

GMAG INSIGHT SERIES

J.P. Morgan Asset Management Bulletin hebdomadaire 21 juin 2010

- **Etats-Unis / Europe – le pendule repart-il dans l'autre sens ?**
- **Poursuite de l'aversion au risque**
- **Marchés – l'heure de vérité se rapproche**
- **Graphique de la semaine : Les conditions monétaires aux Etats-Unis – restrictives**

Changements observés la semaine dernière (du 11 au 18 juin)

	Marché actions	Oblig. 10 ans (pb)	Taux de change pondéré
Etats-Unis	2,4 %	-1	-1,6 %
Zone euro	2,8 %	16	0,9 %
Roy.-Uni	1,7 %	8	0,3 %
Japon	2,0 %	-3	-0,2 %
Hong Kong	2,0 %	n/a	-0,7 %

Source : Bloomberg

Graphique de la semaine

Le graphique présente notre indicateur des conditions monétaires américaines (MCI). Le MCI est constitué de six variables permettant de capturer les mécanismes de transmission de la politique monétaire. Il suggère que la politique monétaire est devenue restrictive et que l'activité économique pourrait ralentir davantage en 2011. Si tel est le cas, la consolidation actuelle pourrait perdurer, à moins d'adopter une politique monétaire moins restrictive.

Source : Thomson Datastream, J.P. Morgan Asset Management Global Multi Asset Group.

Etats-Unis / Europe – le pendule repart-il dans l'autre sens ? Le consensus actuel est que les Etats-Unis constituent un havre de stabilité alors que la zone euro semble très vulnérable. Cependant, les dernières statistiques américaines ont semé le doute et suggèrent tout au plus un atterrissage en douceur, voire dans le pire des cas, un retournement de l'activité économique.

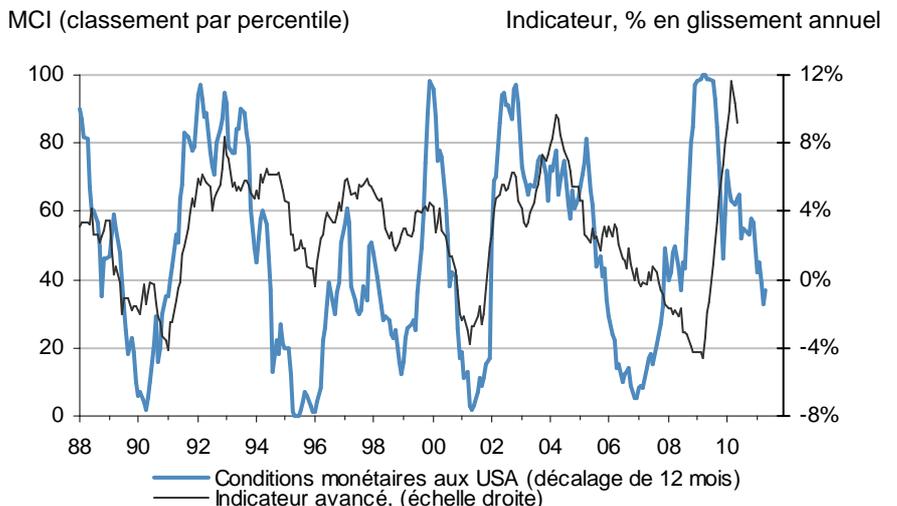
Les optimistes se concentrent sur l'emploi américain, considérant que la reprise se diffuse et que les excédents des entreprises sont recyclés via des dépenses d'investissement et d'emploi. Cependant, les demandes d'allocations chômage sont toujours décevantes, la moyenne sur 4 semaines étant orientée à la hausse depuis fin mars. De plus, les indicateurs avancés se sont retournés, les sondages Philly Fed et Empire ayant corrigé en juin, ce qui laisse penser que le sondage manufacturier ISM ressortira en baisse lors de sa prochaine publication. Les mises en chantier ont également été décevantes, tandis que l'indice immobilier NAHB a été inférieur aux attentes. Mais nous sommes davantage préoccupés par la faiblesse des statistiques monétaires, la croissance de M2 continuant de décliner sur un an, en dépit de la reprise récente de M1 (qui s'est avérée robuste).

Les conditions monétaires américaines se sont resserrées d'après notre indicateur, étant devenues légèrement restrictives (phénomène qui semble contre-intuitif). Compte tenu de la pertinence de cet indicateur avancé, le risque est que l'économie américaine ralentisse davantage que prévu (voir le graphique).

A l'inverse, la zone euro tant critiquée dépasse (certes de peu) les attentes. Alors que l'indicateur de Surprise Economique de Citigroup est devenu négatif aux Etats-Unis, il est proche d'un plus haut de trois ans en Europe hors Royaume-Uni. Cela reflète probablement la vigueur de l'activité dans les pays cœurs de la zone euro plutôt qu'à la périphérie (même si l'indice ZEW a fortement déçu la semaine dernière). Ainsi, il y a des signes encourageants au sein de la zone euro.

La tempête est donc peut-être en train de se calmer. L'annonce de l'Espagne, qui publiera prochainement les stress tests des banques, a été saluée. L'UE dans son ensemble a décidé de faire de même et de publier fin juillet les résultats pour les 25 plus grandes banques européennes. Si on peut regretter que ces tests ne

Les conditions monétaires aux Etats-Unis – restrictives



Cette semaine

Etats-Unis : Le fait marquant de la semaine sera le comité FOMC, dont l'issue sera connue mercredi. Compte tenu des difficultés éprouvées en Europe et des incertitudes économiques qui en résultent, les taux d'intérêt ne devraient pas être modifiés et la Fed devrait confirmer leur maintien à un faible niveau « durant une période prolongée ». Mardi, les ventes de logements anciens en mai devraient montrer de nouveaux signes d'amélioration et s'élever à 6,16 millions d'unités contre 5,77 millions précédemment. Mercredi, les ventes de logements neufs sont attendues en baisse de 504 000 à 420 000. Jeudi, les commandes de biens durables devraient ressortir en baisse de 1,3 % sur le mois de mai, du fait de la volatilité des commandes d'avions. Hors transports, ces commandes devraient avoir augmenté de 1,0 %.

Europe : Mardi, le sondage Ifo devrait ressortir en baisse de 101,5 à 101,2, tandis que le budget d'urgence du Royaume-Uni dévoilera les détails des coupes budgétaires. La première publication des sondages PMI de la zone euro sera révélée mercredi. Le sondage PMI des services est attendu en légère baisse de 56,2 à 55,9, ainsi que le sondage PMI manufacturier de 55,8 à 55,3.

Japon : Vendredi, l'inflation « core » du mois de mai devrait ressortir à -1,3 % sur un an, contre -1,5 % précédemment.

Document produit par l'équipe
Global Multi Asset Group de
J.P. Morgan Asset Management.

Rédigé par David Shairp,
Stratégiste.

concernent pas les banques de deuxième rang, notamment dans la périphérie de la zone euro, on ne peut que se réjouir de cette transparence, en espérant que les résultats seront crédibles et qu'ils contraindront les banques fragiles à se recapitaliser. Par ailleurs, les déficits budgétaires commencent à se réduire dans la périphérie, l'Italie et la Grèce montrant d'ores et déjà des signes d'amélioration tangibles, et l'Irlande et l'Espagne des signes de stabilisation.

Poursuite de l'aversion au risque. Si les marchés n'ont cessé de s'apprécier ces deux dernières semaines, l'appétit pour le risque est resté timide, l'indicateur de Credit Suisse se situant à -1,26 (l'indice actions ressortant à -1,85). L'enquête du mois de juin de BoA/Merrill Lynch auprès des gérants de fonds internationaux a révélé que la surpondération des liquidités avait augmenté le mois dernier de +12 % à +19 % (le plus bas niveau depuis mars 2002 était de -8 % en janvier dernier). Cela résulte sans doute de la correction subie en avril, mais il est toujours aussi difficile de justifier la détention de liquidités dans cet environnement, compte tenu de taux de rendement ridiculement bas. Or, les banques centrales de l'OCDE, en dehors des marchés émergents et des pays producteurs de matières premières, ne cessent de marteler que les taux d'intérêt resteront bas en termes nominaux et négatifs en termes réels. Tout ceci laisse penser que les investisseurs sont nerveux. L'enquête montre d'ailleurs une légère sortie des actions au profit des obligations.

Marchés – l'heure de vérité se rapproche. Nous estimons que les marchés s'approchent d'une phase critique. Les marchés ont été calmes, dans de faibles volumes – bien que cela traduise sans doute davantage une distraction liée à la Coupe du Monde de football que le signe d'un retournement imminent.

La communauté des investisseurs est partagée. Les optimistes mettent en avant la robustesse des bénéfices des entreprises et les valorisations attrayantes d'un point de vue historique, et soulignent la dynamique de la reprise cyclique qui permettra de calmer les inquiétudes structurelles. Selon eux, la correction des marchés est une opportunité d'investissement unique. A contrario, les pessimistes s'inquiètent des signes de ralentissement de la croissance, ce qui ne manquerait pas d'affecter le bilan du secteur public. Ils sont également préoccupés par la baisse des rendements obligataires, qui traduit quelque chose de plus grave pour la santé de l'économie mondiale.

Quelque soit le verdict (étant nous-mêmes plutôt prudents sans tomber dans les excès du camp pessimiste), les perspectives des marchés dépendront de l'évolution de cette combinaison entre la composante structurelle et la composante cyclique sur les deux prochaines années. Il ne fait pas de doute pour nous que les plans de réduction budgétaire dureront plusieurs années, ce qui se traduira par une croissance potentielle moins élevée et un coût du capital probablement supérieur. Les investisseurs « value » avec une optique de plus long terme devraient s'y retrouver. Mais à court terme, le problème est de savoir comment le cycle actuel se dénouera. L'histoire récente suggère que, lorsque les marchés obligataires et actions divergent quant aux perspectives des marchés, ce sont les investisseurs obligataires qui finissent par l'emporter. Ce fut le cas en 1997, peu avant la crise asiatique, ainsi qu'en 2007, avant l'éclatement de la crise du subprime. Cette fois-ci, le verdict dépendra des données macro-économiques qui permettront de savoir si la consolidation actuelle sera bien suivie d'une croissance plus vigoureuse. Ce n'est pas un pari que nous souhaitons actuellement prendre. Nous privilégions une position relativement neutre, avec un léger biais sur les actions et un risque global au sein de notre portefeuille nettement plus faible qu'à l'accoutumée.

Les informations contenues dans ce document ont été puisées à des sources considérées comme fiables. J.P. Morgan Asset Management ne peut cependant en garantir l'exactitude ou l'exhaustivité. Toutes prévisions ou opinions exprimées nous sont propres à la date d'édition de ce document et sont susceptibles de changer à tout moment sans préavis. Ce document ne constitue pas une recommandation à l'achat ou à la vente d'investissements. JPMorgan Asset Management (Europe) S.à.r.l. – Succursale de Paris, au capital social de 10.000.000 euros inscrite au RCS de Paris n°492 956 693. J.P. Morgan Asset Management est une marque de distribution d'OPCVM agréés ou autorisés à la commercialisation en France par l'AMF. 06/2010