centrales n'auraient guère d'autre choix que de revenir à un régime de hausse des taux qui entraînerait une baisse des prix des actifs.

Le risque le moins grave est une contraction économique. Si les entreprises estiment que le retour sur investissement de l'IA est incertain, nous pourrions assister à un recul des dépenses, qui serait accompagné de dépréciations d'actifs. Les marchés actions se réinitialiseraient et les pertes de capital entraîneraient un ralentissement. Mais est-ce réaliste, dans un contexte où les responsables politiques réagissent à de tels événements avant qu'ils ne deviennent des crises ? Nous ne le pensons pas.

## Conséquences sur la stratégie

Une croissance stable et une inflation modérée sont favorables aux marchés obligataires et aux prix des actifs en général. Une forte préférence s'est dégagée pour les stratégies axées sur le rendement. L'équipe GFICC a apprécié une gamme variée d'obligations d'entreprises, allant des émetteurs investment grade aux crédits à effet de levier et aux obligations convertibles. Le faible niveau de défauts et la forte rentabilité des entreprises constituent des facteurs de soutien. Une préférence a également été exprimée pour la dette des marchés émergents, en particulier la dette locale, qui offre des rendements réels élevés et un potentiel d'appréciation des devises locales.

Les marchés de titres adossés à des actifs ont également eu les faveurs des investisseurs. Le marché des prêts hypothécaires des agences a également bénéficié du soutien des entités financées par le gouvernement,<sup>1</sup> et la stabilité de la consommation devrait favoriser les prêts immobiliers et les crédits automobiles. L'intérêt porté aux titres de créance adossés à des biens immobiliers commerciaux a été une surprise. Le flou qui entourait le marché de l'immobilier de bureaux semble s'être dissipé et des projets de réaménagement sont en cours.

## Conclusion

L'économie et les marchés mondiaux clôturent l'année dans une situation étonnamment favorable. L'impact des droits de douane et des tensions géopolitiques s'atténue, des mesures de relance budgétaire sont en préparation, et les entreprises se tournent vers la nouvelle tendance : l'intelligence artificielle. Les décideurs politiques cherchent à limiter les risques de baisse. Notre stratégie vise à profiter de cet environnement en générant du rendement sur un large éventail de marchés et en ajustant activement nos positions selon l'évolution des valorisations. Notre cadeau de Noël, c'est la perspective de très bons rendements sur le marché obligataire en 2026.

	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
Probabilité	40 %	45 %	10 %	5 %
Variation par rapport au dernier trimestre	+20 %	-20 %	Stable	Inchangée
Moteurs	<p>Le taux de chômage américain se stabilise et les dépenses de consommation repartent à la hausse.</p> <p>Les investissements en capital, notamment dans le domaine de l'intelligence artificielle, conjugués à une politique budgétaire expansionniste et à la baisse des taux directeurs, favorisent la reprise de la croissance.</p> <p>La résilience économique est soutenue par les bilans solides des entreprises et la bonne situation financière des entreprises privées.</p>	<p>Les pressions sur les prix restent modérées en raison de la dégradation continue du marché de l'emploi.</p> <p>La consommation reste atone, car l'impact positif des remboursements d'impôts ne suffit pas à compenser les craintes des consommateurs quant aux perspectives d'emploi.</p> <p>Les investissements en capital sont plus faibles car les business plans mettent plus de temps à se concrétiser.</p>	<p>La croissance des emplois devient négative, et le taux de chômage augmente considérablement.</p> <p>Les licenciements entraînent une faiblesse de la croissance des revenus et un déclin de la consommation.</p> <p>Les difficultés rencontrées par les consommateurs à revenus moyens et faibles ainsi que par les petites entreprises pèsent sur la croissance globale.</p>	<p>L'économie mondiale est confrontée à un choc exogène qui met au jour un excès de levier financier qui est initialement passé inaperçu.</p>
Environnement monétaire et budgétaire	<p>Les banques centrales maintiennent leurs taux directeurs inchangés, proches de la neutralité, et surveillent jusqu'à quel point la croissance reste non inflationniste.</p> <p>Les politiques budgétaires mondiales favorisent la croissance.</p>	<p>Les banques centrales suivent une approche fondée sur la gestion des risques et effectuent des assouplissements progressifs pour atteindre les taux neutres.</p> <p>La relance budgétaire compense l'impact persistant des droits de douane.</p>	<p>Les banques centrales accélèrent le rythme des baisses de taux, et les marchés intègrent des taux terminaux inférieurs aux taux neutres.</p> <p>L'effet stabilisateur des programmes contracycliques contribue à la bonne tenue de la croissance.</p>	<p>Ni l'assouplissement monétaire des banquiers centraux ni les politiques budgétaires ne suffisent à empêcher un choc systémique.</p>
Marchés et positionnement	<p>Les actifs à risque, en particulier les titres à haut rendement sur les marchés cotés et privés, les titres de créance investment grade de notation inférieure et les titres de créance des marchés émergents (ME) de qualité inférieure surperforment.</p>	<p>Les titres de créance titrisés, les obligations des marchés émergents (libellées en devises fortes et en monnaie locale) et les obligations d'entreprises surperforment.</p> <p>La duration moyenne est une couverture de portage positif efficace.</p>	<p>Les obligations d'État de référence et les titres adossés à des créances hypothécaires d'agences surperforment.</p> <p>Les courbes des taux des obligations d'État se raidissent brutalement.</p>	<p>Les liquidités et les devises de réserve alternatives surperforment à mesure que les corrélations directes s'effondrent.</p>

Source: Réunion trimestrielle de l'équipe Global Fixed Income, Currency and Commodities ; 11 décembre 2025. Les prévisions, projections et autres énoncés prospectifs sont fondés sur des convictions et des prévisions actuelles. Elles sont fournies uniquement à titre d'exemple et visent à donner une indication de ce qui pourrait se produire. Compte tenu des incertitudes et des risques inhérents aux prévisions, projections et autres déclarations prospectives, les événements, résultats ou performances effectifs pourraient être sensiblement différents de ceux estimés ou envisagés.

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

Nous développons et renforçons nos capacités en matière de revenu fixe avec un seul objectif : construire des portefeuilles plus robustes qui répondent aux besoins de nos clients. Aujourd'hui, nous faisons partie des plus grands gestionnaires de portefeuilles obligataires au monde.

### Des perspectives diverses, des solutions intégrées :

- Bénéficiez de la puissance des services d'une équipe de professionnels de l'investissement intégrée à l'échelle mondiale et de nos outils de recherche exclusifs, qui couvrent l'analyse fondamentale, quantitative et technique.
- Profitez de nos informations pratiques conçues pour vous aider à investir avec conviction, à partir de nos analyses macroéconomiques et de nos commentaires réguliers sur les marchés, et grâce à nos outils de construction de portefeuilles obligataires.
- Puisez dans une vaste gamme de solutions axées sur les résultats conçues pour répondre à tous vos besoins en matière d'obligations.
- Tirez parti du succès éprouvé de l'un des plus grands gestionnaires obligataires du monde, dont la vaste expérience couvre toutes les régions et tous les cycles de marché.

### Prochaines étapes

Pour plus d'informations, contactez votre conseiller J.P. Morgan.

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.

© 2025 JPMorgan Chase & Co. Tous droits réservés.

LV-JPM57456 | 12/25 | FR | 72d3e772-dfe5-11f0-9468-71784bf01b0b