

GMAG INSIGHT SERIES

Global Multi-Asset Group Lettre mensuelle

Mai 2010

Document produit par l'équipe
Global Multi-Asset Group.

Rédigé par Davis Shairp,
stratégiste

Changements observés sur le mois d'avril 2010 (%)

	Marchés actions*	Oblig.*	Taux de change+
Monde	0,3	0,8	n/a
Etats-Unis	1,6	1,1	0,6
Zone euro	-1,6	-0,7	-1,5
Japon	0,5	0,9	-0,1
Roy.-Uni	-2,0	0,7	1,9
M. émergents	0,1	0,7	n/a
Hong Kong	-2,4	n/a	-0,1

*Rendement total
+ Variation des indices nominaux pondérés par les échanges
Sources : Thomson Datastream, MSCI, J.P. Morgan

Graphique du mois

Le graphique ci-contre montre les rendements des obligations italiennes, espagnoles et portugaises à deux ans à l'approche de l'annonce de l'UE et de la BCE et dans son sillage immédiat. La stabilisation des rendements constitue un signal important de retour à la normale. Elle est également essentielle pour la santé des bilans des établissements bancaires, ces derniers ayant été d'importants acheteurs d'emprunts d'Etat.

Sources: Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management

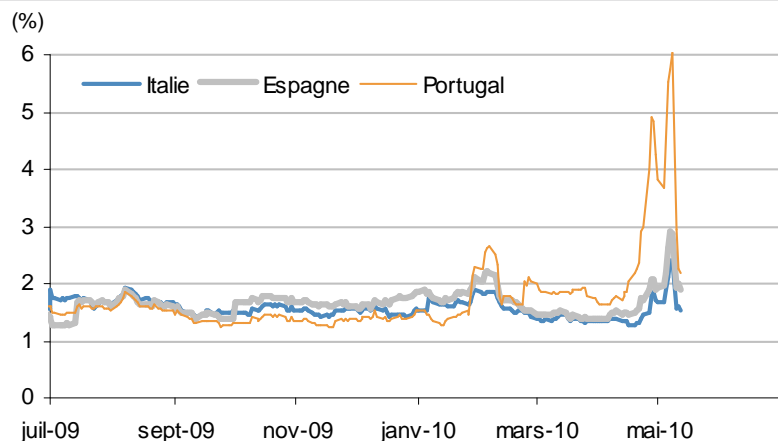
- La réponse européenne pourrait avoir mis fin au sentiment de crise, mais les problèmes sous-jacents devraient persister. Les banques centrales des pays de l'OCDE devraient rester accommodantes en 2010.
- La croissance devrait demeurer robuste au cours du trimestre ou des deux trimestres à venir, mais, au-delà, les perspectives sont moins claires, les indicateurs avancés commençant à reculer dans la plupart des grandes économies.
- Les valorisations des actions sont neutres en comparaison historique, mais attractives par rapport aux obligations.
- Le risque de notre portefeuille a été réduit, mais nous conservons un léger biais en faveur des actions, en continuant de les surpondérer par rapport aux obligations. Au sein de nos portefeuilles diversifiés, nos préférences régionales vont au Japon, au Royaume-Uni et aux marchés émergents.

Politique économique

Le mois écoulé a été dominé par des inquiétudes sur la solvabilité des pays de la zone euro et par une intensification des pressions budgétaires. Winston Churchill avait décrit la politique étrangère de l'Union soviétique comme « une devinette enveloppée d'un mystère à l'intérieur d'une énigme ». On pourrait s'en inspirer pour la zone euro, qui pâtit d'un problème de compétitivité pouvant aboutir à une crise de liquidité bancaire, sur fond de solvabilité budgétaire préoccupante. Cette dynamique entre des facteurs étroitement liés ne peut se résoudre aisément.

Ce problème de compétitivité est un héritage direct de la monnaie unique, l'évolution des taux de change réels ayant été seulement fonction de la tendance des prix domestiques. Durant les dix premières années de l'euro, les coûts unitaires du travail en Espagne ont augmenté de plus de 30 % par rapport à ceux de l'Allemagne, ce qui constitue une perte de compétitivité conséquente. Il en a été de même pour le Portugal, la Grèce, l'Italie, voire la France. D'où cette forte divergence entre les importants excédents courants au nord (Allemagne, Pays-Bas) et les larges déficits courants au sud (Grèce, Espagne, Portugal).

Rendements des obligations à deux ans dans la zone euro



Prévisions économiques du consensus PIB réel

	2010	2011
Etats-Unis	3,0	3,0
Zone euro	1,0	1,5
Japon	2,1	1,9
Royaume-Uni	1,3	2,0
Chine	10,1	9,3

Source : Bloomberg

Prévisions d'inflation globale du consensus

IPC	2010	2011
Etats-Unis	2,1	2,0
Zone euro	1,4	1,7
Japon	-1,2	-0,4
Royaume-Uni	2,7	1,7
Chine	3,4	3,5

Source : Bloomberg

Rendements obligataires au 30 avril 2010

	2 ans %	10 ans %	10-2 ans pb
Etats-Unis	0,96	3,65	269
Europe	0,77	3,02	225
Japon	0,17	1,29	112
Roy.-Uni	1,13	3,85	272
Chine	1,92	3,41	149

Sources : Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management

Les craintes à l'égard des systèmes bancaires découlent de ces déficits externes et de leur financement. La crise asiatique a montré que les risques s'accroissent lorsque la balance courante était financée par des capitaux à court terme (plutôt que par des capitaux à long terme sous forme d'investissement direct étranger). Les pays asiatiques présentaient alors des déficits primaires qui leur ont été fatals quand les financements à court terme se sont taris. Un signe de possibles déficits primaires se matérialise lorsque les systèmes bancaires dépendent des financements de gros, autrement dit quand les ratios prêts/dépôts sont supérieurs à 100 %. D'après les données agrégées d'UBS, les ratios prêts/dépôts sont les plus élevés au Portugal, au Espagne, en Irlande et en Italie, où ils dépassent 125 %. Le ratio de la Grèce est estimé à 108 %. En cas d'assèchement des marchés interbancaires, comme le suggère la hausse du spread Euribor/OIS, les banques pourraient avoir des difficultés à se financer et requérir l'aide de l'Etat.

Les préoccupations soulevées par la soutenabilité budgétaire - un de nos thèmes de longue date - sont sur le point d'entrer dans une phase critique. La situation de la Grèce est la pire, avec un déficit abyssal en 2009 et une dette insoutenable. L'accord de l'UE et du FMI impose un ajustement sévère, le déficit primaire devant être réduit de plus de 10 points de PIB. Cela ne s'est observé qu'à trois reprises dans le passé, dans des contextes économiques toujours favorables. La Banque des règlements internationaux (BRI) et l'OCDE ont calculé que neuf pays de la zone euro devaient dégager un excédent primaire moyen d'au moins 5 % du PIB pendant 5 ans pour stabiliser leur ratio dette publique/PIB aux niveaux de 2007. La Grèce peut afficher une situation extrême, mais elle n'a pas la seule.

On peut tirer deux leçons de cette crise. La première est que les événements des dernières semaines ont confirmé que la zone euro ne peut plus être perçue comme un risque de crédit unique. Le risque de change s'était transformé en risque de crédit, qui s'est à présent matérialisé. Cela implique que le coût du capital augmentera et que les marchés feront de plus en plus la distinction entre les différents crédits souverains. La deuxième leçon est que la zone euro (et l'économie mondiale) est fortement tributaire de la stabilité ou de la hausse des prix des actifs. La baisse des cours des obligations accroît non seulement le coût du capital en Europe, mais elle affecte également la situation financière des banques, qui ont joué un rôle clé dans les courbes de taux positives.

Le plan de sauvetage de l'UE et du FMI a été une opération « shock and awe » (choc et stupeur) visant à soutenir les marchés de la dette souveraine et à garantir une liquidité suffisante pour faire gagner du temps aux pays dans le règlement de leurs déséquilibres économiques. L'UE a mis en place un fonds d'urgence doté de 60 milliards d'EUR, auquel s'ajoutent une contribution de 250 milliards d'EUR du FMI et 440 milliards d'EUR de prêts bilatéraux des pays membres de la zone euro. Cela représente un plan d'aide de 750 milliards d'EUR, équivalant à 11 % du total de la dette publique dans la zone euro, ou 8 % du PIB 2009. De surcroît, la BCE a entrepris de mener un assouplissement quantitatif (« AQ ») « stérilisé ».

En théorie, cette intervention réglera en partie la question de la solvabilité des banques, en soutenant leur bilan. Les facilités de soutien contribueront à toute recapitalisation jugée nécessaire. Toutefois, « l'AQ stérilisé » est une réponse d'ordre plus *microéconomique* que *macroéconomique*, apparaissant comme une tentative de « solidarisation » du risque souverain dans la zone euro. Ce qu'il faut, c'est en fait un « AQ non stérilisé », qui augmente la base monétaire et contribue à la croissance de la masse monétaire au sens large, actuellement négative. La zone euro flirte avec la déflation, ce qui est inquiétant quand la dette est élevée. Une solution durable pourrait résider dans la combinaison d'une consolidation budgétaire et d'une restructuration de la dette, alliée à un stimulus monétaire sous forme d'AQ réel. Cela entraînerait l'affaiblissement requis de l'euro. Le sentiment de crise peut avoir disparu, mais les problèmes sous-jacents persistent.

Pour le moment, les Etats-Unis et la Chine sont en zone calme. La Fed a confirmé

**Marchés des changes
au 30 avril 2010**

	USD	TCER*	Moy. 5 ans
Etats-Unis	-	84,1	85,2
Zone euro	1,3	117,1	124,5
Japon	93,9	79,3	75,2
Roy.-Uni	1,53	80,7	91,0
Chine	6,83	115,3	106,8

*Indice du taux de change effectif réel
Sources : Bloomberg, Thomson Datastream, JP Morgan, J.P. Morgan Asset Management

Ratios PER à 12 mois

	Actuel	Moy. 5 ans	Ecart (%)
Monde	13,2	13,6	-2,8
Etats-Unis	13,7	14,3	-4,0
Zone euro	11,8	12,0	-1,7
Japon	17,6	18,0	-1,7
Roy.-Uni	10,6	11,5	-7,2
Hong Kong	15,6	15,9	-2,3
Brésil	10,7	9,3	15,1
Chine	12,8	13,4	-4,8
Inde	16,5	16,1	2,9
Russie	7,0	9,0	-22,8

Sources : Thomson Datastream, MSCI, J.P. Morgan Asset Management

Rendement du dividende

	Actuel	Moy. 5 ans monétaire*	Taux
Etats-Unis	1,9	2,0	0,38
Zone euro	3,2	3,3	0,62
Japon	1,6	1,5	0,24
Roy.-Uni	3,3	3,8	0,68
Hong Kong	2,7	3,0	0,16
Brésil	2,7	3,3	9,40
Chine	2,0	2,2	1,95
Inde	0,9	1,2	4,98
Russie	1,6	1,7	6,16

*Taux interbancaires à 3 mois, excepté pour le Brésil (utilisation du taux au jour le jour Selic). Données au 30 avril 2010
Sources : Thomson Datastream, MSCI, Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management

qu'elle n'était pas pressée de resserrer sa politique monétaire et a été jusqu'à maintenir sa mention « période prolongée » dans le dernier communiqué du FOMC, ce qui implique que les taux resteront bas dans un avenir prévisible. La Chine devrait continuer à durcir sa politique, compte tenu des signes persistants de surchauffe. En avril, l'inflation s'est orientée vers le seuil des 3 %, ce qui augmente la probabilité de nouvelles mesures de restriction du crédit.

La principale conclusion est que les banques centrales de l'OCDE devraient rester accommodantes pendant l'essentiel de 2010. Or, les courbes à terme intègrent un resserrement de 70 pb aux Etats-Unis, de 40 pb dans la zone euro et de 45 pb au Royaume-Uni. Le changement majeur sur le mois écoulé a concerné la zone euro, le resserrement intégré sur les 12 prochains mois ayant été revu à la baisse, de 65 pb à un peu moins de 40 pb actuellement. Les marchés pourraient pourtant être encore trop pessimistes. Un engagement des principales banques centrales à maintenir les soutiens constitue un contexte favorable pour les marchés actions.

Perspectives économiques

S'agissant des perspectives de croissance mondiale, la dernière série d'indicateurs avancés de l'OCDE dresse un tableau nuancé. Le taux de croissance sur 6 mois annualisé a atteint un plus-haut dans un certain nombre de pays, un recul s'observant depuis au moins 4 mois aux Etats-Unis, en zone euro, au Royaume-Uni, au Japon et en Chine. Il est donc possible que la croissance du PIB réel atteigne un pic au cours des 1 à 2 prochains trimestres, mais cela pourrait signaler une pause de milieu de cycle avant que l'activité ne réaccélère.

En ce qui concerne la Chine, il convient de noter que la croissance annualisée a atteint un plus-haut en juin 2009, reflétant potentiellement la politique monétaire plus stricte qui a été adoptée, mais, intuitivement, il est trop tôt pour qu'il y ait eu un impact. La vigueur des exportations, qui ont encore fortement augmenté en avril, donne à penser que tout ralentissement de l'investissement est compensé.

Aux Etats-Unis, l'activité reste toutefois robuste, les principaux indicateurs continuant de suggérer une tendance solide au cours des 1 à 2 prochains trimestres. De plus, certains signes indiquent que l'emploi redémarre, comme le suggèrent les bons chiffres de l'emploi salarié d'avril et la hausse de l'emploi *temporaire*, qui progresse depuis sept mois et tend à être annonciateur d'une croissance future de l'emploi *permanent*. Enfin, la dernière enquête auprès des responsables du crédit a montré que les conditions d'emprunt s'assouplissaient peu à peu. Ce développement accompagne généralement une reprise de l'emploi et signale que la demande intérieure soutient la croissance globale.

L'énigme se situe en Europe, où l'indicateur avancé de l'OCDE pour la zone euro marque le pas. Plusieurs séries indiquent cependant un renforcement de l'activité. Les exportations allemandes et françaises ont connu un fort dynamisme, alimentant en Allemagne une accélération sensible de la production industrielle. L'indice de surprise économique de Citigroup a d'ailleurs fortement rebondi au cours des dernières semaines. Cela contraste avec la situation de la périphérie, où plusieurs pays ont vu leurs indicateurs avancés enregistrer un repli sensible, dont l'Italie, l'Espagne et la Grèce. L'Irlande affiche en revanche des indicateurs d'activité future vigoureux, à l'instar du Portugal. Au T1, la croissance du PIB réel de la zone euro n'a rien eu d'extraordinaire, à seulement 0,1 % t/t. Si la croissance annuelle est redevenue positive, elle a été plutôt anémique à juste 0,5 % a/a.

Bénéfices et valorisations

Le momentum des bénéfices (ratio des révisions à la hausse par rapport aux révisions à la baisse) s'est amélioré sur 13 des 24 marchés que nous suivons par rapport au mois précédent, tandis que les révisions à la hausse des analystes restent plus nombreuses que celles à la baisse sur 19 des 24 marchés. Le momentum a atteint un plus-haut et se dégrade de manière sensible sur certains

L'équipe Global Multi-Asset Group

Le Global Multi-Asset Group est une équipe de 41 gérants, professionnels de l'investissement, analystes et stratégestes, basés principalement à Londres et à New York, qui s'attache à élaborer et à gérer des stratégies multi-actifs et multi-pays en faisant appel à l'expertise internationale de JPMorgan Asset Management sur l'ensemble des classes d'actifs traditionnels et alternatifs. L'équipe est responsable de la gestion de plus de 33MdUSD d'actifs, incluant des portefeuilles diversifiés classiques, des fonds de fonds, des obligations convertibles, des fonds de performance absolue et des mandats de gestion d'allocation d'actifs tactique.

L'allocation d'actifs globale relève de l'équipe Stratégie Monde, qui regroupe des professionnels chevronnés comptant en moyenne une expérience de 25 ans de l'investissement.

Neill Nuttall est Directeur des investissements de l'équipe Global Multi-Asset Group.

Autres publications de l'équipe

Bulletin hebdomadaire

Ce document peut être consulté sur la page d'accueil de notre site Internet, à l'adresse : www.jpmorganassetmanagement.fr

marchés émergents, mais a commencé à se redresser en Europe et aux Etats-Unis, suite aux bons chiffres du T1. Avec plus de 85 % des sociétés du S&P 500 qui ont publié, les résultats ressortent supérieurs de 12 % aux attentes, sous l'effet de revenus solides et des marges. Au moins 78 % des entreprises ont publié des résultats conformes ou supérieurs aux prévisions, ce qui fait du T1 la deuxième meilleure saison de publication. En Europe, les sociétés connaissent leur meilleure période de résultats depuis le T1 2005 : 68 % des sociétés qui ont publié ont battu les estimations de bénéfice et 63 % ont dépassé les attentes de CA. Les prévisions bottom-up de bénéfices n'ont que très légèrement évolué, avec une croissance mondiale des bénéfices attendue à 32 % en 2010 et à 19 % en 2011.

Les valorisations restent raisonnables. Nos indicateurs composites de valorisation (ICV), qui s'intéressent aux valorisations autour d'une tendance à moyen terme, suggèrent que les valorisations de la plupart des marchés restent proches de la neutralité. La légère hausse des marchés en avril a laissé les valorisations des actions proches de niveaux neutres sur la base de ces critères, notre ICV des actions internationales atteignant 0,29 (zéro correspond au niveau neutre). Cet indicateur va généralement de +2 (cher) à -2 (bon marché). Par rapport aux obligations et au monétaire, les actions restent la classe d'actifs de choix. L'écart entre le rendement attendu des actions (1/PER) et celui des obligations suggère, à nouveau, que les valorisations des actions sont très raisonnables par rapport à celles des obligations sur une base à moyen terme. En outre, notre analyse indique que les actions et les rendements obligataires devraient fortement augmenter pour que l'on revienne à des niveaux de valorisation extrêmes.

Marchés

Les turbulences au sein de la zone euro offrent-elles une opportunité d'achat ? Les optimistes soutiendraient que le reste du monde est très bien orienté, étant donné la vigueur de la croissance en Asie et aux Etats-Unis. Les bons chiffres de l'emploi en avril aux Etats-Unis, où le nombre d'emplois salariés a augmenté de 290 000, attestent d'une diffusion de la reprise américaine, tandis que les résultats des sociétés ont dépassé les attentes. Les optimistes argueraient que les valorisations restent attractives, tandis que la politique monétaire est encore moins susceptible d'être durcie – en bref, il y a une opportunité d'achat sur repli.

Il revient donc aux pessimistes d'expliquer ce qui a *fondamentalement* changé, car ces inquiétudes étaient connues en début d'année. Selon nous, les défis économiques que l'Europe doit relever dureront des années et non des mois, même si la réponse politique forte contribue à atténuer ces effets négatifs à moyen terme pour l'euro. Il convient également de ne pas ignorer le cycle économique. Une forte reprise *cyclique* contribuera à apaiser les préoccupations budgétaires *structurelles* grâce au rebond des recettes fiscales. Les marchés européens ont cédé plus de 15 % depuis leur plus-haut, ce qui constitue une sévère correction. Ils devraient rester volatils, même après la riposte politique.

Le risque de notre portefeuille a été réduit, mais nous conservons un léger biais actions : nous restons surpondérés sur les actions et pensons qu'elles devraient surperformer les obligations, mais avec une conviction modérée. Dans nos portefeuilles diversifiés, nous continuons de préférer le Japon et les marchés émergents, tout en restant légèrement prudents sur l'Asie. Nous privilégions également le Royaume-Uni, du fait de sa valorisation attractive, qui compense probablement dans une large mesure le risque électoral. Nous sommes neutres sur les Etats-Unis et l'Europe, où les valorisations honorables et le risque continu de réactions non conventionnelles ne justifient pas d'être sous-pondérés.

Ce document « Lettre mensuelle » est une lettre d'information générale, à but pédagogique, à destination du public et relative aux marchés financiers et aux grandes tendances de l'économie. Ce document, de nature illustrative et générale, est préparé par l'équipe des économistes de Global Multi-Asset Group de J.P. Morgan Asset Management et reflète leur vision des marchés, à la date de ce document. Les informations contenues peuvent varier à tout moment. Il ne s'agit en aucun cas d'un conseil particulier relatif à une situation patrimoniale individuelle. Le lecteur devra toujours se référer à son conseil financier habituel pour toute information adaptée à ses besoins. Emis par 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 95 6 693. J.P. Morgan Asset Management est une marque de distribution d'OPCVM agréés ou autorisés à la commercialisation en France par l'AMF. 05/2010