

# Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Marchés internationaux et portefeuilles multi-actifs

13 mai 2019

AUTEUR



**Thushka Maharaj**  
Stratégiste  
Multi-Asset Solutions

## SYNTHÈSE

- En Europe, les enquêtes de confiance et les chiffres économiques brossent un tableau mitigé, tandis que les risques politiques restent élevés, comme dans le reste du monde. Nous nous attendons à ce qu'une inflexion du cycle industriel mondial stimule la croissance européenne dans les prochains mois.
- Alors que la Banque centrale européenne (BCE) se montre conciliante, les marchés se concentrent sur la question de savoir comment elle pourrait mettre en place un système de taux à plusieurs paliers (« *tiering*») pour atténuer l'effet pénalisant des taux d'intérêt négatifs sur la performance des banques.
- Bien qu'une baisse des taux ne constitue pas notre scénario de base, le *tiering* pourrait permettre à la BCE d'abaisser ses taux en cas de nouvelle dégradation de la conjoncture économique.
- Dans nos portefeuilles multi-actifs, nous avons tactiquement réduit notre sous-pondération des actions européennes. Après la prudence affichée pendant les derniers trimestres, nous reprenons progressivement goût aux actions par rapport aux obligations, car les fondamentaux semblent évoluer en leur faveur. Les risques liés au commerce alimentent une forte incertitude et notre position reste limitée. Nous continuons de privilégier le portage par rapport à la croissance.

## ACTUALISATION DE NOS AVIS SUR L'EUROPE

À la même époque il y a un an, les marchés pensaient que 2019 serait l'année de la reprise de la croissance et du début de la normalisation de la politique monétaire de la BCE. Cependant, la seconde moitié de l'année 2018 ne s'est pas passée comme prévu, marquée par un ralentissement brutal de la croissance européenne. Le premier trimestre de 2019 n'a pas non plus répondu à l'espoir d'un rebond, les données subjectives du secteur manufacturier allant toujours dans le sens d'un ralentissement. La persistance des risques politiques (« Brexit », agitation sociale en France, problèmes budgétaires en Italie, manœuvres politiques à l'approche des élections européennes) continue également de peser sur la confiance des entreprises.

On observe toutefois des signes timides de stabilisation dans les chiffres du mois écoulé. Les résultats économiques se sont avérés meilleurs que ce que les données subjectives (indices de confiance) laissaient craindre (figure 1). Cela s'explique en partie par le fait que les services ont relativement mieux résisté que l'industrie – une indication que la faiblesse du secteur automobile et le manque de dynamisme du cycle industriel mondial pèsent sur des pays comme l'Allemagne. Nous pensons que les chiffres vont s'améliorer, notamment dans les économies qui possèdent une base industrielle importante, à mesure que les mesures de relances chinoises feront ressentir leurs effets sur le cycle industriel. La demande intérieure européenne devrait également être soutenue par l'assouplissement des conditions financières et l'amélioration du marché de l'emploi. Un rebond rapide et vigoureux des chiffres d'activité reste néanmoins peu probable, car l'impact négatif du contexte politique a peu de chances de disparaître.

L'Europe est également vulnérable en cas de nouvelle escalade du conflit commercial, que ce soit directement (dans le cadre d'éventuels droits de douane américains sur les véhicules importés aux États-Unis) ou indirectement (dans le cadre des chaînes d'approvisionnement chinoises, suite à la récente augmentation des droits de douane américains).

Cette faiblesse prolongée de l'économie a ramené la BCE sur le devant de la scène. La banque centrale a longtemps attribué le ralentissement à des facteurs transitoires qui ne justifiaient pas une réponse monétaire. Mais la durée du ralentissement et le niveau de départ peu élevé de l'inflation l'ont obligée à se montrer plus conciliante. Lors de sa réunion du mois de mars, elle a intégré le ralentissement de la croissance à ses prévisions et repoussé l'horizon de ses indications sur l'orientation future de la politique monétaire (*forward guidance*) pour maintenir les taux inchangés au moins jusqu'à fin 2019. Elle a également annoncé de nouvelles opérations de liquidité pour les banques au second semestre. Les marchés ont depuis lors largement modifié leurs anticipations de taux, ne prévoyant aucune hausse des taux directeurs sur les deux ans à venir. L'attitude conciliante de la BCE et le caractère mitigé des données PMI sont les deux grands facteurs d'ancrage des *bunds*, dont les rendements sont retombés en terrain négatif.

**Quels sont les autres moyens d'action de la BCE?**

Le taux directeur de la BCE est inchangé depuis mi-2016 à -0,04 %. On pensait jusqu'à maintenant que la BCE avait atteint son plancher effectif en termes de taux. Après une longue période de taux négatifs, on commence pourtant à parler d'un mécanisme de taux directeur à plusieurs paliers appelé « *tiering* ».

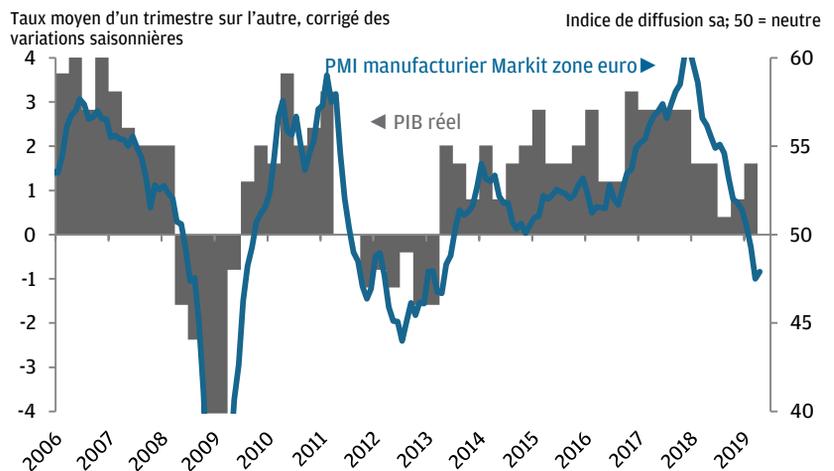
Les taux directeurs négatifs pèsent sur la rentabilité des banques, les taux de rémunération des dépôts des clients ayant généralement un plancher de 0 % tandis que les réserves excédentaires auprès de la banque centrale sont soumises à un taux d'intérêt négatif de -0,4%. En limitant l'application des taux négatifs à une partie seulement des réserves bancaires, le *tiering* des taux de dépôt pourrait atténuer cet impact négatif. Après une longue période de taux négatifs, il est logique que la BCE réexamine les effets secondaires indésirables de sa politique monétaire tout en étudiant la possibilité d'une réduction supplémentaire des taux.

À l'heure actuelle, la totalité des réserves excédentaires du système bancaire européen (soit environ 2 000 milliards d'euros) est soumise à un taux de rémunération de -0,4 %. D'autres banques centrales qui pratiquent des taux négatifs en exonèrent une partie des réserves excédentaires, ce qui en réduit le coût pour les banques. La mise en place d'un système de taux de dépôt à plusieurs paliers permettrait également à la BCE d'abaisser ses taux si les conditions économiques l'exigeaient, tout en limitant les effets indésirables de cette politique

La figure 2 présente le montant des réserves excédentaires et le taux EONIA (*Euro Overnight Index Average*) pour illustrer l'impact des réserves excédentaires sur les taux au jour le jour. Au-delà d'un certain niveau de réserves excédentaires, les taux au jour le jour cessent de réagir. Il n'est donc pas nécessaire techniquement d'appliquer un taux négatif sur la totalité des réserves excédentaires pour maintenir les taux au jour le jour à un niveau proche de celui des taux directeurs.

**FIGURE 1 : LES CHIFFRES ÉCONOMIQUES ONT MIEUX RÉSISTÉ QUE LES ENQUÊTES NE LE LAISSAIENT PRÉSAGER**

Les chiffres de PMI ont chuté de manière régulière tout au long de 2018. Les résultats économiques se sont affaiblis, mais ont mieux résisté que les enquêtes de confiance ne le laissaient présager. Nous nous attendons à un rebond du cycle industriel mondial qui devrait soutenir les chiffres européens dans les prochains mois.



Source : Bloomberg, Markit, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions. Données en date du 30 avril 2019.

L'impact du *tiering* sur les marchés dépendra des modalités précises de sa mise en place. Globalement, nous pensons qu'à lui seul, le *tiering* aura un impact marginal sur les taux à court terme, mais qu'il favorisera un redressement de la courbe des taux allemands. Ce qui changerait réellement la donne, c'est la possibilité que le *tiering* ouvre la voie à une réduction des taux de la BCE. À l'heure actuelle, ce n'est pas ce que nous prévoyons, car nous observons une amélioration des données.

**L'Europe reste confrontée à des difficultés structurelles**

La BCE n'est pas (et n'est pas censée être) le seul acteur qui soutienne la croissance. Il doit également y avoir une volonté de réforme sur le plan politique avec des mesures de relance ciblées. À la marge, la politique budgétaire s'est légèrement assouplie, mais de façon mineure par rapport au ralentissement de la croissance. L'instabilité politique et l'imbrication des États et des secteurs bancaires restent des problèmes importants pour l'Europe. Il ne fait aucun doute que des réformes ont été mises en place et que l'Europe est bien plus stable qu'elle ne l'a été, mais le rythme des changements, et notamment de la consolidation du système bancaire, est lent. Il est difficile de trouver des arguments structurels en faveur d'une réévaluation des banques européennes en l'absence de réel changement de politique à l'appui des prévisions d'inflation et d'une hausse convaincante des rendements obligataires. De plus, les risques géopolitiques n'ont pas disparu et l'Europe pourrait se retrouver dans le collimateur, surtout si les États-Unis revenaient à la charge dans le mois qui vient sur la question des droits de douane visant les véhicules européens.

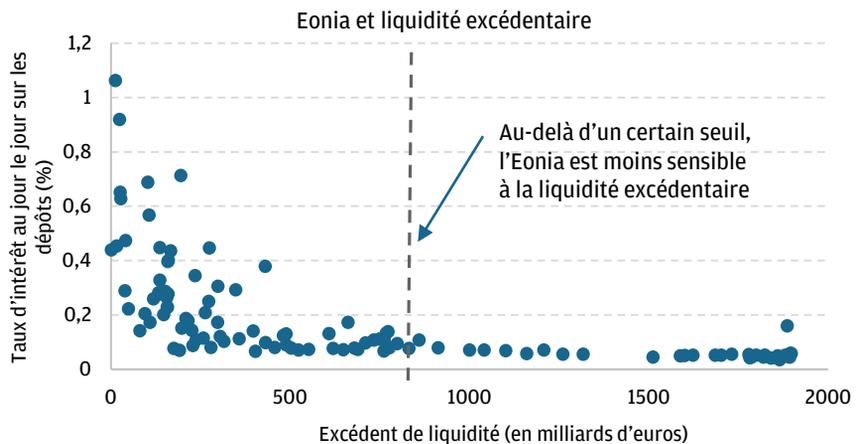
**IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS**

Cela fait un moment que les actions européennes représentent une sous-pondération privilégiée. Cependant, depuis le début de l'année, elles sont largement restées en phase avec leurs homologues américaines. Dans une optique à court terme, nous avons tactiquement réduit notre sous-pondération pour les raisons suivantes : positionnement « *short* » du consensus sur les actions européennes, performance du marché et prévision d'une reprise cyclique de l'activité industrielle qui devrait favoriser les marchés à bêta plus élevé tels que l'Europe.

Conformément à notre scénario de base, qui ne prévoit pas de récession cette année en parallèle de taux de défaillance toujours faibles au niveau des entreprises, nous privilégions les actifs de portage et préférons prendre du risque sur le crédit, et notamment le segment High Yield américain. Nous reprenons goût aux actions par rapport aux obligations, estimant qu'il existe un modeste potentiel de hausse lié à l'évolution plus favorable des fondamentaux. Les indicateurs de croissance semblent avoir passé le creux de la vague, l'inflation inférieure à l'objectif signifie que les banques centrales sont, pour le moment, une menace distante pour les marchés et la croissance des bénéfices semble être en train de se stabiliser. L'actualité récente fait clairement peser des risques baissiers sur cet avis. En termes de durée, nous conservons le positionnement neutre adopté lorsque les rendements ont atteint la limite basse de notre fourchette prévisionnelle. Nous sommes neutres sur les *bunds*, car les rendements seront probablement bousculés d'un côté et de l'autre par l'amélioration des chiffres industriels et par la persistance des risques géopolitiques.

**FIGURE 2 : AU-DELÀ D'UN CERTAIN SEUIL, LES TAUX D'INTÉRÊT AU JOUR LE JOUR DEVIENNENT MOINS SENSIBLES À LA LIQUIDITÉ EXCÉDENTAIRE**

À l'heure actuelle, la BCE applique un taux de -0,4 % sur la totalité des réserves excédentaires déposées auprès de la banque centrale. Les autres banques centrales qui pratiquent des taux négatifs en exonèrent une partie des réserves, ce qui réduit le coût de cette politique pour les banques qui conservent des liquidités. Si la BCE mettait en place un mécanisme de taux de dépôt à plusieurs paliers (*tiering*), elle pourrait imposer un taux de 0 % sur une partie des réserves excédentaires sans pour autant faire monter les taux d'intérêt du marché monétaire.



Source : Bloomberg, Markit, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions. Données en date du 30 avril 2019.

## L'équipe Stratégie Multi-Asset Solutions

### John Bilton

Responsable de la Stratégie  
Londres

### Patrik Schöwitz

Stratégiste, Éditeur  
Londres

### Michael Hood

Stratégiste  
New York

### Thushka Maharaj

Stratégiste  
Londres

### Benjamin Mandel

Stratégiste  
New York

### Sylvia Sheng

Stratégiste  
Hong Kong

### Michael Albrecht

Stratégiste  
New York

### Diego Gilsanz

Stratégiste  
New York

### Tim Lintern

Stratégiste  
Londres

Pour de plus amples informations, veuillez prendre contact avec votre conseiller 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. 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.

Copyright 2019 JPMorgan Chase & Co. All rights reserved.

PI-AA-WEEKLY-051319 | 0903c02a8219f62b