

Perspectives obligataires

Thèmes du comité trimestriel du pôle mondial obligataire, matières premières et devises

T2 2017

AUTEUR



Robert Michele

Directeur des investissements et directeur du pôle mondial de gestion obligataire, matières premières et devises

SYNTHÈSE

- Nous pensons que la croissance synchronisée à l'échelle mondiale reflète une plus grande probabilité que les marchés intègrent au cours des trois à six prochains mois des niveaux de croissance supérieurs à la moyenne.
- Comme les banques centrales vont mettre des années à retirer les liquidités du système financier et à normaliser leurs politiques monétaires, nous anticipons une évolution graduelle. Cela va donner aux décideurs tout le temps nécessaire pour élaborer des politiques budgétaires cohérentes et permettre aux marchés de s'adapter à une modeste hausse des taux.
- Notre vue sur les taux reste inchangée. Nous anticipons trois nouvelles hausses des taux de la Réserve fédérale cette année. Le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans devrait atteindre 3 % vers la mi-année, et 3 % à 3,5 % d'ici la fin de l'année.
- Nos meilleures idées pour le trimestre : le haut rendement américain, le crédit titrisé de durée courte et les prêts à effet de levier ; en dehors des États-Unis, la dette émergente en monnaie locale ; des positions vendeuses sur les bons du Trésor américain, les emprunts d'État européens et eurodollars afin de se couvrir contre une hausse des taux et l'accélération du rythme des relèvements de taux directs.

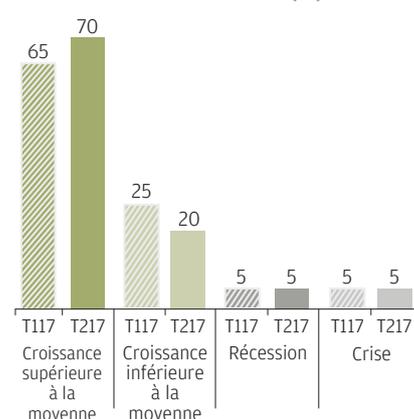
DE LA DIVERGENCE À LA CONVERGENCE

À l'automne 2016, un changement dans le sentiment du marché (le fameux déchaînement des « esprits animaux ») a modifié les anticipations relatives au caractère soutenable de la croissance mondiale et à l'inflation. Ce changement de perception a entraîné à la hausse les taux d'intérêt américains, et a permis à la Réserve fédérale (Fed) de resserrer les conditions monétaires pour la première fois depuis un an. En décembre, nous avons considérablement augmenté notre probabilité que le marché intègre à court terme des niveaux de croissance supérieurs à la moyenne, cette probabilité passant de 10 % à 65 %. Alors même que nous nous réunissions en mars à New York pour notre revue trimestrielle, la Fed a décidé de relever une nouvelle fois ses taux directeurs.

Qu'est-ce qui a poussé la Fed à intervenir ? Qu'est-ce qui a changé ? Selon le point de vue, la réponse est soit peu de choses, soit beaucoup de choses.

Du point de vue des États-Unis, il semble que les marchés financiers soient dans une position d'attente et que peu de choses aient changé. Depuis le début de l'année, le rendement du bon du Trésor à 10 ans a évolué au sein d'une fourchette assez étroite. Les marchés veulent voir le gouvernement et le Congrès se concentrer sur leurs priorités : les réductions d'impôt, la déréglementation, et les mécanismes permettant de réinjecter les dépenses budgétaires dans l'économie. Mais si on élargit son point de vue, on se rend compte que beaucoup de choses ont changé. En fin d'année dernière, on s'est rendu compte que même si les conditions commençaient à se normaliser aux États-Unis, le reste du monde était encore sous l'emprise de l'assouplissement des banques centrales qui avaient maintenu leurs taux à des niveaux très bas. Ce qui a changé, c'est que la croissance est désormais synchronisée à l'échelle mondiale. Et plus important encore, il en est de

PROBABILITÉ DES SCÉNARIOS (%)



Source : J.P. Morgan Asset Management. Opinions en date du mois de mars 2017.

même des politiques monétaires. La Fed ne fait plus cavalier seul. Les banques centrales dans le monde entier commencent à réduire leur niveau d'assouplissement. Elles sont de plus en plus portées à soutenir la croissance, l'inflation, une meilleure qualité de crédit et davantage de consommation. Nous entamons une transition : il s'agit de passer des politiques monétaires à des politiques budgétaires.

Certains experts ont laissé entendre que des taux plus élevés ne pouvaient pas perdurer en l'absence de relance induite par des dépenses budgétaires. Nous ne sommes pas d'accord. Nous considérons que les récents mouvements de marché, notamment l'évolution des rendements des bons du Trésor au sein d'une fourchette étroite, correspondent à une pause, et pas à autre chose. L'économie américaine progresse à un rythme de 2 % sans même le soutien de nouvelles dépenses budgétaires. L'Europe et le Japon bénéficient d'une croissance supérieure à la moyenne. La croissance de la Chine se stabilise, et même les marchés émergents font mieux que prévu. Nous pensons que cette synchronisation reflète une plus grande probabilité que les marchés intègrent au cours des trois à six prochains mois des niveaux de croissance supérieurs à la moyenne. Nous avons ainsi augmenté cette probabilité de 65 % à 70 %.

Risques

Par le passé, nous étions préoccupés par le risque que les divergences (hausse des taux aux États-Unis contre poursuite de l'assouplissement monétaire dans le reste du monde) conduisent à un renforcement du dollar, ce qui aurait limité le potentiel de croissance dans le monde. Du fait de la plus forte coordination des politiques monétaires à l'échelle mondiale, l'appréciation du dollar s'avère plus incertaine. Cependant, les mesures protectionnistes en provenance de Washington ou, inversement, le manque d'action politique, pourraient encore conduire les marchés à intégrer une croissance inférieure à la moyenne. Nous avons attribué une probabilité de 20 % à ce scénario, contre 25 % au dernier trimestre.

Nous avons maintenu les probabilités de Récession et de Crise à 5 % chacune. Les prochaines élections européennes constituent des risques persistants, de même qu'un faux-pas politique qui pourrait menacer la stabilité mondiale.

Les anticipations de taux aux États-Unis

Notre vue sur les taux demeure également inchangée par rapport au trimestre précédent. À l'époque, nous pensions qu'un rallye était possible à court terme, et c'est bien ce qui s'est passé. Aucune trajectoire haussière des taux n'est une ligne droite. Nous anticipons trois nouveaux relèvements des taux directeurs cette année. Le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans devrait atteindre 3 % vers la mi-année et 3 % à 3,5 % d'ici la fin de l'année.

IMPLICATIONS EN TERMES DE STRATÉGIE

Nous continuons d'identifier des opportunités dans les secteurs qui bénéficient du thème de la reflation, notamment dans l'ensemble du segment du crédit.

Des opportunités existent également au sein de segments qui bénéficient de la perspective d'une croissance plus vigoureuse :

- Notre meilleure idée est une nouvelle fois le **haut rendement** américain. Ce segment offre un taux de portage attractif. En outre, historiquement, les spreads des titres à haut rendement ont montré qu'ils étaient en mesure d'absorber une partie de l'augmentation des taux d'intérêt. En fin de cycle, les spreads du segment haut rendement atteignent généralement 300 points de base. Nous en sommes encore loin pour l'instant. Les taux de défaut continuent de baisser, beaucoup d'émetteurs fragiles ayant déjà fait défaut en dehors de l'indice.
- Les crédits titrisés de **duration courte** forment depuis un certain temps une classe d'actifs privilégiée. Ce segment offre un taux de portage attractif associé à un risque de duration limité. Le consommateur est en grande forme, et les augmentations salariales s'accélèrent. Avec une croissance et une inflation orientées à la hausse, la qualité de crédit devrait progresser, et non pas se dégrader.
- Tout comme leurs homologues obligataires, les prêts senior américains bénéficient également du vent porteur qui souffle sur le crédit. Le portage est intéressant, en particulier ajusté de la duration. Les flux de capitaux sont positifs et chaque hausse du LIBOR pourrait contribuer positivement aux rendements. Le profil convexe du secteur s'avère toutefois moins séduisant. Au sein de nos portefeuilles, et dès lors que nous en avons la possibilité, nous apprécions de pouvoir détenir des obligations à haut rendement pour lesquelles nous supprimons le risque de duration à travers un swap afin de créer des prêts senior synthétiques.

En dehors des États-Unis, nous continuons d'apprécier la dette émergente émise en devise locale. Tant les obligations que les devises apparaissent bon marché.

En général, la croissance aux États-Unis est favorable à celle des marchés émergents. L'inflation diminue, et dans de nombreux cas, les devises ont subi d'importants ajustements. En particulier, ce type d'obligations offre désormais ce qui manque à certains marchés développés, à savoir un rendement réel positif. Nous privilégions une combinaison d'obligations des pays émergents qui inclut notamment des émetteurs quasi-souverains, titres que nous finançons par un panier de devises des pays développés à faible rendement.

Comme les banques centrales commencent à relever leurs taux, la duration à faible rendement continue d'apparaître comme mal valorisée. Des positions purement vendeuses de bons du Trésor américain, les titres eurodollars et les emprunts d'État européens constituent autant de moyens de se couvrir contre la hausse des taux d'intérêt et l'accélération des relèvements de taux directeurs.

RÉFLEXIONS FINALES

Comme la reprise post-crise n'en finit pas, nous estimons que nous sommes toujours au milieu du gué plutôt qu'en fin de cycle. Nous commençons tout juste à passer d'une période de plusieurs années de soutien monétaire à des politiques de relance budgétaire plus significative. Cela ne veut pas dire que nous devrions craindre un effondrement économique et / ou du marché. Il faudra beaucoup de temps aux banques centrales pour retirer les liquidités du système financier. Selon nos estimations, cela prendra une douzaine d'années à la Fed pour normaliser sa politique monétaire,

et notamment réduire la taille de son bilan surdimensionné. En outre, ni la Banque centrale européenne ni la Banque d'Angleterre ne semblent avoir entamé leur processus de normalisation, tandis que la Banque du Japon a l'air d'en être à des années-lumière. Le long et progressif processus de retrait des liquidités donnera plus de temps aux décideurs pour élaborer des politiques budgétaires cohérentes. Si ce scénario d'évolution des politiques monétaires se confirme, alors les marchés seront capables de faire face à une légère hausse des taux d'intérêt et de s'ajuster sans subir le traumatisme des précédents cycles de resserrement.

PROBABILITÉS DES SCÉNARIOS ET LES IMPLICATIONS EN TERMES D'INVESTISSEMENT : T2 2017

Chaque trimestre, les gérants de portefeuille principaux et les spécialistes sectoriels du pôle obligataire, matières premières et devises de obligataires 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 examinons l'environnement macroéconomique et analysons chaque secteur sur la base de trois principaux facteurs de recherche : les fondamentaux, les valorisations quantitatives et les dynamiques 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		EXTRACTION	
	SUPÉRIEURE A LA MOYENNE Croissance du PIB mondial >3½ % Inflation >2 %	INFÉRIEURE A LA MOYENNE Croissance du PIB mondial 2-3½ % Inflation 0-2 %	RÉCESSION PIB mondial <2 % Inflation <0 %	CRISE Des mouvements désordonnés sur les marchés créent un impact systémique et un risque extrême
Probabilité	70%	20%	5%	5%
Évolution par rapport au trimestre précédent	+5%	-5%	Inchangée	Inchangée
Facteurs	<ul style="list-style-type: none"> Des indicateurs avancés à leurs plus hauts niveaux depuis plusieurs années La croissance est synchronisée à l'échelle mondiale <ul style="list-style-type: none"> L'économie américaine progresse à un rythme de 2 % Croissance supérieure à la moyenne en Europe et au Japon La croissance des pays émergents s'avère meilleure que prévu, en raison d'améliorations au Brésil et en Russie Stabilisation de la croissance en Chine 	<ul style="list-style-type: none"> La vigueur du dollar limite la croissance Des politiques protectionnistes mises en œuvre aux États-Unis Des blocages au sein des partis politiques à Washington retardent voire menacent le lancement d'un plan de relance d'envergure 	<ul style="list-style-type: none"> Effondrement du marché du pétrole 	<ul style="list-style-type: none"> Résultat(s) surprise(s) aux élections européennes Endettement incontrôlable en Chine Faux-pas politique
Environnement monétaire	<ul style="list-style-type: none"> Les banques centrales s'éloignent de l'assouplissement ; la politique monétaire cède la place aux mesures budgétaires Poursuite du resserrement monétaire par la Fed ; tension des rendements pour les emprunts d'État des marchés développés 	<ul style="list-style-type: none"> Les banques centrales mondiales poursuivent leur soutien monétaire 	<ul style="list-style-type: none"> La réduction des mesures accommodantes par les banques centrales pèse sur les économies et les marchés les plus fragiles 	<ul style="list-style-type: none"> Les banques centrales marquent une pause ou assouplissent leurs conditions monétaires
Marchés et positionnement	<ul style="list-style-type: none"> Détenir du crédit <ul style="list-style-type: none"> Haut rendement américain Crédit titrisé de durée courte Prêts senior américains Devises EM Positions purement vendeuses <ul style="list-style-type: none"> Bons du Trésor américain de maturité courte France Eurodollars 	<ul style="list-style-type: none"> Une croissance modeste et de faibles taux d'intérêt soutiennent les obligations Haut rendement américain, haut rendement européen, dette bancaire 	<ul style="list-style-type: none"> Alléger la dette émergente S'exposer à la dette souveraine de grande qualité Réduire l'exposition au crédit 	<ul style="list-style-type: none"> Détenir les taux américains et de l'or

Source : J.P. Morgan Asset Management. Opinions en date du 16 mars 2017. 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. Il n'y a aucune garantie qu'elles se révèlent exactes. DM : marchés développés ; EM : marchés émergents - FX : Taux de change.

CONSTRUIRE DES PORTEFEUILLES PLUS SOLIDES 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 premiers gérants obligataires au monde.

Des perspectives variées, des solutions adaptées :

- 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 en matière de gestion obligataire.
- 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.

Pour de plus amples informations, veuillez prendre contact avec votre conseiller J.P. Morgan Asset Management.

La valeur des investissements dans les obligations et les autres titres de dette change en fonction de l'évolution des taux d'intérêt. En cas de hausse des taux, la valeur de ces investissements baisse généralement. Les titres plus sensibles aux taux d'intérêt et avec des échéances plus longues tendent à offrir des rendements plus élevés, mais sont également exposés à des fluctuations plus importantes de leur valeur. En règle générale, l'évolution de la valeur des titres obligataires n'influe pas sur les revenus générés, mais peut avoir un impact sur la valeur de votre investissement. Le risque de crédit représente le risque de perte en capital ou de perte de compensation financière résultant de l'incapacité de l'emprunteur à rembourser un prêt ou à honorer une obligation contractuelle. Le risque de crédit survient dès lors qu'un emprunteur prévoit d'utiliser des flux de trésorerie futurs afin de rembourser une dette actuelle. Une telle défaillance est susceptible de voir votre investissement accusé des pertes au sein de votre portefeuille.

RÉSERVÉ AUX INVESTISSEURS QUALIFIÉS NE CONVIENT PAS À UNE UTILISATION PRIVÉE OU UNE DISTRIBUTION PUBLIQUE

Ce document est à but informatif uniquement et ne constitue pas une recommandation à l'achat ou à la vente d'investissements. Les informations contenues dans ce document promotionnel ont été puisées à des sources considérées comme fiables. J.P. Morgan Asset Management ne peut cependant en garantir l'exactitude ni l'exhaustivité. Toutes prévisions ou opinions exprimées sont propres à J.P. Morgan Asset Management à la date d'édition de ce document et sont susceptibles de changer à tout moment sans préavis. Ceci ne constitue pas une offre ou une recommandation à l'achat ou à la vente d'investissements, et ne doit pas être considéré comme suffisant pour prendre une décision d'investissement. Toutes les transactions doivent être fondées sur le document d'information clé pour l'investisseur et le plus récent prospectus complet. Une copie du prospectus, du document d'information clé pour l'investisseur et des derniers rapports périodiques des SICAV's de droit luxembourgeois sont disponibles gratuitement auprès de JPMorgan Asset Management (Suisse) Sàrl, Dreikönigstrasse 21, 8002 Zurich, qui a été autorisée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers FINMA en tant que représentant en Suisse des fonds. Agent payeur en Suisse: J.P. Morgan (Suisse) SA, 8, rue de la Confédération, case postale 5507, CH-1211 Genève 11.

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 communiquerez ponctuellement seront collectées, stockées et traitées par J.P. Morgan Asset Management dans le respect de la Politique de confidentialité (EMOA). La Politique de confidentialité (EMOA) est disponible sur le site <http://www.jpmorgan.com/pages/privacy>.

LV-JPM50164 | 04/17 | 281c6ec0-201a-11e7-9ba0-005056960c63