

- **Etats-Unis – un désendettement finalisé ?**
- **Cette reprise n'est pas différente**
- **Un impact budgétaire massif sur la croissance américaine**
- **Les marchés – des signes d'essoufflement**
- **Graphique de la semaine : désendettement des ménages américains – des progrès significatifs**

Changements observés la semaine dernière (du 16 au 23 mars)

	Marché actions	Oblig. 10 ans (pb)	Taux de change pondéré
États-Unis	-0,5 %	-6	-0,4 %
Zone euro	-2,5 %	-19	0,4 %
Roy.-Uni	-1,8 %	-17	-0,2 %
Japon	-1,9 %	-2	1,0 %
Hong Kong	-3,5 %	n/a	-0,3 %

Source : Bloomberg

Graphique de la semaine

Le graphique de la semaine montre deux mesures de l'ajustement du bilan des ménages américains : le taux d'épargne et le ratio du service de la dette (part du revenu individuel disponible consacré au remboursement de la dette hypothécaire et au remboursement des crédits). Ces deux mesures se sont améliorées significativement depuis leurs niveaux d'avant crise, suggérant qu'aux taux d'intérêt actuels la dette des ménages pèse moins sur la croissance économique.

Source : BEA, Federal Reserve Board. Données à fin 2011

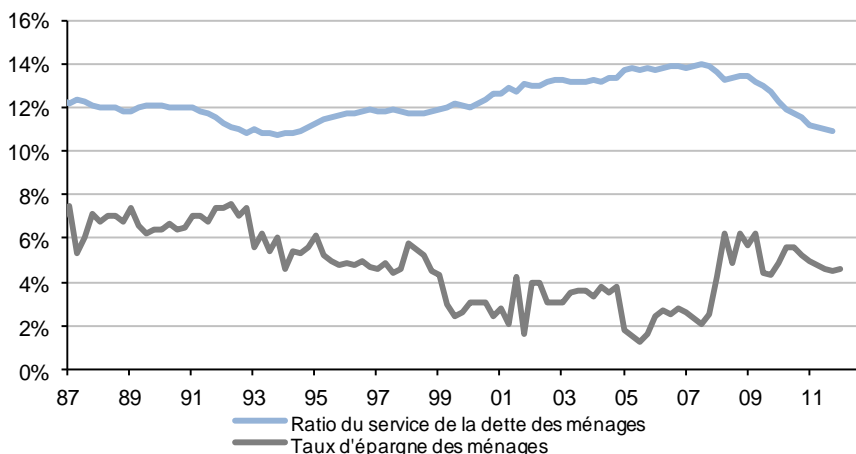
Etats-Unis – un désendettement finalisé ? Où en est l'économie américaine dans ce cycle de désendettement classique et combien de temps faudra-t-il attendre avant de retrouver des relations économiques normalisées ? Il est d'usage de considérer que le comportement des ménages américains surendettés a joué un rôle d'amplificateur dans la Grande Récession et que la lenteur du processus de désendettement a été l'un des facteurs ayant contribué à ralentir la croissance. En 2011, l'analyse de la dette des ménages suggère des progrès en la matière. En effet, alors que le ratio de la dette hypothécaire par rapport aux revenus a renoué avec ses niveaux de mi-2000, le ratio de la dette du consommateur par rapport à ses revenus a retrouvé ses niveaux du début des années 1990, suggérant une finalisation du processus de désendettement (voir graphique de la semaine). De fait, les coûts liés au service de la dette des ménages ont également retrouvé des niveaux d'avant-crise. Il s'agit d'un point clé dans le retournement du cycle de désendettement classique.

Le niveau de consommation par habitant est inhabituellement faible à ce stade du cycle économique et traduit non seulement la faiblesse des revenus, mais également un taux d'épargne plus élevé concomitant avec la baisse du crédit à la consommation disponible. Lors des précédentes récessions, le taux d'épargne n'avait pas radicalement évolué et les conditions du crédit à la consommation s'étaient améliorées plus tôt dans le cycle. En revanche, durant l'année 2011, le taux d'épargne a diminué de manière significative, retrouvant les niveaux plus soutenables du début des années 1990. Le revenu disponible dégagé a pu être ainsi dépensé sur des biens durables (comme l'indique, par exemple, la forte reprise des ventes de voitures) et d'autres biens de consommation. Cependant, au sein de la zone euro, le désendettement des banques -et dans une moindre mesure des ménages- ne fait que commencer et devrait peser sur la croissance durant au moins les 2 à 4 prochaines années.

Cette reprise n'est pas différente. L'hypothèse de Reinhart-Rogoff selon laquelle une crise financière est généralement suivie par dix années de désendettement avec une croissance inférieure à la moyenne, est considérée par la communauté financière comme une véritable règle d'or. Pourtant, plusieurs papiers récents ont remis en cause cette vision, et notamment une étude des économistes de la Fed intitulée « Les reprises sont-elles vraiment différentes lorsqu'elles sont issues d'une crise financière et bancaire ? ». Elle examine plus de 270 périodes de reprises depuis la deuxième Guerre Mondiale dans plus de 60 pays différents et constate qu'une crise financière est généralement associée à une longue et profonde récession avec une reprise moyenne, alors qu'une récession due à une crise immobilière tend à être particulièrement longue et suivie d'une reprise plus lente.

Le désendettement des ménages américains – des progrès significatifs

% des revenus disponibles des ménages



Cette semaine

États-Unis : Mardi, l'indice de confiance des consommateurs du mois de mars est attendu en baisse de 70,8 à 70,4. Cette légère baisse est due à l'impact des prix de l'essence qui ont pris le dessus sur les bons chiffres de l'emploi du mois de mars. Mercredi, les commandes de biens durables devraient ressortir en hausse de 2,9 % en février, après une baisse de -4,0 % en janvier, grâce à une augmentation des commandes de Boeing.

Europe : Après l'annonce lundi de l'indice Ifo du climat des affaires en Allemagne en mars (attendu en légère baisse de 109,6 à 109,5), la croissance M3 de la zone euro devrait ressortir, mercredi prochain, en hausse de 2,4 % sur un an en février. Ce même jour, la première estimation du PIB réel britannique au quatrième trimestre devrait rester inchangé à -0,2 % sur le trimestre, portant la croissance annuelle à 0,7 %. Vendredi, l'estimation instantanée du taux d'inflation de la zone euro en mars devrait s'assagir de 2,7 % à 2,5 % sur un an, du fait d'une moindre pression sur les prix de l'alimentaire.

Japon : Jeudi, la production industrielle japonaise est attendue en hausse de 1,3 % en février, portant le taux annuel de -1,3 % à 3,7 %. Jeudi également, l'inflation *core* devrait rester inchangée à -1,0 % sur un an en février, l'inflation *headline* étant attendue à -0,1 % sur la même période.

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

Édité par David Shairp, Stratégiste.

Cette analyse suggère une reprise économique américaine plus vigoureuse dans le sillage d'un redressement des prix de l'immobilier et non une reprise de type Reinhart-Rogoff, qui impliquerait encore cinq années de croissance atone. Le consensus anticipe actuellement une hausse des prix de l'immobilier en 2013. Cela laisse présager d'une croissance plus robuste en 2013 si l'économie américaine parvient à sortir indemne de cette année électorale.

Un impact budgétaire massif sur la croissance américaine. Le « mur de déficit budgétaire » qui menace l'économie américaine a fait couler de l'encre la semaine dernière de la part des responsables des précédentes gouvernements ainsi que du Président de la Fed Ben Bernanke. Cela constitue une source majeure de préoccupation, en particulier chez les investisseurs peu familiers avec la déconnexion entre la rhétorique et la réalité du système politique américain. La Commission Budgétaire du Congrès prévoit que les recettes du gouvernement fédéral augmenteront de plus de 500mds USD en 2013, en raison de l'arrivée à terme des baisses d'impôts de Bush et encore de 1 200mds USD supplémentaire du fait du blocage imposé par la loi sur le contrôle budgétaire (Budget Control Act), la moitié concernant le budget de la défense. Ces changements coûteront près de 3 % à la croissance du PIB réel. L'arrivée à échéance de l'allègement des charges sociales et des aides exceptionnelles au chômage coûtera par ailleurs un demi-point de croissance, portant l'impact budgétaire total en 2013 à -3,5 points de croissance ! Durant cette année électorale, rien ne sera fait pour y remédier jusqu'à la prochaine session du Congrès. Mais à ce stade, il restera très peu de temps pour agir de manière concrète. La plupart des analystes du Congrès s'attendent à ce qu'on mette en place une solution temporaire, passant par une combinaison d'extension et de fuite en avant. Mais nous sommes au-devant d'une période dangereuse.

Les marchés – des signes d'essoufflement. L'indice de surprise économique de Citibank s'est réduit de manière significative depuis son sommet de début janvier. Cela est typique après une période de reprise de la confiance, les anticipations commençant à dépasser la réalité, donnant ainsi lieu à des périodes de surprises négatives. La difficulté est de savoir si les déceptions résultent simplement du niveau trop élevé des anticipations ou si les statistiques se détériorent. Les récentes déceptions se sont généralisées : les indices PMI du mois de mars en Chine et en Europe ont fortement baissé et sont ressortis en-deçà des 50 points, le niveau délimitant l'expansion de la contraction. En Europe, cela n'est pas dû qu'à la périphérie, l'Allemagne et la France ont également enregistré de fortes baisses. Aux États-Unis les mises en chantier de février, les ventes de maisons anciennes, ainsi que l'indice de confiance des promoteurs immobiliers (NAHB) en mars, ont été des surprises négatives et nous rappelle que le secteur immobilier est sans doute dans une phase de consolidation mais ne constitue pas à ce stade un moteur solide de croissance. On peut encore citer d'autres surprises négatives, qu'il s'agisse du PIB du 4^{ème} trimestre de la Nouvelle Zélande ou des ventes de détail au Royaume-Uni et au Canada.

Notre indice propriétaire de mesure du risque a fait ressortir un certain nombre d'évolutions significatives durant la semaine dernière, suggérant des perspectives plus prudentes. Il s'agit d'un modèle fondé sur 39 facteurs relatifs aux actions, aux marchés monétaires, aux taux d'intérêt, aux devises, aux matières premières, au crédit et à l'environnement macroéconomique. Les composantes liées aux marchés monétaires, aux devises et à la macroéconomie n'incitent plus à la prise de risques et il est notable que d'autres facteurs invitent à privilégier les plus grandes capitalisations, sachant que la courbe des taux chinoise s'est aplatie. Cependant, les actions ont corrigé ces derniers jours, notamment pour les marchés et secteurs cycliques. En résumé, nous pensons que les marchés s'essoufflent un peu partout dans le sillage de statistiques économiques moins favorables, suggérant à court terme un environnement moins propice à l'appétit pour le risque.

Ce document est à but informatif uniquement et ne constitue pas une recommandation à l'achat ou à la vente d'investissements.

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.

03/2012