

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Marchés internationaux et portefeuilles multi-actifs

16 septembre 2019

AUTEUR



Thushka Maharaj

Stratégiste

Multi-Asset Solutions

SYNTHÈSE

- La vigueur des mesures de relance de la BCE a surpris les investisseurs, avec un retour à durée indéterminée de l'assouplissement quantitatif : les rachats d'actifs se poursuivront à hauteur de 20 milliards d'euros par mois jusqu'à ce que l'inflation commence à augmenter. Les taux directeurs ont été abaissés tandis que l'orientation future de la politique monétaire (forward guidance) est désormais plus étroitement liée à l'inflation.
- L'intervention de la BCE répond au ralentissement prolongé de l'économie de la zone euro, aux risques baissiers découlant de la stagnation du commerce international et de l'incertitude liée au Brexit, et à la baisse persistante de l'inflation et des prévisions d'inflation.
- À elles seules, les mesures de relance de la BCE ne modifieront probablement pas nos prévisions structurelles d'une faible croissance des bénéfices pour les actions européennes. Ce nouvel assouplissement quantitatif à durée indéterminée devrait bénéficier à la dette souveraine des pays périphériques et aux marchés du crédit. Nous continuons de faire preuve de prudence à l'égard des actifs risqués en sous-pondérant légèrement les actions par rapport aux obligations.

DÉCRYPTER LES NOUVELLES MESURES DE RELANCE DE LA BCE

Après son départ de la présidence de la Banque centrale européenne (BCE) à fin octobre, Mario Draghi restera probablement dans les mémoires pour un discours décisif prononcé au plus fort de la crise de la dette souveraine en 2012, lorsqu'il avait promis de faire « tout ce qui était nécessaire » pour sauver l'euro. La semaine dernière, l'attention des investisseurs était tournée vers le détail des mesures de relance extrêmement attendues de la BCE, une reprise de l'assouplissement quantitatif (ou « QE », de l'anglais quantitative easing) étant fortement attendue.

Draghi et la BCE n'ont pas déçu. La BCE a dévoilé un ensemble de mesures énergiques, surprenant les investisseurs avec un retour à durée indéterminée des rachats d'actifs, qui se poursuivront à hauteur de 20 milliards d'euros par mois jusqu'à ce que l'inflation commence à augmenter. Sur la base des prévisions d'inflation de la BCE, cet assouplissement quantitatif devrait rester en place au moins jusqu'à fin 2020. Le taux directeur des dépôts a été réduit de 10 points de base (pb) à -0,50 % tandis que les indications sur l'orientation future de la politique monétaire (forward guidance) sont désormais plus étroitement liées à l'inflation. Les taux d'intérêt sur les opérations de refinancement en cours ont été portés à trois ans et réduits de la même manière que les taux directeurs.

L'introduction d'un taux de dépôt par palier (« tiering ») représente une innovation intéressante - c'est la première fois que la BCE met en place une mesure de cette nature. Dans ce qui constitue probablement le dernier morceau de bravoure de Draghi, la BCE a lié plus étroitement son taux directeur et sa politique de bilan aux chiffres d'inflation, manifestant une volonté renouvelée d'atteindre son objectif de 2 % d'inflation.

Dans ce bulletin, nous revenons plus en détail sur les mesures de la BCE dans le contexte financier et économique et analysons leurs répercussions sur l'ensemble de nos portefeuilles multi-actifs.

Croissance ralentie et inflation en baisse

Trois facteurs ont poussé la BCE à agir :

- Le ralentissement prolongé de l'économie de la zone euro, dont le PIB a augmenté de seulement 0,2 % en base annuelle au second trimestre ;
- la persistance des risques baissiers découlant de la stagnation du commerce international, des préoccupations liées au conflit commercial et de l'incertitude entourant le « Brexit »;
- des chiffres d'inflation toujours inférieurs à l'objectif de la BCE, alors que les prévisions d'inflation ne cessent d'être révisées à la baisse, l'inflation prévisionnelle à 3 ans étant désormais de 1,5 % (graphique 1).

En ce qui concerne la croissance, on notera que le ralentissement de la zone euro qui a commencé début 2018 est une histoire à deux volets.

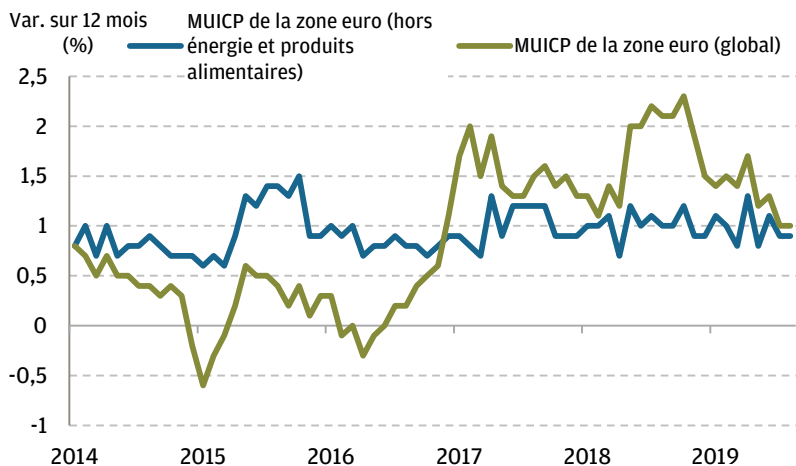
L'économie intérieure est relativement résistante (le secteur des services est robuste), mais les pays et secteurs exposés à l'économie internationale (et notamment l'industrie) connaissent des difficultés.

En raison de sa forte dépendance à l'égard du commerce extérieur, l'économie de la zone euro est étroitement liée à la croissance mondiale (graphique 2), ce qui explique pourquoi la BCE s'est sentie obligée d'agir.

Ce nouvel assouplissement aura probablement un impact limité sur les dépenses des ménages et des entreprises. Il pourrait toutefois contribuer à réduire les risques baissiers découlant d'une conjoncture difficile, entre conflits commerciaux, Brexit et ralentissement de l'économie chinoise. De plus, en réduisant les coûts d'emprunt, les mesures de relance de la BCE pourraient faciliter le financement par les gouvernements d'une modeste expansion budgétaire et pousser les pays qui peuvent se le permettre d'y avoir effectivement recours. Malgré tout, nous pensons que cette stimulation monétaire ne pourra à elle seule catalyser une reprise durable de la croissance économique et, par extension, de la croissance des bénéfices par action.

GRAPHIQUE 1 : INFLATION DANS LA ZONE EURO ET INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION DE L'UNION MONÉTAIRE (MUICP), 2014-2019

Avec une inflation largement inférieure à l'objectif de 2 % de la BCE, les prévisions d'inflation se sont ancrées à des niveaux plus bas. Le taux prévisionnel de l'inflation à 3 ans de la BCE se situe désormais à 1,5 %, ce qui n'est pas vraiment « inférieur à, mais proche de 2 % ».



Source : Bloomberg, Eurostat, J.P. Morgan Asset Management. Données au 31 août 2019. Informations fournies à titre purement indicatif.

Les banques et le « tiering »

Les banques jouent un rôle crucial dans les perspectives de croissance de l'Europe, car les financements y restent largement dominés par l'intermédiation bancaire. Ces dernières années, les taux de dépôt négatifs de la BCE ont pesé sur la rentabilité des banques, et la perspective de taux encore plus négatifs dans le cadre de la politique de relance de la BCE constituait une véritable préoccupation.

C'est la raison pour laquelle de nombreux investisseurs bancaires ont bien accueilli la décision de la BCE d'appliquer des taux de dépôt par palier (« tiering »), en vertu desquels le taux directeur de -0,50 % ne s'applique qu'à une partie des dépôts bancaires. Par le passé, les banques payaient essentiellement près de 7 milliards d'euros par an à la BCE pour conserver 1 770 milliards d'euros d'excédents de liquidité auprès de la banque centrale (env. 5 à 6 % de leurs bénéfices). Dans une certaine mesure, le tiering devrait les soulager - selon certaines estimations, l'économie nette résultant de l'application de taux par paliers et des réductions de taux représenterait environ 2 % de leur résultat net. L'impact global est limité, et avec des taux directeurs qui resteront probablement faibles ou négatifs pendant un certain temps, l'impact de la politique monétaire sur la marge nette d'intérêts des banques reste un frein structurel pour ce secteur.

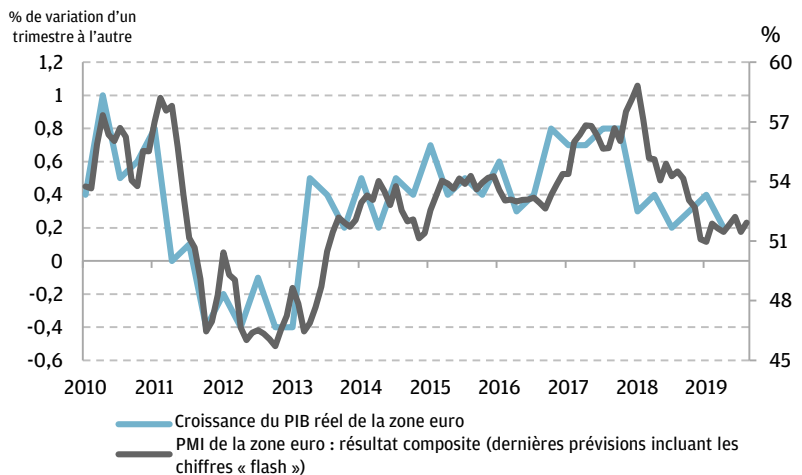
IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

La durée indéterminée de l'assouplissement quantitatif de la BCE et la prolongation des opérations de refinancement annoncées le 12 septembre vont dans le sens de notre avis positif sur les spreads de la dette souveraine des pays périphériques et le crédit européen. La reprise des rachats d'actifs de la BCE, associée à une inflation peu élevée, favorisera des rendements faibles ou négatifs sur les bunds allemands. En l'absence de relance budgétaire, nous pensons que les interventions de la BCE ne seront pas suffisantes pour modifier nos prévisions structurelles d'une faible croissance de l'économie et des bénéfices en Europe pour le moyen terme.

Nous continuons de faire preuve de prudence dans la construction de nos portefeuilles. Bien qu'une récession mondiale ne soit pas notre scénario central, la probabilité accrue d'une contraction de l'économie justifie notre positionnement modérément averse au risque au sein de nos portefeuilles multi-actifs.

GRAPHIQUE 2 : PIB RÉEL DE LA ZONE EURO ET PMI COMPOSITE, 2010-2019

La comparaison des chiffres de PIB et de PMI montre que même si l'industrie, qui est fortement dépendante du commerce international, connaît des difficultés, l'économie intérieure de la zone euro est en bien meilleure santé. Le secteur des services est particulièrement dynamique.



Source : Bloomberg, Eurostat, Markit PMI, J.P. Morgan Asset Management. Données à fin juin 2019 (PIB) et fin août 2019 (PMI). Informations fournies à titre purement indicatif.

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

Michael Akinyele

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 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.

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-090219 | 0903c02a826c8f0c