

- **Etats-Unis/Europe – divergence de croissance**
- **La Fed prépare l'assouplissement**
- **Surprenante résistance des marchés**
- **Un discours de Ben Bernanke important pour le Japon**
- **Graphique de la semaine : élargissement record des spreads obligataires dans la zone euro**

Changements observés la semaine dernière (du 20 au 27 août)

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

Source : Bloomberg

Graphique de la semaine

Le graphique présente l'écart de rendement moyen entre les emprunts d'Etat à 10 ans de la zone euro et l'emprunt d'Etat allemand (Bund) de même échéance, pondéré par l'encours de la dette publique. Les spreads de la zone euro (comprenant tous les pays membres hormis l'Allemagne) sont à un niveau record, supérieur à celui d'avant l'annonce de la « stérilisation » du programme d'assouplissement quantitatif par la BCE début mai. Ceci pourrait suggérer de nouvelles difficultés à la périphérie, ou une fuite vers la qualité en faveur du Bund.

Source : Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management.

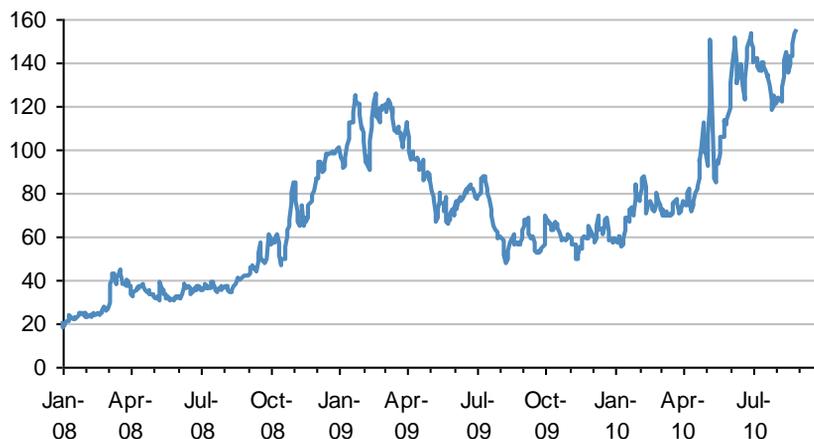
Etats-Unis/Europe – divergence de croissance. La semaine passée a confirmé l'impression d'un net ralentissement aux Etats-Unis alors que la zone euro semble relativement dynamique. Les chiffres historiquement bas des ventes de logements (tant neufs qu'existants) outre-Atlantique et la baisse des commandes de biens durables ont ouvert la semaine de manière peu réjouissante, avant la publication de statistiques légèrement meilleures que prévu sur le chômage et le PIB (la croissance annualisée a été révisée en baisse à 1,6 % au 2^{ème} trimestre). Un indice Ifo supérieur aux attentes laisse entrevoir une poursuite de la vigueur de l'économie allemande au 3^{ème} trimestre, tandis que la confiance des ménages dans la zone euro fait preuve de fermeté. En Asie, certains signes suggèrent un ralentissement de la croissance de la production industrielle et des exportations.

La Fed se prépare à l'assouplissement. Nous craignons toujours une déception lorsqu'un événement ou un discours est très impatientement attendu. Mais le discours de Ben Bernanke au symposium de la Réserve fédérale de Kansas City à Jackson Hole n'a pas déçu. Les marchés attendaient des réponses à trois questions. La première portait sur les objectifs de la politique monétaire et la façon dont la Fed allait interpréter son double mandat (avec une inflation sous-jacente de 0,9 % en année glissante et un taux de chômage à 9,5 %, les investisseurs voulaient savoir si la Fed s'inquiétait d'une reprise moins vigoureuse que prévu). Deuxièmement, ils souhaitaient mieux comprendre la politique de la Fed : si une nouvelle expansion de son bilan allait être utilisée afin d'améliorer les conditions du crédit ou si le problème était le manque de liquidité dans l'économie américaine (un problème *micro* ou *macro*-économique). Enfin, les marchés voulaient en savoir plus sur le *moment* où pourrait intervenir un changement de cap de la politique monétaire, afin de mesurer l'ampleur des divisions au sein du FOMC.

Ben Bernanke a reconnu que la croissance était trop lente et le chômage trop élevé, et que la Fed était « disposée à assouplir un peu plus les conditions en recourant à des mesures non conventionnelles ». Toutefois, il a aussi déclaré qu'une transition semblait en cours dans les principaux moteurs de croissance : production industrielle, accumulation des stocks, consommation et dépenses d'équipement plus soutenues. Il a aussi suggéré que la désinflation était plus susceptible de caractériser l'environnement que la déflation ou l'inflation.

Élargissement record des spreads obligataires dans la zone euro

Points de base



Cette semaine

Etats-Unis : Au cours d'une semaine chargée en statistiques, les indicateurs à suivre seront les indices ISM pour août. L'indice manufacturier (mercredi) devrait avoir reculé à 52,8 contre 55,5, avec le ralentissement du cycle des stocks. L'indice non manufacturier (vendredi) est attendu en légère baisse à 53,4. Vendredi, les créations d'emplois hors secteur agricole devraient connaître une amélioration, mais néanmoins révéler 100 000 destructions d'emplois après les 131 000 du mois précédent. Les embauches dans le secteur privé sont susceptibles de s'être modérées en ressortant à 47 000, contre 71 000 en juillet. Enfin, le chômage pourrait progresser de 9,5 % en juillet à 9,6 %.

Europe : L'estimation flash de l'inflation dans la zone euro en août (mardi) devrait indiquer un léger recul, de 1,7 % à 1,6 % en année glissante. Les prix alimentaires pourraient avoir conduit à une accélération de l'inflation globale, toutefois sans doute compensée par la baisse des prix de l'énergie. Au Royaume-Uni, l'indice PMI manufacturier pour août est attendu en modeste repli mercredi, de 57,3 à 57,0. l'indice PMI pour les services (jeudi) devrait avoir marqué une légère détérioration en août, de 53,1 à 52,9.

Japon : La production industrielle de juillet (mardi) est prévue en baisse de 0,2 % sur le mois, ramenant le taux de croissance en année glissante de 17,3 % à 14,3 %.

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

Rédigé par David Shairp,
Stratégiste.

Qu'est-ce que le président de la Fed a réellement dit aux marchés ? Il a donné l'impression qu'il espérait que tout se passerait bien, tout en se préparant au pire. Mais ses commentaires ont manqué de clarté quant à savoir si, selon lui, le risque monétaire est d'ordre *micro* ou *macro*. S'il avait reconnu un manque de liquidité macroéconomique (la croissance monétaire dans sa définition large de 0,4 % en année glissante est bien en-deçà des niveaux habituellement indispensables pour se traduire par des taux de croissance normaux), il aurait été plus facile d'évaluer ce qui était nécessaire en matière d'assouplissement quantitatif. Mais ce que les investisseurs ont semblé retirer de ce discours, c'est le sentiment que la Fed s'est engagée à assouplir sa politique monétaire lors de la réunion du FOMC du 21 septembre et que Ben Bernanke a préparé le terrain pour une telle décision.

Surprenante résistance des marchés. L'impression désagréable que nous laisse une réponse si positive des marchés au discours de Ben Bernanke tient au fait que la *chorégraphie* semble sonner faux. Le rebond des marchés actions et le regain de vigueur des rendements obligataires vendredi ont été la conséquence des mesures prises par des investisseurs polarisés sur les *gains* qu'ils étaient susceptibles de retirer d'une telle décision de politique monétaire, sans prendre en compte la *douleur* qu'une telle décision requerrait probablement. On pourrait faire valoir que, paradoxalement, une forte appréciation des actifs risqués dans un contexte de statistiques économiques peu brillantes pourrait retarder l'assouplissement ou en réduire les chances. La hausse des rendements des emprunts d'Etat américains fait suite aux baisses intervenues plus tôt dans la semaine en réponse à des indicateurs économiques désastreux.

Un discours de Ben Bernanke important pour le Japon. Evénement curieux, le rendement de l'emprunt d'Etat japonais à 20 ans a progressé de plus de 20 points de base par rapport à son point bas du milieu de semaine. Les investisseurs ont été amenés à penser que le gouvernement allait stimuler sa politique, alors que le Premier ministre, Naoto Kan, fait pression sur la Banque du Japon afin qu'elle assouplisse sa politique monétaire. Cette hausse des rendements intervient dans un contexte de dépenses des ménages inférieures aux prévisions et d'aggravation de la déflation (l'indice des prix à la consommation a reculé de 1,1 % en année glissante en juillet). Durant la semaine, la devise japonaise s'est hissée à 83,6 yens face au dollar, son plus haut niveau en 15 ans. Dans ces conditions, le gouvernement est mis à rude épreuve, d'autant que le Premier ministre voit sa place de chef de file du parti être contestée. C'est pourquoi les ministres se sont engagés à boucler le détail des nouvelles mesures politiques d'ici au 31 août.

La croissance japonaise ralentit nettement, le PIB réel étant ressorti à +0,4 % en rythme annuel au 2^{ème} trimestre, tandis que la croissance des exportations et la production industrielle décélèrent. Si le yen s'est apprécié de 10 % face au dollar depuis le début de l'année, sa hausse n'est que de 3 % en valeur réelle. Notre indicateur interne révèle que les conditions monétaires sont extrêmement tendues, sous l'effet de taux d'intérêt réels positifs, de l'essor de la devise et d'une croissance de la masse monétaire insuffisante – ce qui tend à indiquer un risque significatif sur la croissance. Un tel risque ne manquerait pas de se trouver encore accentué si la Fed devait prochainement assouplir sa politique monétaire, conduisant à une nouvelle appréciation non désirée du yen. Toutefois, d'un point de vue boursier, les actions japonaises pourraient bénéficier d'un assouplissement quantitatif aux Etats-Unis dans la mesure où, ces derniers temps, l'indice japonais a eu tendance à évoluer (à la hausse) parallèlement à l'augmentation des rendements obligataires américains et/ou à la baisse du yen. Pour le moment, nous demeurons prudents à l'égard des actions japonaises, mais tout changement de politique monétaire, aux Etats-Unis ou au Japon, pourrait avoir d'importantes conséquences.

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. 08/2010