

Perspectives obligataires

Thèmes et implications du pôle obligataire international, devises & matières premières

T4 2020

AUTEUR



Robert Michele,
Directeur mondial de la gestion
du pôle obligataire, matières
premières et devises

SYNTHÈSE

- Notre scénario de base reste celui d'une croissance supérieure à la moyenne malgré les nombreux défis à venir. Nous avons cependant réduit la probabilité de ce scénario de 80% à 60%.
- Nous avons augmenté à 20% la probabilité d'un scénario de croissance inférieure à la moyenne, contre 0% auparavant. Des incertitudes planent autour de nouvelles mesures de relance budgétaire, non seulement aux États-Unis, mais aussi en Europe, à Tokyo et à Pékin. Les probabilités d'une récession et d'une nouvelle crise restent chacune de 10%.
- Les principaux risques dépendent de deux grandes inconnues : le délai d'attente avant l'approbation, la fabrication et la distribution d'un vaccin, ainsi que le résultat des élections américaines.
- Nous privilégions les dettes d'entreprises américaines à bêta élevé. Les obligations municipales américaines à haut rendement semblent également attrayantes, tout comme certaines dettes et devises des marchés émergents.

RELANCE HISTORIQUE... ET MAINTENANT ?

Notre rendez-vous trimestriel de septembre s'est déroulé d'une manière à laquelle nous sommes désormais tous habitués : en visioconférence, la plupart des participants se connectant depuis chez eux, d'autres depuis les bureaux plutôt vides d'un Manhattan peu fréquenté. Depuis le point trimestriel de juin, l'économie et les marchés se sont montrés favorables envers les investisseurs. Le filet de sécurité des politiques monétaires et budgétaires, déployé internationalement, a été efficace et a permis de stabiliser l'économie mondiale tout en faisant remonter le prix des actifs.

Bien que ces bonnes nouvelles aient également remonté le moral des investisseurs, les participants de notre point trimestriel ont souligné la persistance de nombreux défis à relever.

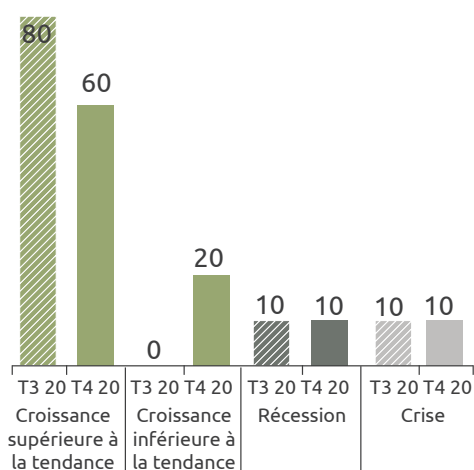
Ainsi, les aides de l'Etat américain ont expiré à la fin du mois de juillet et le pays se dirige vers une élection présidentielle incertaine. Le délai d'attente pour la mise au point d'un vaccin contre le Covid-19 reste également difficile à estimer. Heureusement, les politiques monétaires restent extrêmement accommodantes pour favoriser la relance.

Par conséquent, le coût du crédit n'a jamais été aussi bas dans l'histoire de l'humanité, et l'accès aux capitaux n'a jamais été aussi aisé.

CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE

Au troisième trimestre, l'activité mondiale a connu une reprise forte mais inégale, en grande partie grâce à des mesures de relance monétaire et budgétaire sans précédent. Les ventes au détail et le secteur manufacturier ont profité de la reprise, notamment en Chine, mais des faiblesses demeurent dans les secteurs les plus affectés par la crise sanitaire, notamment le tourisme et les loisirs. Aux États-Unis, les États et les municipalités lèvent progressivement leurs restrictions et une dynamique s'installe pour un retour progressif à la normale.

PROBABILITÉ DES SCÉNARIOS (%)



Source: J.P. Morgan Asset Management
Analyse en date du 15 septembre 2020.

De toute évidence, les ménages consomment et font bon usage des aides de l'Etat. Reste à savoir si cette situation pourra perdurer, compte tenu de la lenteur de la levée des restrictions et de l'arrêt du soutien budgétaire aux Etats-Unis.

L'inflation reste également au centre de l'attention, la Réserve fédérale ayant récemment présenté à Jackson Hole sa nouvelle politique en matière d'inflation-cible, désormais plus flexible. Bien que l'objectif d'inflation à 2% nous semble clairement ambitieux pour les banques centrales, qui cherchent à l'atteindre depuis 11 ans, nous apprécions les mesures prises pour essayer de relancer la dynamique inflationniste des 12 prochains mois. À l'échelle mondiale, les moyens déployés par les banques centrales devraient soutenir cette dynamique avec l'aide des politiques budgétaires qui entraînent elles aussi une croissance de la masse monétaire. Ajoutons à cela le choc d'offre provoqué par la crise sanitaire, alors que les consommateurs continuent de dépenser, et tous les ingrédients sont réunis pour aboutir à une hausse des prix. En outre, de nombreuses entreprises modifient leur chaîne d'approvisionnement, ce qui pourrait conduire à une démondialisation en augmentant les coûts de fabrication. Il est également possible que la hausse des achats en ligne ait permis aux e-commerçants d'augmenter leurs prix de vente.

Pour autant, nous continuons d'anticiper une faible inflation à moyen et long terme. Un choc de demande négatif lié à l'arrêt des aides de l'Etat américain commence à s'observer dans les statistiques. Dans l'attente d'un vaccin contre le Covid-19, la situation reste synonyme d'un environnement moins dynamique. Par ailleurs, les milliers de milliards de dollars de dettes émises pour financer une reprise constitueront un frein à long terme, car leur remboursement absorbera une partie de la production économique future.

Les deux événements qui devraient avoir le plus d'impact économique dans les prochains mois sont les plus difficiles à analyser. Le premier est le moment où un vaccin sera disponible. Les attentes sont fortes pour la fin d'année, mais tout dépendra ensuite de la rapidité avec laquelle ce vaccin pourra être fabriqué et distribué pour permettre un retour à la vie normale économique. Le second événement sera les élections américaines. La future composition du Congrès et la capacité de l'administration à faire passer ses réformes sont inconnues.

La seule certitude est celle du soutien des banques centrales, qui reste le point d'attention majeur pour analyser les marchés obligataires.

PRÉVISIONS ET SCÉNARIOS

Notre scénario de base reste celui d'une croissance supérieure à la moyenne, mais sa probabilité a été réduite à 60% contre 80% auparavant. Les politiques de relance restent très favorables à la croissance économique, mais les banques centrales ont désormais atteint la limite de ce qu'elles sont en mesure de faire. Au fur et à mesure que les restrictions prendront fin à l'échelle mondiale, davantage d'économies se joindront à la Chine pour rattraper leur retard de production. Nous avons augmenté à 20% la probabilité de notre scénario de croissance inférieure à la moyenne, contre 0% auparavant.

Les incertitudes politiques autour des mesures de relance budgétaire se sont accrues. À terme, les économies devront fonctionner sans soutien budgétaire, car le fardeau de la dette résultant du soutien budgétaire limite les perspectives futures. Soutenir l'économie à un coût abordable va rester un défi permanent pour Bruxelles, Washington, Tokyo et Pékin. Si la politique monétaire devenait la seule source de soutien supplémentaire, une croissance moins vigoureuse constituerait un scénario réaliste.

Les scénarios de récession et de nouvelle crise sont chacun associés à une probabilité de 10%. Le risque d'une rechute n'a pas disparu. Tout faux pas dans la gestion de la situation, ou une résurgence du virus, pourrait à nouveau freiner l'économie. Pour autant, ce risque est faible, car une telle éventualité déclencherait probablement de nouvelles réponses budgétaires et monétaires.

RISQUES

L'élection présidentielle américaine constitue un risque imminent. Une victoire de Joe Biden conduirait probablement à davantage de réglementation et, selon la composition du Congrès, pourrait entraîner une hausse des impôts. Une victoire de Donald Trump pourrait quant à elle entraîner une hausse des droits de douane et raviver le bras de fer avec la Chine. Les attentes autour d'un futur vaccin constituent également un risque important. Un retard dans sa mise au point et sa distribution freinerait probablement le retour à la normale. A l'inverse, un vaccin efficace et rapidement distribué constituerait un signal positif pour la croissance et pourrait amener les banques centrales à reconsidérer le degré d'accommodation de leur politique monétaire.

IMPLICATIONS STRATÉGIQUES

Notre scénario de base est fondé sur une poursuite de la reprise économique, soutenue à la fois par les mesures de relance et la mise au point d'un vaccin. Cet environnement largement favorable nous encourage à conserver nos prises de risque, et à les augmenter de manière sélective.

Nous privilégions les dettes d'entreprises américaines à bêta élevé. La plupart des entreprises ont pris des mesures pour améliorer leur trésorerie et la maturité de leurs passifs. Bien que l'endettement se soit accru, les taux d'intérêt historiquement bas ont rendu cette dette abordable.

Les obligations municipales à rendement élevé (notées BBB) semblent également intéressantes. Un raz-de-marée démocrate aux élections pourrait amener des financements indispensables pour les Etats et les collectivités.

Enfin, nous apprécions les obligations et les devises des marchés émergents. Les rendements restent élevés et les banques centrales de ces pays se sont lancées dans des programmes de baisse de taux et d'achats d'actifs à grande échelle. En outre, les niveaux de rendements aux Etats-Unis et la vigueur du dollar américain se sont affaiblis, offrant un contexte favorable aux devises émergentes.

CONCLUSIONS

La volatilité des marchés a bondi puis s'est estompée au cours des six derniers mois. Les marchés ont chuté puis se sont repris grâce à des mesures de relance supérieures aux attentes. Il est désormais plus difficile de trouver des actifs sous-valorisés sur les marchés. La solution est de ne pas être trop gourmand et d'accepter

d'investir dans des titres obligataires offrant des rendements dans la moyenne du marché, en profitant d'une revalorisation de ces titres à mesure que les taux baissent.

Lors de notre prochain point trimestriel de la mi-décembre, le contexte aura certainement évolué suite aux élections américaines et aux progrès effectués dans la mise au point d'un vaccin.

PROBABILITE DES SCENARIOS ET IMPLICATIONS EN TERMES D'INVESTISSEMENT : T4 20

Chaque trimestre, les principaux gérants de portefeuille et les spécialistes sectoriels de la plate-forme « Marchés obligataires, devises & matières premières » de J.P. Morgan se réunissent pour formuler une opinion consensuelle sur l'évolution à court terme (trois à six prochains mois) des marchés obligataires. Au cours de discussions d'une journée, l'environnement macroéconomique et les différents secteurs sont analysés selon trois axes : les fondamentaux, les valorisations et l'équilibre de l'offre et de la demande. Le tableau ci-dessous résume nos perspectives pour chacun des scénarios, avec leur probabilité et leurs implications financières.

	CROISSANCE		CONTRACTION	
	SUPÉRIEURE À LA TENDANCE Croissance du PIB mondial : >3%-3.5% Inflation : >2%	INFÉRIEURE À LA TENDANCE Croissance du PIB mondial : 2%-3.5% Inflation : 0%-2%	RÉCESSION Croissance du PIB mondial : <2% Inflation : <0%	CRISE Un mouvement de panique sur les marchés entraîne un impact systémique et un risque élevé
Probabilité	60%	20%	10%	10%
Évolution par rapport au trimestre précédent	-20 points de pourcentage	+20 points de pourcentage	Identique	Identique
Facteurs	<ul style="list-style-type: none"> La reprise de la croissance se poursuit avec une augmentation de l'activité économique et une réduction du chômage Potentiellement aidés par un vaccin, les gouvernements n'ont pas besoin d'opter pour de nouvelles restrictions ou de nouvelles mesures de quarantaine généralisées pour faire face à l'épidémie de Covid-19 	<ul style="list-style-type: none"> Rebond de la croissance mondiale amené par une reprise d'activité des entreprises à des niveaux toutefois inférieurs à ceux d'avant-crise Moindre recours aux aides budgétaires à mesure que l'économie et les marchés rebondissent et que les problèmes de déficit augmentent 	<ul style="list-style-type: none"> La résurgence de l'épidémie de Covid-19 provoque une deuxième vague de restrictions et une montée des tensions commerciales, ou bien un choc exogène d'une autre nature perturbe la reprise et ébranle les marchés 	<ul style="list-style-type: none"> L'activité économique reste déprimée: <ul style="list-style-type: none"> La deuxième vague de l'épidémie perdure La consommation diminue dans un contexte de chômage et d'incertitude plus élevés Les entreprises restent sous pression avec des niveaux d'activité inférieurs à la normale
Environnement monétaire	<ul style="list-style-type: none"> Les relances monétaires et budgétaires soutiennent les actifs à risque : <ul style="list-style-type: none"> De nouvelles relances budgétaires soutiennent les entreprises et les consommateurs Les banques centrales poursuivent leurs rachats d'actifs, maintenant les taux d'intérêt à des niveaux très bas L'offre de crédit aux entreprises reste abondante. 	<ul style="list-style-type: none"> Les banques centrales restent accommodantes et maintiennent leurs taux inchangés à des niveaux très bas Les entreprises poursuivent l'assainissement de leur bilan et reconstruisent leur ligne de défense 	<ul style="list-style-type: none"> Réponse budgétaire et monétaire inadéquate ne parvenant pas à restaurer la confiance des investisseurs Les PME commencent à manquer de trésorerie, le taux de chômage augmente L'endettement élevé des entreprises entraîne des vagues de restructurations Les tensions sur les marchés obligataires et monétaires entraînent des difficultés de financement et un comportement erratique du marché 	<ul style="list-style-type: none"> Risques géopolitiques: <ul style="list-style-type: none"> Les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine augmentent Les élections américaines créent une incertitude politique Les banques centrales, avec des taux directeurs déjà au plus bas, appellent à une relance budgétaire La réponse budgétaire des gouvernements est insuffisante pour créer une reprise
Marchés et positionnement	<ul style="list-style-type: none"> Dettes d'entreprises « investment grade » à bêta plus élevé Dettes municipales à haut rendement Dettes des marchés émergents en monnaie locale et devises émergentes 	<ul style="list-style-type: none"> Dettes d'entreprises « investment grade » Titres hypothécaires 	<ul style="list-style-type: none"> Bons du Trésor américain à 30 ans Préférence pour les devises-refuges : JPY, USD 	<ul style="list-style-type: none"> Obligations souveraines des marchés développés

Source: J.P. Morgan Asset Management. Analyse en date du 15 septembre 2020.

Les opinions, estimations, prévisions, projections et déclarations sur les tendances des marchés financiers sont fondées sur les conditions actuelles du marché et constituent des jugements sujets à évoluer sans préavis. Ils ne sont soumis à aucune garantie de réalisation.

CONSTRUIRE DES PORTEFEUILLES OBLIGATAIRES PLUS ROBUSTES 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.

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 une 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.

*FX : marché des changes ; MBS: titres adossés à des créances hypothécaires (mortgage-backed securities) ; IG : Investment Grade ; MD : marchés développés.

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.

Copyright 2020 JPMorgan Chase & Co. All rights reserved.

LV-JPM52805 | 07/20 | FR | 0903c02a8296a11b