

GMAG INSIGHT SERIES

Global Multi-Asset Group Lettre mensuelle

Février 2010

Document produit par l'équipe Global Multi-Asset Group.
Rédigé par David Shaip et Rekha Sharma, Stratégistes

Changements observés sur le mois de janvier 2010 (%)

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

*Rendement total

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

Graphique du mois

Le graphique présente le ratio des enquêtes PMI dans les secteurs manufacturier et des services. Après avoir atteint un point bas en janvier 2009, la série est à présent proche du plus-haut. Cela suggère que l'indice manufacturier distance depuis un certain temps l'indice des services, conséquence de l'ampleur du processus de déstockage au 4T 2008 et de la reprise qui a suivi.

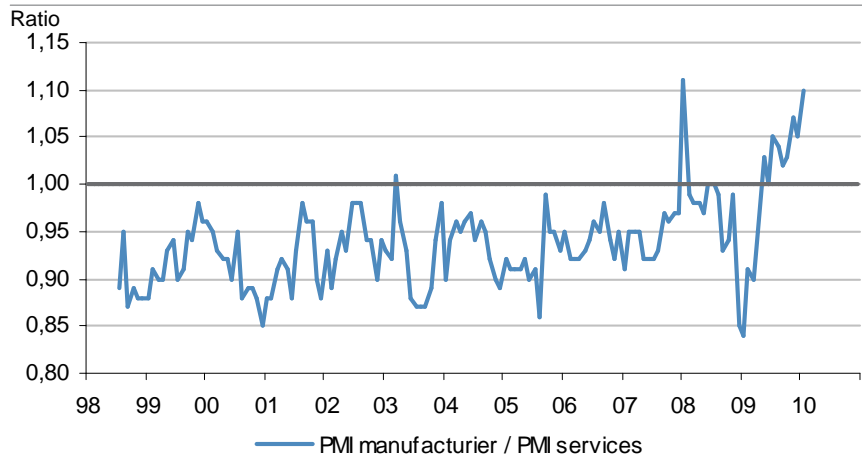
Sources : MacData, J.P. Morgan Asset Management Global Multi-Asset Group

- **Les débats au sein des principales banques centrales des pays développés risquent de s'intensifier, mais nous n'anticipons pas de resserrement monétaire important en 2010. La Chine a entamé un processus de normalisation, qui devrait durer plusieurs mois.**
- **La reprise sera molle dans l'OCDE. D'après les enquêtes, le rebond de l'activité manufacturière se poursuit, mais les statistiques pour les services commencent à montrer des signes d'arrivée à un plus-haut.**
- **La perspective de nouvelles réglementations bancaires, le début de la normalisation en Chine et la montée des inquiétudes sur le risque souverain ont pesé sur le sentiment. Toutefois, les actions affichent des valorisations attrayantes par rapport aux obligations et au monétaire.**
- **Nous restons surpondérés sur les actions par rapport aux obligations. Au sein des actions, nous privilégions le Japon, l'Asie, les marchés émergents et la Suède ; nous sommes neutres sur les Etats-Unis et le Royaume-Uni et sous-pondérés sur l'Europe continentale et l'Australie.**

Politique économique

Les divergences s'accroissent, autant entre banques centrales qu'au sein de chaque institution, signe que les différentes économies ne sont pas au même stade de la reprise et qu'elles ne sont donc pas exposées aux mêmes pressions. Avec un PIB réel en hausse de 10,7 % en glissement annuel au 4T 2009, les autorités chinoises ont commencé à normaliser leur politique, mais elle reste accommodante. En janvier, elles ont augmenté à deux reprises les rendements des notes à 3 mois et ont relevé de 50 pb le taux des réserves obligatoires, qui demeure toutefois en deçà du niveau d'avant la crise. Elles ont aussi annoncé qu'elles limiteraient les nouveaux crédits bancaires, ce qui n'est guère surprenant compte tenu de la vive expansion du crédit depuis début janvier. Si le crédit montre une forte saisonnalité en Chine (avec une forte intensité en début d'année, avant le Nouvel an chinois), l'annonce de ces mesures est intervenue alors que le montant des prêts octroyés cette année s'élève déjà à 1 500Md RMB et que le quota global des prêts bancaires est de 7 500Md RMB pour 2010. C'est l'équivalent du PIB annuel de la Malaisie qui a été prêté par le système bancaire chinois en janvier. Avec la montée de l'inflation et le rebond des exportations, nous anticipons de nouvelles mesures de resserrement qui devraient devenir nettement plus agressives à l'approche du milieu de l'année.

Retard de l'indice PMI des services sur l'indice PMI manufacturier



Prévisions économiques du consensus PIB réel

	2009	2010
Etats-Unis	-2,4	2,7
Zone euro	-3,9	1,2
Japon	-5,3	1,4
Royaume-Uni	-4,8	1,2
Chine	8,7	9,5

Source : Bloomberg

Prévisions d'inflation globale du consensus

IPC	2009	2010
Etats-Unis	-0,4	2,1
Zone euro	0,3	1,3
Japon	-1,4	-1,3
Royaume-Uni	2,2	2,5
Chine	-0,7	2,3

Source : Bloomberg

Rendements obligataires au 29 janvier 2010

	2 ans %	10 ans %	10-2 ans (pb)
Etats-Unis	1,14	3,84	277
Europe	1,33	3,39	208
Japon	0,15	1,30	117
Roy.-Uni	1,32	4,02	265
Chine	1,65	3,64	139

Sources : Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management

La dernière réunion du FOMC a été considérée comme bénigne, mais les débats au sein de la Fed seront moins consensuels à l'avenir. Le langage a légèrement changé, la Fed estimant que les perspectives du « rythme de reprise économique » (au lieu de « activité économique ») sont désormais « modérées » après avoir été « faibles ». Le plus marquant dans le communiqué du FOMC a été la position restrictive dissidente de Thomas Hoenig sur le maintien de la mention « période prolongée » dans la déclaration relative au taux des Fed Funds. Selon lui, « les conditions économiques et financières ont suffisamment évolué pour que la formule du maintien du taux des Fed Funds à un niveau exceptionnellement bas pendant une période prolongée ne soit plus retenue ». Si cela ne suggère pas de nette inflexion au sein du FOMC, cela signifie qu'il y aura davantage de débats à l'avenir. L'observation de la Fed s'apparente de plus en plus à de la kremlinologie et le marché deviendra sans doute encore plus sensible aux subtiles nuances des opinions exprimées. Nous restons d'avis que les responsables clés de la Fed mettront du temps à relever les taux, jouant la prudence. Les marchés intègrent un relèvement d'environ 60 pb des taux sur l'année prochaine, ce qui nous semble quelque peu excessif.

Lors de sa dernière réunion, la Banque d'Angleterre (BoE) a choisi de laisser la porte ouverte à d'autres mesures d'assouplissement quantitatif. Le communiqué a souligné que « la récession a probablement endommagé la capacité d'offre de l'économie... le recul de la production signifie qu'une marge substantielle des ressources sous-utilisées subsistera probablement ». Cela suggère que la BoE tient compte d'une certaine réduction durable de la capacité économique. Rappelons que, ces dernières années, les responsables de la BoE reconnaissaient qu'ils avaient du mal à évaluer les capacités réelles en raison de l'afflux de travailleurs immigrés. A l'époque, un long débat s'était enflammé sur les contraintes de capacités et leur corollaire, des tensions inflationnistes. L'on peut se demander si la reconnaissance de la réduction de la capacité aboutira à un tel débat au sein du Comité de politique monétaire au cours des prochains mois.

Les décideurs de la zone euro sont confrontés aux situations délicates du Portugal, de l'Irlande, de la Grèce et de l'Espagne. La Grèce est le premier test, mais il est peu probable que la résolution du problème viendra de la BCE. Ces développements attestent une nouvelle fois de la dynamique à plusieurs niveaux de la zone euro. Si les marchés anticipent à présent un resserrement monétaire d'environ 70 pb de la BCE, contre 110 pb en début d'année, il nous est difficile d'envisager un relèvement des taux de la BCE en 2010, compte tenu de pressions inflationnistes limitées et du dur ajustement que cela représenterait pour certains Etats périphériques.

Perspectives économiques

Dans notre scénario central, nous prévoyons une reprise molle dans les pays développés cette année. Des divergences s'observeront probablement entre Etats, voire entre régions. La Chine a fait état d'une hausse de 10,7 % de son PIB en glissement annuel au 4T 2009, contre un point bas de 6,1 % au 1T 2009 ; les ventes de détail ont également été meilleures que prévu. A l'évidence, les autorités chinoises sont suffisamment sereines pour entamer le retrait partiel de leur politique ultra-accommodante. Les Etats-Unis connaissent une reprise quasi classique en terme de trajectoire de la croissance, avec un PIB ressorti en hausse de 5,7 % (en annualisé) au quatrième trimestre. Sur la même période, le Royaume-Uni n'a connu qu'une croissance de 0,1 % en glissement trimestriel. Si la croissance mondiale restait raisonnablement solide, l'économie britannique pourrait mieux faire au cours des prochains trimestres en supposant un effet décalé positif de la faiblesse de la devise sur les exportations.

Au risque d'être alarmistes, nous sommes préoccupés par le fait que la reprise pourrait s'approcher d'un tournant, mais, pour l'heure, rien ne permet d'arriver à cette conclusion. Aux Etats-Unis, l'indice ISM manufacturier a nettement dépassé

**Marchés des changes
au 29 janvier 2010**

	USD	TCER*	Moy. 5 ans
Etats-Unis	-	85,5	85,4
Zone euro	1,39	119,7	124,5
Japon	90,3	83,7	75,2
Roy.-Uni	1,60	83,0	92,0
Chine	6,83	107,7	105,8

*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	14,2	13,7	3,7
Etats-Unis	14,4	14,4	0,2
Zone euro	12,8	12,1	5,7
Japon	19,2	17,9	10,7
Roy.-Uni	12,0	11,7	4,4
Hong Kong	16,7	16,0	4,8
Brésil	13,3	9,1	46,3
Chine	13,9	13,3	3,8
Inde	17,5	15,9	9,8
Russie	8,4	9,1	-8,3

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

Rendement du dividende

	Actuel	Moy. 5 ans	Taux monétaire
Etats-Unis	1,9	2,0	0,25
Zone euro	3,1	3,2	0,55
Japon	1,7	1,5	0,25
Roy.-Uni	3,5	3,8	0,62
Hong Kong	2,6	3,0	0,13
Brésil	2,9	3,4	8,65
Chine	1,9	2,2	1,91
Inde	0,9	1,2	4,62
Russie	1,4	1,7	6,01

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

les attentes, atteignant son plus haut niveau depuis septembre 2004. L'indice des services ne reste toutefois qu'en territoire d'expansion. En Europe, l'indice PMI composite s'est inscrit en léger repli en janvier. D'autres indicateurs européens ont également donné des signes de faiblesse : les résultats de l'enquête ZEW ont été en deçà des attentes du consensus, en raison d'un recul de la composante « anticipations ». Les indicateurs économiques avancés de l'OCDE pour les pays du G4 ont poursuivi leur amélioration. Toutefois, si les variations annuelles des indices restent positives et orientées à la hausse, une mesure plus dynamique, qui analyse les taux de variation annualisés sur six mois, suggère que toutes les séries, hormis le Japon, pourraient avoir atteint un plafond.

Globalement, les signes d'une nette modération des indicateurs précurseurs sont loin d'être réunis. Si, dans les pays développés, les indices PMI des services peuvent avoir atteint un pic, les indices manufacturiers continuent en général d'augmenter. Cela peut refléter deux éléments : 1/ la reprise qui a résulté de l'inversion du cycle des stocks ; et 2/ le soutien que pourrait apporter au cycle manufacturier la demande étrangère de biens manufacturés (émanant notamment des pays émergents). Toutefois, la faiblesse *relative* du secteur des services est représentative de la consommation intérieure qui reste anémique. Par ailleurs, la croissance monétaire reste à nos yeux une source d'inquiétude pour les perspectives de croissance. La croissance de la masse monétaire au sens large aux Etats-Unis, en zone euro et au Japon ne montre aucun signe de reprise. Elle a décéléré en Chine d'un plus-haut de 36,9 % à 19,9 % sur six mois annualisés et elle se contracte de 2 % aux Etats-Unis et de 1 % en zone euro. Cela suggère que le profil de croissance robuste à court terme pourrait s'affaiblir plus tard dans l'année et en 2011. Si ce scénario devait se confirmer, les investisseurs pourraient commencer à reconsidérer leurs estimations de bénéfices pour 2011.

Bénéfices et valorisations

Les anticipations ont progressé, avec des estimations bottom-up agrégées d'une croissance mondiale des bénéfices de 28,3 % en 2010 et de 20,0 % en 2011 et une hausse cumulée de 56 % des résultats des sociétés du S&P 500 sur la période 2009-2011. Les chiffres de 2010 bénéficieront d'effets de base importants venant des secteurs de la finance, de la consommation cyclique et de l'énergie. Toutefois, après les réductions drastiques des coûts l'an passé, notamment aux Etats-Unis, la qualité des résultats et les perspectives de croissance du chiffre d'affaires doivent focaliser l'attention. La période de publication des résultats du 4T des sociétés américaines a pris un assez bon départ, mais sans entraîner de rebond des marchés. Jusqu'ici, 74 % des sociétés qui ont publié ont dépassé les attentes (de plus de 10 % dans la moitié des cas), un pourcentage toutefois inférieur aux 80 % du 3T. La bonne nouvelle est que davantage d'entreprises ont réalisé un meilleur chiffre d'affaires : 56 % jusqu'ici, contre 44 % au 3T. L'autre thème qui pourrait affecter les marchés concerne le timing du retournement à la hausse. La reprise économique et les résultats meilleurs que prévu augurent d'une poursuite de la croissance des bénéfices au 1S 2010. A un certain stade, des doutes pourraient naître quant à la pérennité de cette croissance au 2S 2010 ou en 2011. Il pourrait en résulter des attentes plus élevées pour cette année au détriment de l'année suivante, liées au report des estimations des analystes. Ce scénario pourrait déstabiliser les marchés, après qu'ils auront intégré de meilleures perspectives en 2010. Pour l'heure, nous restons donc quelque peu sceptiques quant à la matérialisation d'une hausse de 21 % des profits en 2011.

Nos indicateurs du momentum des bénéfices ont atteint un plus-haut. Sur les 24 marchés que nous suivons, ils ne sont que 17 à afficher un meilleur momentum par rapport à il y a six mois et seulement 8 par rapport au mois dernier. Les analystes continuent néanmoins de revoir à la hausse leurs estimations, l'Espagne et l'Italie étant les seuls marchés où les révisions à la baisse l'emportent.

L'équipe Global Multi-Asset Group

Le Global Multi-Asset Group est une équipe de 40 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 31MdUSD 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 Global Multi-Asset Group

Bulletin hebdomadaire

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

www.jpmorganassetmanagement.fr

Nos indicateurs composites de valorisation (ICV), qui analysent les valorisations par rapport à une tendance à moyen terme, suggèrent que les valorisations sont pour la plupart proches de la neutralité. Le désengagement en janvier a légèrement fait baisser les valorisations des actions, notre ICV des actions internationales étant passé de 0,37 à 0,26 (zéro correspond au niveau neutre). D'un point de vue historique, les valorisations des actions ne ressortent pas exceptionnellement bon marché. En effet, le PER corrigé des variations cycliques (fondé sur les bénéfices glissants sur dix ans) du marché américain ressort à présent à 20x, soit 0,25 écart-type au-dessus de sa moyenne depuis la Seconde Guerre mondiale.

Cela étant, les actions restent la classe d'actifs de prédilection par rapport aux obligations et au monétaire. Actuellement, 78 % des sociétés du FTSE 100 offrent un rendement du dividende supérieur au rendement réel des obligations britanniques. Ce chiffre tombe à 63 % en Europe continentale, mais il dépasse toujours la moyenne sur dix ans de 58 %. En outre, les estimations agrégées bottom-up que nous utilisons suggèrent que les actions américaines offrent une prime de risque de 5,7 % par rapport aux obligations locales à dix ans, ce qui, en dépit d'un niveau inférieur aux pics, reste attrayant.

Marchés

Après un bon début d'année, les actifs risqués ont été affectés par les craintes sur la dette souveraine grecque, la perspective de nouvelles réglementations bancaires et le début du retrait des soutiens monétaires en Chine. Ces facteurs n'auraient pas dû surprendre les investisseurs. Tout au long de 2010, le risque de défaut souverain, les évolutions réglementaires et le resserrement monétaire seront des thèmes dominants. Dans un contexte d'incertitudes, la volatilité restera forte, et l'indice VIX est déjà passé d'un point bas de 17,6 en janvier à 26,1.

Cette année, la confiance des investisseurs à l'égard des perspectives des actifs risqués pourrait être périodiquement mise à l'épreuve. Certaines enquêtes suggeraient qu'il régnait en début d'année un certain optimisme, mais, malgré l'annonce d'assez bons résultats des sociétés, les facteurs précités ont conduit rapidement à des prises de bénéfices et à un regain d'aversion pour le risque. En 2009, la confiance a repris le dessus et les banques centrales ont favorisé la prise de risque, mais la plupart des bonnes nouvelles sont à présent dans les cours. Si les statistiques restent solides, elles alimenteront la perspective d'un resserrement monétaire (ou du moins les craintes d'un tel scénario) ; si elles sont faibles, les investisseurs s'interrogeront sur la solidité réelle de la reprise. Les statistiques commencent à diverger et laissent penser que leur trajectoire ne sera pas en ligne droite cette année. Il en sera probablement de même pour les actifs risqués.

Cela n'est pas sans précédent. Sur la base des travaux de Rogoff et Reinhart, nous avons analysé la performance des marchés actions de 12 pays affectés par une crise bancaire. L'année suivant la crise, ils ont en moyenne rebondi de 78 %. Le plus intéressant est qu'après ce rebond, ils ont tendance à évoluer dans une fourchette de trading, assez large cependant, pendant quelques années. Bien que nous soyons conscients de ces enseignements de l'histoire, nous restons surpondérés sur les actions et pensons qu'elles devraient surperformer les obligations. Dans nos portefeuilles diversifiés, nous surpondérons les marchés cycliques, en conservant nos positions actions sur les marchés émergents qui restent les plus porteurs. Nous surpondérons également Hong Kong, le Japon et la Suède. Nous sommes désormais neutres sur le Royaume-Uni et les Etats-Unis et restons sous-pondérés sur l'Europe continentale et l'Australie.

Ce document « Bulletin mensuel – Perspectives » 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°92 956 693. J.P. Morgan Asset Management est une marque de distribution d'OPCVM agréés ou autorisés à la commercialisation en France par l'AMF. 02/2010