

- **Point sur la croissance**
- **La vigueur de la croissance économique américaine**
- **Nos considérations monétaires**
- **Le GMAG ramène son exposition actions/obligations à un niveau neutre**
- **Graphique de la semaine: l'Aversion au Risque – des niveaux traduisant une certaine complaisance dans les marchés**

### Changements observés la semaine dernière (du 27 janvier au 3 février)

	Marché actions	Oblig. 10 ans (pb)	Taux de change pondéré
États-Unis	2,3 %	3	-0,3 %
Zone Euro	3,1 %	7	-0,5 %
Roy.-Uni	2,9 %	11	0,6 %
Japon	-0,1 %	-2	0,1 %
Hong Kong	0,4 %	n/a	-0,4 %

Source : Bloomberg

### Graphique de la semaine

Notre graphique de la semaine montre l'Indicateur d'Aversion au Risque de Westpac. Il s'agit d'un indicateur composite d'aversion, constitué de cinq facteurs incluant la volatilité implicite à trois mois de six devises, le Vix ainsi que trois mesures de spread obligataire. Cet indicateur est revenu sur des points bas extrêmes, suggérant un degré élevé de complaisance dans les marchés.

**Point sur la croissance.** La semaine dernière, les marchés ont réagi favorablement à plusieurs bonnes statistiques manufacturières. L'indice préliminaire des directeurs d'achats s'est apprécié, l'ISM manufacturier américain ayant atteint 54,1 contre 53,1 en décembre. Les composantes relatives aux nouvelles commandes, aux stocks et aux prix payés sont ressorties en hausse, malgré une baisse des composantes relatives à la production et à l'emploi. Par ailleurs, le secteur manufacturier chinois a semblé également se raffermir, le PMI officiel s'étant apprécié de 50,3 à 50,5 (suggérant une expansion marginale). Cependant, la version de l'indicateur pour le secteur privé, produit par HSBC, traduit une poursuite de la décélération compte tenu de la stabilité de l'indice sur le mois à 48,8.

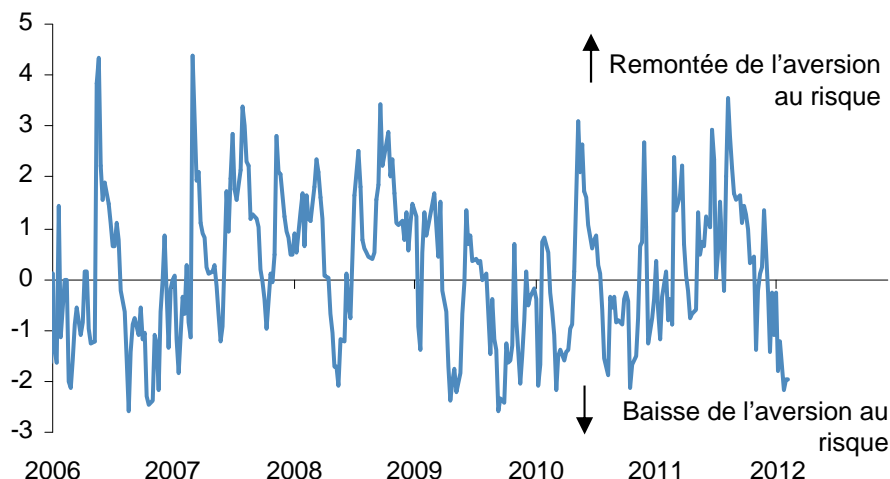
Au niveau mondial, le secteur manufacturier poursuit son expansion. L'indicateur PMI mondial de JP Morgan est ressorti en hausse de 50,5 à 51,2 en janvier – soit son plus haut niveau depuis juin 2011. Dans une certaine mesure, cette expansion est également mise en évidence dans l'estimation préliminaire de notre indicateur propriétaire de croissance mondiale qui s'est redressé, s'éloignant de niveaux caractéristiques d'une récession, bien que certaines composantes donnent des signaux contradictoires. Par exemple, le prix du cuivre (qui fait partie avec le prix du pétrole d'un indice de matières premières simplifié) a nettement rebondi en janvier, alors que l'indice Baltic Dry (une composante relative au transport) s'est effondré pour toucher son plus bas niveau depuis 1986.

**La vigueur de la croissance économique américaine.** Les marchés se sont vivement appréciés dans le sillage de statistiques économiques positives. Le rapport sur l'emploi américain de vendredi a été particulièrement robuste : les créations d'emplois dans le secteur non agricole se sont fortement accrues de 243 000 postes, contre 203 000 en décembre et une anticipation du consensus de 146 000. De surcroît, le taux de chômage a reculé contre toute attente de 8,5% à 8,3%.

Cette évolution du marché de l'emploi américain est d'autant plus intéressante à l'aube de l'élection présidentielle de novembre. Dans ce domaine, la sagesse populaire s'appuie sur « la règle du 7,2 » selon laquelle aucun président depuis Franklin D. Roosevelt n'a pu se faire réélire avec un taux de chômage supérieur à 7,2 %, le président Ronald Reagan s'étant fait réélire avec un taux de chômage de 7,2 % exactement. Mais en réalité, c'est davantage le *taux de baisse* du chômage et non son *niveau* qui constitue le facteur déterminant de réélection d'un candidat. Dans le cas de Reagan, le taux de chômage a diminué de 1,3 point de pourcentage (ppt) au cours des 12 mois précédant l'échéance électorale de novembre 1984. Cette année-là, le taux annuel de baisse avait même atteint 2,0 ppt durant l'été.

### Graphique de la semaine : l'Aversion au Risque – des niveaux traduisant une certaine complaisance dans les marchés

Ecarts type



Source : Westpac, Bloomberg.

**Cette semaine**

**États-Unis** : Vendredi, le sondage préliminaire de la confiance des consommateurs de l'Université du Michigan devrait ressortir en baisse de 75,0 à 74,0 en février, suggérant des inquiétudes persistantes quant à la reprise économique après sa hausse récente.

**Europe** : Jeudi, la production industrielle britannique devrait ressortir en hausse de 0,2 % sur le mois de décembre, après avoir enregistré un recul sévère en novembre. Cependant, la croissance annuelle devrait rester stable à -3,1 % sur un an. Jeudi également, la réunion du comité de la BoE devrait se conclure par l'annonce d'un nouvel assouplissement quantitatif monétaire de 75 milliards GBP conformément aux attentes du marché. La BCE se réunit également jeudi et pourrait annoncer à cette occasion une baisse des taux d'intérêt, bien qu'elle ne soit anticipée que par 2 économistes sur 57.

**Asie** : Jeudi, les commandes de machines au Japon sont attendues en baisse de 5,0 % sur le mois de décembre, après les gains spectaculaires enregistrés en novembre. Cela ramènerait le taux de croissance annuel à 8,5 % sur un an, ce qui indiquerait un point haut dans le cycle. Jeudi, la croissance de M2 au Japon devrait rester stable à 3,1 % sur un an en janvier. La première série de statistiques macroéconomiques en Chine pour le mois de janvier sera publiée cette semaine, notamment les statistiques de la balance commerciale et de l'inflation. Le taux annuel de l'inflation des prix à la consommation devrait s'assagir et décélérer de 4,1 % à 4,0 %. La croissance des exportations et importations pourrait également se contracter, mais ces statistiques pourraient avoir été affectées par la date du nouvel an lunaire.

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

Édité par David Shairp, Stratégiste.

Même si le taux de chômage devait poursuivre sa baisse au cours des neuf prochains mois, il est peu probable que celui-ci atteigne le niveau requis par cette règle de 7,2 % d'ici le mois de novembre. Cependant, même avec un taux de chômage qui resterait stable jusqu'en novembre, sa baisse ressortirait atteindrait 1,5 ppt sur douze mois. Il est intéressant de noter qu'il n'y a eu que trois occasions depuis 1950 où le taux de chômage a diminué d'au moins 2 ppt sur douze mois : août 1950 à juin 1951, d'avril à août 1959 et de novembre 1983 à août 1984. A l'heure actuelle, il faudrait que le taux de chômage officiel diminue encore de 0,5 % (et revenir à 7,8 %) pour réitérer une telle performance. Il est donc tout à fait possible que M. Obama fasse partie de ces rares présidents à être réélus en dépit d'un taux de chômage élevé.

**Nos considérations monétaires.** L'amélioration du contexte économique ne fait guère de doute. Notre analyse du cycle suggère que nous avons évolué d'une stagflation vers un environnement reflationniste, sans exclure pour autant la possibilité de revenir en déflation. La réponse musclée de la BCE via son opération de refinancement à long terme a été largement considérée comme une action décisive, bien que cette initiative nous semble davantage décisive au niveau *micro* qu'au niveau *macro*. Mais, il convient de noter que le taux de croissance du bilan de la banque centrale est sans précédent. D'ailleurs, selon un analyste de marché, la taille combinée des bilans des huit principales banques centrales a augmenté de 5,42 à 15 trillions de dollars au cours des six dernières années, la Banque Populaire de Chine présentant le bilan le plus important, suivie de la BCE.

Le quasi-triplement de la base monétaire mondiale sur ces six dernières années aurait dû fortement affecter les marchés obligataires. Mais les taux de rendement sont restés étonnamment contenus (et les investisseurs obligataires très détendus), les taux point mort d'inflation à cinq ans dans cinq ans étant ressortis en légère hausse à tout juste 2,5 %. On note aussi une divergence déconcertante entre l'évolution des *rendements obligataires* et celle des *indices actions*. Cette divergence suggère de plus en plus que les marchés obligataires ne croient pas aux indicateurs de croissance salués par les investisseurs actions. Cela pourrait s'expliquer par l'évolution des multiplicateurs monétaires. Notre vieux sage, Jonathon Griggs (CIO de l'équipe Devises), a agrégé des statistiques montrant que le multiplicateur monétaire américain (le ratio entre la masse monétaire élargie et la base monétaire) a légèrement augmenté aux Etats-Unis, contrairement à l'Europe et au Royaume-Uni où il a continué de baisser. D'ailleurs, Jonathon a mis en évidence que le multiplicateur monétaire pondéré du PIB pour les quatre principales économies (Etats-Unis, zone euro, Royaume-Uni et Japon) a atteint un nouveau point bas de 13 ans, à près de la moitié de son niveau d'avant la crise financière. On en conclut tout bonnement qu'une reprise économique de la zone euro est improbable sauf à envisager une accélération marquée de la croissance de M3, autour de 4 % à 6 % par an.

**Le GMAG ramène son exposition actions/obligations à un niveau neutre.** La semaine dernière, nous avons ramené notre position actions/obligations à la neutralité. Comme indiqué dans l'édition de la semaine dernière, il nous semblait que les marchés étaient devenus légèrement surachetés et davantage complaisants. Cette tendance s'est poursuivie cette semaine, l'aversion au risque ayant atteint des points bas extrêmes d'après l'indicateur de Westpac (voir le graphique de la semaine).

Nous avons ainsi décidé de réduire notre exposition actions sur le Japon, l'Allemagne et Hong Kong pour revenir à une position actions/obligations globalement neutre. De surcroît, nous avons décidé de renforcer le poids des grandes capitalisations par rapport aux petites capitalisations américaines, en augmentant la part des grandes capitalisations et la sous-pondération des petites capitalisations américaines. Cela a eu pour effet de réduire aussi bien le beta du portefeuille que son niveau de risque global.

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. 02/2012