

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Evolutions des marchés mondiaux et portefeuilles muti-actifs

25 février 2019

AUTEUR



Michael Albrecht, CFA
Stratégiste
Multi-Asset Solutions

SYNTHÈSE

- La normalisation du bilan de la Réserve fédérale (Fed) devrait se terminer en fin de T3 ou au début du T4, bien plus tôt que les anticipations des acteurs de marché. Cette évolution tient au fait que les estimations de ce qu'est une taille "normale" du bilan de la Fed, longtemps interprétée comme devant être beaucoup plus importante qu'avant la crise financière, ont fortement augmenté.
- Comme la Fed a réduit son bilan, le taux *fed funds* effectif (EFFR¹) – taux de marché réel que les banques s'appliquent entre elles sur les prêts au jour le jour – a progressé bien plus rapidement que prévu, par rapport au taux d'intérêt sur les réserves excédentaires (IOER), taux auquel sont rémunérées les banques sur leurs dépôts excédant les exigences réglementaires.
- La hausse plus rapide que prévu du EFFR est la raison essentielle pour laquelle le niveau "normal" des réserves de la Fed, et donc celui du bilan global, a augmenté et la date anticipée de la fin de la normalisation a été avancée.
- Le tournant accommodant de la Fed sur son bilan devrait contribuer à contenir les rendements des bons du Trésor U.S. et pourrait offrir un modeste soutien à court terme aux actifs risqués. Mais, en fin de cycle, nous demeurons prudents, en restant sous-pondérés sur les actions par rapport aux obligations et en préférant le marché des actions U.S. du fait de sa plus haute qualité et de ses caractéristiques défensives.

UNE FIN BRUTALE POUR LA NORMALISATION DU BILAN DE LA FED

Les débats relatifs à la fin de la normalisation du bilan de la Réserve fédérale (Fed) [processus de dénouement de son portefeuille de bons du Trésor et de titres adossés à des créances hypothécaires (MBS) constitué au titre du *Quantitative Easing* (QE) entre 2008 et 2014] prennent une tournure de plus en plus animée. Nous prévoyons désormais l'arrivée à son terme de ce processus en fin de T3 ou au début du T4, lorsque le bilan atteindra 3,6 à 3,7 trillions \$, chiffre considérablement plus élevé que son niveau antérieur à la crise (inférieur à 1 trillion \$). Nous anticipons l'annonce de cette décision par la Fed en juin.

La Fed a commencé à préparer le terrain en vue de cette évolution lors de sa réunion de janvier lorsque l'essentiel des propos de son président Jerome Powell ont été consacrés au bilan de la Fed. Les minutes de cette réunion, publiées le 20 février, ont révélé que presque tous les participants estimaient qu'il serait prochainement approprié d'annoncer la fin de la normalisation du bilan d'ici à la fin de l'année, faisant ainsi écho à la déclaration du gouverneur de la Fed Lael Brainard la semaine précédente.

¹Calculé en utilisant les données des transactions au jour le jour sur fonds fédéraux fournies par les banques, à titre de médiane des transactions au jour le jour sur fonds fédéraux pondérée par les volumes.

Après la fin de la normalisation, la croissance naturelle du passif de la Fed signifie que la banque centrale va commencer à reprendre la croissance de ses actifs avec les achats permanents de bons du Trésor sur l'open market de 1 à 15 milliards \$ par mois (non compris les montants consacrés à la compensation de la diminution de l'encours des MBS). Nous estimons que cette évolution accommodante va contribuer à modérer les rendements des bons du Trésor U.S. à plus long terme.

Jusqu'à une période très récente, mettre un terme à la normalisation aussi tôt n'était pas une idée largement répandue. Même début décembre, selon les dernières enquêtes de la Fed de New York², la date médiane estimée de la normalisation était le T2 2020 pour les *primary dealers* (spécialistes en valeurs du Trésor) et le T1 2021, plus lointain, pour les acteurs de marché *buy-side*. Les estimations ont avancé la date de fin anticipée au cours de l'année dernière tout simplement du fait que les estimations de la taille "normale" du bilan (niveau auquel elle cesse de se réduire) ont progressé.

Pourquoi le bilan "normal" est-il désormais plus important ?

La plupart des débats concernant le bilan de la Fed portent sur ses actifs, majoritairement des bons du Trésor et des MBS. En 2014, la Fed a déclaré qu'elle avait l'intention, à plus long terme, de ne pas détenir plus de titres que nécessaire pour mettre en place une politique monétaire "efficiente et efficace."³ En clair, la Fed n'utilise pas ces titres en eux-mêmes pour mettre en oeuvre sa politique monétaire, mais elle doit détenir des actifs pour les appairer à son passif et elle doit détenir un montant minimum de certaines dettes.

Il s'agit principalement de dollars U.S. en circulation et de réserves des banques, qui ont tous deux fortement progressé par rapport à leur niveau d'avant crise. Depuis janvier 2008, la monnaie en circulation a progressé de 7,0 % par an, soit un doublement au cours de cette période.

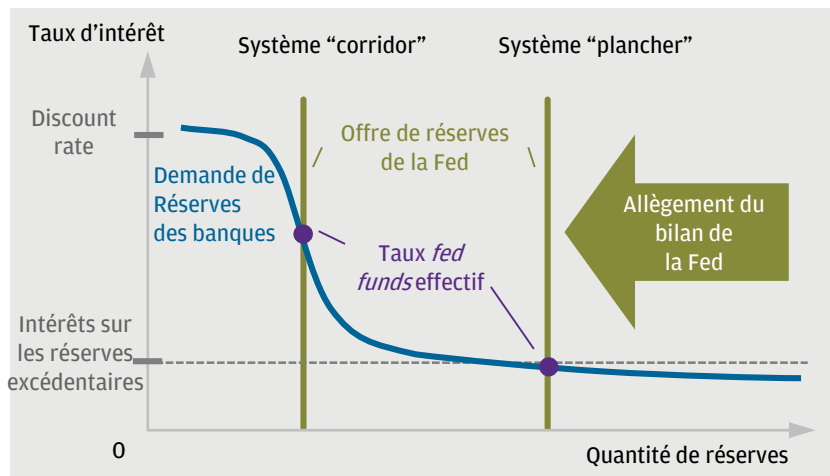
Pendant ce temps, les réserves des banques détenues auprès de la Fed sont passées d'un niveau négligeable à un niveau prépondérant dans le bilan, du fait que la Fed a crédité les comptes des banques de nouveaux dépôts de réserve comme paiement des achats dans le cadre du QE. Désormais, comme la Fed dénoue ses positions en bons du Trésor et en MBS, elle réduit de la même manière son offre de ces réserves bancaires (actuellement de 1,5 trillion \$). Dix ans après la crise, deux évolutions structurelles empêchent la Fed de réduire ces réserves à leur niveau antérieur négligeable. Tout d'abord, la demande des banques U.S. pour les réserves est désormais nettement plus élevée, pour une large part du fait que ces réserves sont devenues un moyen attractif de satisfaire aux exigences réglementaires postérieures à la crise. En second lieu, le système de la Fed consistant à contrôler le taux *fed funds* effectif a évolué d'un "corridor" vers un "plancher" qui exige d'amples réserves (comme le montre le **graphique 1** et, comme la Fed l'a clarifié en janvier, ce dernier système restera en place.

²Les enquêtes *Survey of Primary Dealers* (SPD) et *Survey of Market Participants* (SMP), anticipaient au premier trimestre que le portefeuille domestique SOMA montre une croissance en valeur nominale

³Fed Policy Normalization Principles and Plans

GRAPHIQUE 1 : L'ANCIEN SYSTEME CORRIDOR DE LA FED COMPARE A SON SYSTEME ACTUEL DE PLANCHER

Alors que le système traditionnel de corridor de la Fed orientait le taux *fed funds* effectif (EFFR) en faisant fluctuer une offre restreinte de réserves (ligne verte de gauche), le système de plancher postérieur à la crise implique une offre abondante de réserves (faisant évoluer la ligne verte vers la droite), dans laquelle des évolutions marginales de l'offre de réserves ont un impact négligeable sur le EFFR. La Fed peut réduire l'offre de réserves pour autant que le niveau reste clairement sur la partie plate de la courbe (bleue) de la demande.



Sources : J.P. Morgan Asset Management, adaptation à partir des données de la *Federal Reserve of New York*. A titre purement indicatif.

Et pour quelle raison les estimations de la taille “normale” ont-elles progressé au cours de l’année dernière ?

Dans le cadre du système plancher, la Fed a augmenté le taux *fed funds* effectif (EFFR) en relevant les intérêts sur les réserves excédentaires (IOER), le taux au jour le jour que les banques prélèvent sur les dépôts sans risque auprès de la Fed. Les banques sont généralement opposées à prêter sans garantie aux autres banques – les *fed funds* – à un taux inférieur à celui-ci, qui sert par conséquent de plancher. Cependant, depuis la crise financière, le EFFR est constamment inférieur au IOER. Ceci s’explique principalement par le fait que certaines institutions participant au marché des *fed funds*, comme Fannie Mae et Freddie Mac, n’ont pas accès à l’IOER mais peuvent prêter aux banques qui, à leur tour, perçoivent une marge d’arbitrage.

Cependant, du fait que la Fed a réduit son bilan en 2018 et 2019, l’offre de réserves a reculé par rapport à la demande (comme le montre le graphique 1) et cette offre approchant de la limite entre ample et limitée, l’EFFR a progressé par rapport à l’IOER.

La rapidité avec laquelle ce processus se déroule n’était qu’une hypothèse raisonnable, du fait que le niveau minimum de l’offre de réserves qualifié d’important ne peut être connu d’avance. Cette incertitude a reflété le fait que la demande de réserves est aujourd’hui concentrée sur les plus grandes banques U.S. qui sont assujetties à des exigences réglementaires plus strictes. Il est difficile d’anticiper exactement ce que ces grandes banques choisiront de faire avec leurs réserves dès qu’elles pourront gagner relativement plus en prêtant au taux EFFR ; en d’autres termes, la courbe de la demande du graphique 1 (en bleu) était inconnue.

En réalité, le EFFR a progressé par rapport à l’IOER bien plus rapidement que prévu, avec une parité IOER-EFFR atteinte le 23 octobre avec des réserves de 1,8 trillion \$, plutôt que, par exemple, l’estimation de base des économistes de la Fed de New York d’il y a un an de 0,9 trillion \$. Etant donné le rythme de la réduction du bilan, cette évolution implique que la parité a été atteinte 1 an et demi plus tôt que prévu. C’est la raison essentielle pour laquelle le niveau “normal” anticipé des réserves a augmenté et la date anticipée de la fin de la normalisation s’est rapprochée.

Certains soutiennent que ces grandes banques conserveront une incitation à détenir leurs réserves auprès de la Fed, plutôt que d’opter pour les alternatives du marché monétaire ou les T-Bills, même si le EFFR venait à dépasser nettement l’IOER. La composition de l’attrition des réserves donne jusqu’à présent de la crédibilité à cet argument : depuis que la Fed a débuté la normalisation, l’essentiel du recul des réserves provient des banques étrangères qui, en raison de leurs coûts effectifs plus faibles pour emprunter les *fed funds*, avaient été les principales bénéficiaires de cet arbitrage IOER-EFFR désormais disparu. En attendant, avec peu de changement dans leurs motivations, la demande réelle de réserves des banques domestiques a également peu évolué.

Désormais, une nouvelle attrition des réserves pourrait finir par provoquer une hausse de l’EFFR supérieure au niveau de l’IOER, à un rythme finissant par s’accélérer – du fait que nous franchissons la limite séparant le système actuel de plancher avec d’amples réserves pour nous diriger vers celui du nouveau système de corridor caractérisé par la rareté des réserves. Une telle volatilité sur les marchés monétaires est un élément que les intervenants sur le marché des *fed funds* ont affirmé vouloir éviter. Du fait de la rapide progression des estimations de la taille normale de son bilan, la Fed a évolué plutôt brusquement au cours de ces dernières semaines vers la fin de sa normalisation.

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D’ACTIFS

La récente évolution de la Fed vers un positionnement accommodant concernant son bilan, après une évolution similaire en janvier sur la trajectoire des taux d’intérêt, devrait contribuer à modérer les rendements à plus long terme des bons du Trésor U.S. et apporter un modeste soutien à court terme aux actifs risqués. En même temps, nous sommes très avancés dans le cycle économique, le rythme de la croissance mondiale ralentit, la volatilité du marché progresse et les investisseurs deviennent plus sensibles aux risques de baisse. Nous restons par conséquent prudents sur les actifs risqués dans nos portefeuilles multi-actifs. Nous maintenons une position sous-pondérée sur les actions par rapport aux obligations ; parmi les actions, les Etats-Unis restent notre marché de prédilection du fait de sa meilleure qualité et de ses caractéristiques défensives. Le rallye obligataire constaté au cours du dernier trimestre nous incite à demeurer neutres sur la durée. Dans le segment du crédit, nous conservons notre préférence pour le segment du *high yield* U.S. par rapport à celui de *investment grade*. La dette émergente, qui bénéficie de la pause intervenue dans le cycle de hausse des taux de la Fed, semble de plus en plus attractive.

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 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-022519 | 0903c02a8219f62b