

Perspectives d'investissement

Juin 2008

Tom Elliott
David Shairp
Equipe Global Multi Asset Group (GMAG)
JPMorgan Asset Management
9 juin 2008

Les informations contenues dans ce document sont issues de sources considérées comme fiables. JPMorgan Asset Management ne peut cependant en garantir l'exactitude ni l'exhaustivité. Toutes prévisions ou opinions sont propres à JPMorgan Asset Management à la date d'édition de ce document et sont susceptibles de changer à tout moment sans préavis. Elles ne doivent pas être considérées comme une recommandation à l'achat ou à la vente de titres et ne constituent pas une recommandation d'investissement.

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.

JPMorgan Asset Management est une marque de distribution d'OPCVM agréés ou autorisés à la commercialisation en France par l'AMF.

1 - Revue des marchés en mai 2008

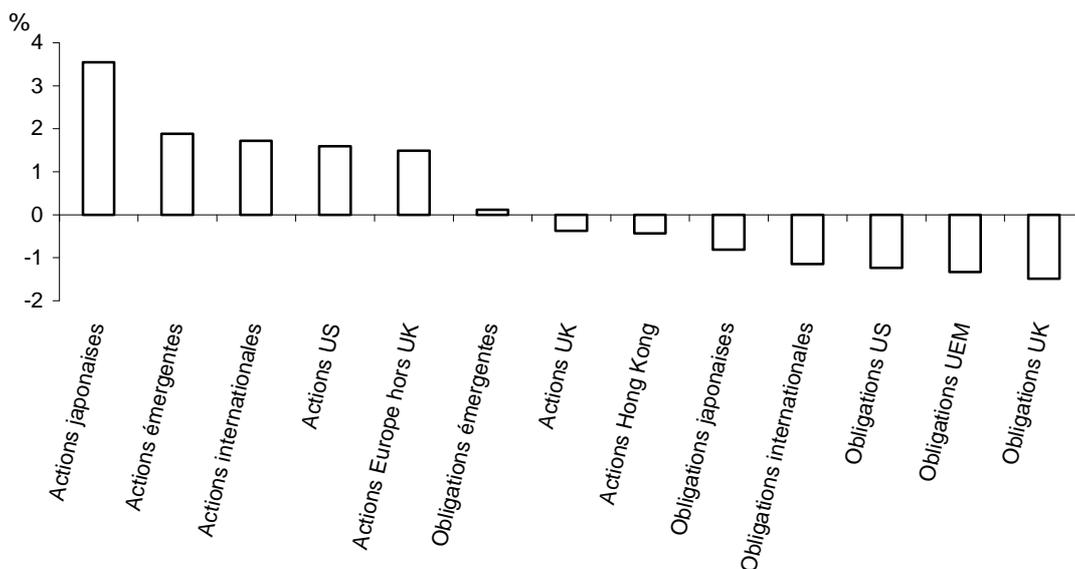
Performances:

MSCI World 1,8 % en €, 1,6 % en US\$, 1,9% en £ et 2,7 % en ¥,

L'indice MSCI World a progressé de 1,6 % en dollar au mois de mai, contre un repli de 1,1 % de l'indice JPMorgan Global Bond Index.

Les marchés actions mondiaux ont surperformé les obligations d'Etat en mai, le rebond amorcé fin mars s'étant maintenu du fait d'une réexposition au risque par les investisseurs dans un contexte d'apaisement des craintes sur une récession américaine et une crise systémique dans le secteur bancaire. Cependant, le thème de l'inflation s'est imposé fin mai, en raison du prix du pétrole qui a atteint de nouveaux records et d'inquiétudes sur l'inflation dans les pays émergents qui contribue à augmenter les prix des biens importés. Les marchés obligataires ont commencé à intégrer la possibilité de hausses des taux au lieu d'assouplissements, ce qui a été très défavorable à la classe d'actifs durant le mois. D'autant plus que les récents pics d'inflation des prix à la consommation dans les pays du G7 laissent présager des taux d'inflation sous-jacente élevés. Les taux interbancaires sont restés conséquents, reflétant les craintes de nouveaux accidents dans le secteur financier.

Rendements en devise locale en mai (Indices actions MSCI) :



Le marché actions japonais a continué sur sa lancée initiée en avril, les investisseurs étant attirés par les faibles valorisations du marché. L'indice Topix a progressé de 3,6 % (toutes les performances sont exprimées en devise locale sauf mention contraire). Aux Etats-Unis, les résultats des entreprises au premier trimestre ont souligné les belles performances des groupes du secteur des ressources naturelles, contrairement aux banques, groupes immobiliers et de consommation discrétionnaire qui ont affiché des résultats décevants, voire médiocres. Les groupes tournés vers l'exportation ont bénéficié d'une forte demande, particulièrement en provenance d'Asie. L'indice S&P 500 a gagné 1,3 %, tandis que le Russell 2000 a progressé de 4,2 %. En Europe, l'Allemagne a tiré la zone euro vers le haut en annonçant des chiffres étonnamment élevés pour le PIB réel du premier trimestre, tandis que le marché britannique a été pénalisé par un rapport pessimiste de la Banque d'Angleterre sur l'inflation qui a réduit les espérances de nouvelles baisses des taux d'intérêt. Le MSCI Europe ex UK s'est apprécié de 1,5 % en euros, tandis que le FTSE All Share a perdu 0,2 %.

Les marchés émergents ont connu un mois contrasté : Hong Kong et la Chine ont perdu respectivement 0,4 % et 4,9 %, alors que le Brésil a progressé de 7,4 % et le Mexique de 4,7 %, notamment grâce aux investissements des acteurs étrangers. La Russie a connu des rendements à deux chiffres: +16,1 %, grâce aux prix élevés du pétrole et du gaz. (Tous les rendements des marchés émergents proviennent des indices MSCI et sont exprimés en devise locale).

La résurgence de l'appétit des investisseurs pour les actifs risqués est illustrée par les rendements par style, les valeurs de croissance ayant surperformé les titres value tandis que les petites capitalisations ont fait mieux que les grandes valeurs sur tous les principaux marchés.

Sur les marchés obligataires, les courbes de taux ont bougé à la hausse sur tous les segments de maturité des principaux marchés, du fait de l'intégration dans les cours de probables hausses des taux dans un contexte de craintes grandissantes sur la croissance et l'inflation. Le rendement des emprunts d'Etat américains à 10 ans a augmenté de 33 pb à 4,06 %, tandis que la composante américaine de l'indice JPMorgan Global Bond Index a perdu 1,2 % sur le mois. Les rendements de l'indice EMU Aggregate ont été négatifs: -1,3 %, contre -1,5 % pour le Royaume-Uni et -0,8 % pour le Japon

(en devises locales). L'indice JPMorgan Emerging Markets Bond Index a pour sa part progressé de 1,1 %, avec une baisse de 22 pb du spread de l'indice. Le marché brésilien a gagné 1,5 %, la Russie a perdu 0,4 %, le Mexique a chuté de 1 % et la Turquie de 0,2 %.

Sur le marché des devises, le dollar a progressé face à toutes les autres grandes monnaies. Le yen a été le plus pénalisé, avec une baisse de 1,5 % face au dollar.

En résumé

Les incertitudes demeurent fortes vis-à-vis de l'économie mondiale, et nous avons en conséquence réduit le niveau de risque, en sous-pondérant les actions dans les portefeuilles diversifiés.

Les problèmes persistent dans le secteur financier, tandis que les dépenses de consommation risquent de diminuer durant les prochains trimestres du fait de la hausse des prix de l'alimentation et de l'énergie. Dans les pays qui subissent une baisse des prix des logements, le ralentissement de la consommation des ménages pourrait être particulièrement brutal.

Ce contexte aura un impact négatif sur l'emploi, les bénéfices des entreprises et les finances des Etats.

Cependant, si une baisse de la demande de matières premières de la part des pays du G7 impacte leurs prix, un apaisement des craintes concernant l'inflation dans le courant de l'année dans un contexte de surcapacités pourrait présager une reprise durable des marchés actions en 2009.

2 - Perspectives internationales

Macro-économie

Le point crucial actuellement est la manière dont l'économie mondiale saura naviguer entre les deux dangers que sont l'inflation et la déflation. Les déflationnistes souligneront les effets de la crise du crédit aux Etats-Unis, affirmeront que le processus de désendettement prendra plusieurs années et rappelleront que par le passé, les crises de crédit ont eu tendance à être

déflationnistes. Les inflationnistes mettront en exergue les tensions sur le plan des capacités au niveau mondial, susceptibles de générer un problème d'inflation. Des pressions supplémentaires, selon ces derniers, proviennent du désalignement des taux d'intérêt dans les pays en développement.

Le pessimisme des investisseurs est peut être influencé par leur entourage personnel (notamment avec les déboires du secteur financier ces 12 derniers mois). Cependant, il existe de plus en plus de signes montrant que l'économie mondiale parvient à se rééquilibrer en dehors des Etats-Unis. Les niveaux d'activité sont respectables en Asie et dans les pays émergents, les exportations américaines affichent une saine croissance et la réduction du déficit commercial est soutenue par le réaligement des devises.

Le comportement du marché obligataire américain suggère pour le moment un retour à des explications plus constructives, à savoir un attentisme vis-à-vis de l'économie américaine depuis le sauvetage de Bear Sterns en mars. La période jusqu'à la mi-mars avait été celle d'une intégration dans les cours d'une détérioration structurelle de la croissance américaine (et mondiale). Les rendements obligataires réels aux Etats-Unis, selon le marché des TIPS étaient passés d'un plus haut à 2,8 % en juillet 2007 à 0,9 % seulement le 10 mars 2008. Depuis, il est revenu à 1,4 %. Le marché des TIPS donne une explication implicite de la tendance réelle du taux de croissance pour l'économie américaine. Pour mettre ceci en perspective, la croissance réelle du PIB américain a été de 3 % par an en moyenne sur les 30 dernières années. Une moyenne de 1 % de croissance par an sur les dix prochaines années représentait effectivement un pari structurel à l'encontre de l'économie américaine. La vague de sorties du marché obligataire a davantage représenté une révision des prévisions de croissance que des angoisses par rapport à l'inflation.

Le plus remarqué des inflationnistes est le président de la Banque centrale européenne, Jean-Claude Trichet. Ce dernier a ébahi les marchés début juin par ses remarques suite à la réunion du comité de politique monétaire. Il a en effet déclaré que la BCE était « en état d'alerte », avertissant ainsi le marché qu'une hausse des taux serait mise en oeuvre en juillet. La seule justification fondamentale possible pour une hausse des taux d'intérêt est que la BCE estime que la croissance économique restera proche de son potentiel, attirant ainsi l'attention sur les tensions existantes sur les capacités dans la zone

euro. Les prévisions révisées de la BCE font état d'un PIB réel en croissance de 1,8 % en 2008, revenant à 1,5 % en 2009, avec un taux d'inflation générale de l'ordre de 3,4 % et 2,4 % respectivement. Cependant, si l'on se base sur l'historique de la BCE, une interprétation stricte de la Loi de Taylor (une mesure permettant d'estimer le taux d'intérêt approprié en réponse à l'écart entre le taux réel et le taux cible d'inflation et la divergence entre le PIB réel et le PIB potentiel) apporterait de l'eau au moulin des partisans d'une baisse des taux.

Les données concernant l'activité suggèrent un repli plutôt qu'une déroute au niveau mondial, ce qui va dans le sens de la thèse de l'attentisme vis-à-vis de la croissance américaine et la perception que le pire pourrait être déjà intégré dans le cours des actifs. Notre indicateur propriétaire indique que l'économie américaine pourrait tendre vers une croissance zéro sur les 1 à 2 prochains trimestres, lorsque le stimulus fiscal aura cessé de faire effet.

Notre indicateur suggère également un certain ralentissement dans la zone euro et au Japon, où la croissance est en deçà du potentiel de long terme, tout en restant positive. Au niveau global, la thèse est donc celle d'un ralentissement de l'activité au sein de l'économie mondiale, une situation susceptible de perdurer sur une partie de l'année 2009.

Valorisations

Les mesures de momentum de bénéfices se sont stabilisées et ont commencé à se redresser. Actuellement, le ratio de révisions à la hausse par rapport aux révisions à la baisse reste inférieur à 1, les révisions baissières étant à un ratio de 2 pour 1 révision haussière en Europe et au Japon. Cependant, le momentum général s'améliore aux Etats-Unis, le ratio se rapprochant de 1 après une saison de résultats trimestriels meilleure qu'attendu grâce aux bénéfices des entreprises non financières.

Il est intéressant de noter que notre consensus de brokers s'attend à un repli des bénéfices des entreprises en 2008 sur trois des quatre principaux marchés, s'étagant de - 0,5 % à -2 % sur l'année, avec une croissance des bénéfices uniquement au Japon (et à un taux très faible). Les estimations pour 2009 sont mitigées, allant d'une croissance de 4,5 % à 7,5 %. Dans un environnement de croissance économique plus modeste, ces estimations

semblent tout à fait réalistes.

Les valorisations des actions restent très attractives par rapport aux obligations, bien que le rapport soit légèrement moins bon du fait de la hausse de 20 à 30 pb des rendements obligataires sur les principaux marchés et la hausse des indices aux Etats-Unis et au Japon. Nos analyses sur les primes de risque actions montrent cependant que les actions américaines offrent une prime de 4,8 % par rapport aux obligations d'Etat et une prime de 2,3 % par rapport aux obligations d'entreprises notées Baa.

Les actions restent attractives par rapport aux liquidités, avec un taux de dividendes de 2,2 % pour le S&P 500 contre une rémunération de 1,8 % pour les Bons du Trésor à 3 mois. Au Japon, le taux de dividende du Topix s'établit à 1,6 %, passant en deçà du rendement des JGB à 10 ans (1,8 %) mais demeurant supérieur à la rémunération des dépôts à 3 mois (0,8 %). Les liquidités ne sont ainsi intéressantes qu'en Europe.

3 - Notre stratégie

L'Histoire a quelques leçons intéressantes à offrir aux investisseurs sur le thème de l'inflation. Nous avons étudié les rendements réels des liquidités, des obligations et des actions sur une période de 50 ans aux Etats-Unis, couvrant quatre périodes différentes en termes d'inflation et de croissance supérieure et inférieure à la moyenne de long terme. Quelques enseignements peuvent en être tirés. Tout d'abord, les liquidités tendent à surperformer les obligations et les actions lorsque l'inflation est supérieure à sa moyenne sur 10 ans. Fait intéressant, les périodes durant lesquelles les actions ont nettement sous-performé les liquidités ont été celles où la croissance et l'inflation étaient toutes deux supérieures à la moyenne. Ensuite, les actions surperforment en moyenne les obligations, mais pas lorsque la croissance et l'inflation sont supérieures à la moyenne : les obligations ont alors été un peu moins mal que les actions. Troisièmement, le meilleur environnement pour les actions est lorsque la croissance et l'inflation sont toutes deux inférieures à la moyenne, ce qui semble contre intuitif et va à l'encontre du postulat selon lequel les actions reflètent la croissance économique.

Le panorama global est complexe, avec des menaces de resserrement monétaire de la part des banques centrales (qui pourraient bien se réaliser), un prix du pétrole qui atteint de nouveaux records (et pourrait sérieusement peser sur la croissance et sur les marchés actions) et des inquiétudes sur l'inflation. En y ajoutant le fait que les marchés de crédit portent encore un certain degré de risque, le tableau n'est pas des plus réjouissants.

Un autre regard peut cependant affirmer que le panorama global est presque idéal – une croissance (inférieure à la moyenne) dans les pays de l'OCDE, une inflation pouvant s'apaiser rapidement si le prix du pétrole baisse significativement, une banque centrale américaine accommodante, des bénéfices d'entreprises et le soutien de valorisations attractives. L'Histoire indique que les marchés actions aiment les périodes de croissance stable avec suffisamment de capacités pour permettre cette croissance sans pression sur les prix. Si le marché du pétrole corrige, c'est précisément ce qui pourrait se passer.

Au vu des incertitudes actuelles, nous préférons rester prudents pour le moment. Nous avons donc réduit notre niveau de risque et ramené notre exposition actions à une légère sous-pondération en attendant plus de clarté sur les actions des banques centrales.

Nous avons réduit notre surpondération sur les Etats-Unis ainsi que la taille de notre position relative sur les grandes valeurs par rapport aux petites capitalisations. Sur un plan stratégique, les perspectives de croissance aux Etats-Unis devraient s'améliorer par rapport à l'Europe, bien qu'à court terme ce soit cette dernière qui soit favorisée.

Nous avons relevé les actions japonaises à une légère surpondération. Le Japon bénéficie d'un assouplissement conséquent des conditions monétaires, et le principal point négatif est la forte performance relative enregistrée par le marché dernièrement. Certains signes suggèrent que le momentum des bénéfices est à son plus bas et pourrait repartir à la hausse après avoir subi un sévère déclin. Les valorisations restent un soutien, plus de 60 % des valeurs du Topix offrant encore un dividende supérieur au rendement réel des obligations d'Etat.

Nous maintenons une légère sous-pondération de l'Europe continentale, et

nous avons transféré des investissements de l'Allemagne vers la France. Notre stratégie privilégie les marchés où les valorisations sont particulièrement attractives, notamment l'Italie et la France pour le moment, avec les Pays-Bas. Ces surpondérations sont compensées par une sous-pondération du reste de l'Europe, la position globale finale étant légèrement sous-pondérée.

En résumé, nous avons réduit le degré de risque de nos portefeuilles diversifiés en portant la part des actions à une légère sous-pondération par rapport aux obligations. Nos marchés actions préférés sont les grandes valeurs américaines et le Japon. Nous restons sous-pondérés sur l'Europe hors Royaume-Uni, et sommes neutres sur ce pays. Nous avons réduit notre surpondération de la zone Pacifique hors Japon vers une position neutre, en réduisant la surpondération de Hong Kong et en sous-pondérant l'Australie. Nous restons sous-pondérés sur les marchés émergents.

	Sous-pondération	Neutralité	Surpondération
Actions (sous-pondérées)	Europe hors RU Petites valeurs US Marchés émergents	Royaume-Uni (RU) Pacifique hors Japon	Grandes valeurs US Japon
Obligations (duration longue)	Etats-Unis Haut rendement Marchés émergents		Europe hors RU Japon UK

Ce tableau reflète les positions de l'équipe de stratéliste du Global Multi Asset Group en date du 9 juin 2008, dans le cadre de perspectives à 3-6 mois en devises locales. Les équipes spécialisées sur les actions et les obligations au niveau mondial, régional ou pays peuvent avoir des préférences différentes en fonction du style des fonds et du processus d'investissement.