

- **Tragédie grecque - fin du 1<sup>er</sup> acte**
- **La montée du risque politique**
- **Des marchés orientés à la hausse**
- **Graphique de la semaine : la génération de cash-flow des entreprises japonaises**

**Changements observés la semaine dernière**  
(du 26 février au 5 mars)

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

Source : Bloomberg

**Graphique de la semaine**

Le graphique présente l'évolution du ratio flux de trésorerie disponible/chiffre d'affaires des entreprises japonaises (hors valeurs financières) sur les 30 dernières années. La trésorerie disponible n'a cessé d'augmenter depuis 20 ans, pour s'établir à 7 % actuellement. Cela se compare favorablement au taux de dividende et au taux de rendement des emprunts d'Etat japonais à 10 ans qui s'élèvent respectivement à 2 % et 1,3 %. Les fondamentaux du Japon sont bien meilleurs qu'on ne l'imagine.

Source : Ministère japonais des Finances, Nomura Strategy Research.

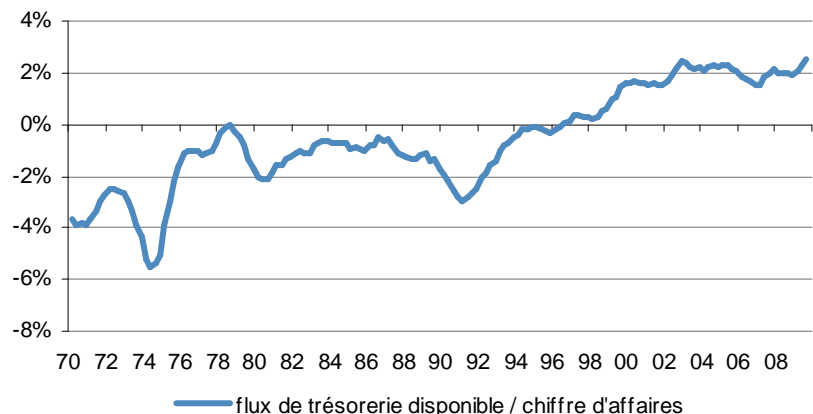
**Tragédie grecque - fin du 1<sup>er</sup> acte.** Les marchés ont été rassurés la semaine dernière par l'annonce du gouvernement grec d'un nouveau plan de restriction budgétaire (le 3<sup>ème</sup> depuis janvier) pour réduire le déficit de 4,8Md€, soit 2 % du PIB. Les mesures incluent une hausse de 2 points de pourcentage de la TVA et des baisses de salaires dans le secteur public. Cela paraît crédible, cette consolidation budgétaire offrant des similitudes rassurantes avec les précédents resserrements fiscaux, sous réserve qu'elle se réalise. Cela pourrait expliquer pourquoi la Grèce a pu émettre avec succès 5Md€ d'obligations à 10 ans jeudi dernier. Le spread entre la dette grecque à 10 ans et les emprunts d'Etat allemands est revenu de 396pb en janvier à un peu plus de 300pb.

Les marchés s'inquiétaient de la crédibilité du plan précédent qui se fondait sur des prévisions de croissance économique trop optimistes. Le processus est désormais plus cohérent, notamment en matière de financement, d'ajustement économique et de resserrement fiscal. Nous avons probablement assisté à la fin du 1<sup>er</sup> acte de cette tragédie grecque, ce qui signifie que les marchés ont encore une marge de progression, la crainte du pire se dissipant. Le deuxième acte se jouera probablement lorsque les marchés commenceront à s'inquiéter des autres pays périphériques. L'Espagne et le Portugal pourraient retenir l'attention des investisseurs, même si les gouvernements concernés travaillent à l'élaboration de plans budgétaires. Le dénouement se produira - probablement dans quelques années - lorsqu'il faudra tenir compte des coûts *politiques* des efforts économiques entrepris pour sécuriser l'appartenance au projet Européen. En clair, la question sera de savoir si les coûts des destructions d'emplois (et les pressions sociales qui en résulteront) justifient un tel engagement.

Une analyse rapide met en lumière la situation de l'Espagne. Selon les estimations de l'OCDE à fin 2009, le coût unitaire du travail (CUT) espagnol a été supérieur de 32 % à celui de l'Allemagne entre 1999 et 2009, et le taux de chômage espagnol a augmenté de 18 % sur la période. Avec un CUT allemand stable sur les 10 prochaines années (comme lors des 10 dernières) et une croissance de 1 % par an du PIB et de l'emploi en Espagne, le maintien du CUT au niveau de 2009 impliquerait un taux de chômage de 28 %, à moins que la croissance des salaires reste inférieure à la moyenne de 2,5 % des 10 dernières

**La génération de cash-flow des entreprises japonaises**

Ratio des flux de trésorerie disponible/chiffre d'affaires des sociétés japonaises non financières (en %)



**Cette semaine**

**Etats-Unis** : Mercredi, le déficit commercial devrait s'être creusé en janvier du fait de la hausse des prix à l'importation, notamment du pétrole. Les ventes de détail (vendredi) sont attendues en repli de 0,2 % en février, après une hausse de 0,5 % en janvier liée aux conditions climatiques. Hors automobiles et essence, les ventes de détail sont attendues en hausse de 0,1 %. Vendredi, le sondage de l'Université du Michigan sur la confiance des consommateurs devrait ressortir en hausse de 73,6 à 73,8, compte tenu des bons chiffres du PIB au 4<sup>ème</sup> trimestre.

**Europe** : La production industrielle du Royaume-Uni (mercredi) est attendue en hausse de 0,3 % en janvier. Cela devrait ramener son évolution annuelle de -3,6 % à -0,8 % sur un an. La production industrielle en France (mercredi également) devrait avoir augmenté de 0,1 % sur le mois.

**Asie** : Les statistiques économiques chinoises mensuelles sont attendues cette semaine, notamment la masse monétaire, les chiffres du commerce extérieur et de la production. Il sera intéressant de scruter les statistiques du crédit et de la masse monétaire, la croissance de M2 devant continuer d'évoluer à un rythme de 25 % sur un an (en très léger repli par rapport à janvier). Le boom des exportations devrait s'être accéléré à 38,3 % sur un an, même si la date tardive du nouvel an chinois ne facilite pas les comparaisons annuelles. L'excédent commercial devrait s'être contracté à 7,2MdUSD (contre 14,2MdUSD en janvier), mais il continue de s'accroître sur 12 mois. Les commandes de machines japonaises sont attendues en baisse de 3,5 % en janvier.

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

Rédigé par David Shaip et Rekha  
Sharma, Stratégistes.

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

03/2010

années. Ainsi, pour revenir au CUT relatif de 1999, il faudrait que le taux de chômage s'élève à 35 % ou que les baisses de salaires soient drastiques.

Ces estimations ne sont ni des prévisions ni le résultat d'un scénario privilégié - elles servent simplement à montrer l'ampleur de la déflation qui pourrait survenir pour restaurer la compétitivité de la zone Euro. Mais elles mettent en évidence un possible dénouement futur. Pour le moment, les marchés ont cependant raison de se concentrer sur l'amélioration de la situation budgétaire de la Grèce.

**La montée du risque politique.** Le risque politique sera l'un des thèmes de notre prochain bulletin mensuel. Il s'est matérialisé plus spécifiquement au Royaume-Uni, où les derniers sondages d'opinion présagent un parlement sans majorité, d'où probablement la baisse de 7 % de la livre sterling par rapport au dollar depuis le début d'année. Un récent sondage a montré que l'écart entre le parti Travailleuse et l'opposition Conservatrice n'était plus que de 2 %, bien qu'un autre sondage ait suggéré un écart de 7 %. Si l'on considère la moyenne des 10 derniers sondages réalisés par YouGov, les Conservateurs obtiendraient 38,6 % des votes, contre 32,2 % pour le gouvernement sortant. Selon le site web *ukpollingreport*, qui projette la répartition des sièges en fonction des sondages d'opinion, un parlement sans majorité verrait le jour, les Conservateurs ratant la majorité effective de 30 sièges. Cela serait déstabilisant pour les marchés et pourrait expliquer pourquoi les spreads entre les obligations britanniques à 10 ans et les emprunts d'Etat allemands sont passés de 30pb fin octobre à un plus haut récent de 100pb.

L'autre risque politique se situe en Asie, les inquiétudes portant sur les élections de la Chambre Haute au Japon en juillet, où le gouvernement DPJ pourrait accentuer son emprise. On compare cette élection avec celle de 2005, où le Premier Ministre Koizumi avait consolidé son pouvoir lui permettant de poursuivre son programme de réforme. Ces élections seront déterminantes pour juger de la capacité du DPJ à mener à bien ses engagements en termes de stimulus.

Enfin, l'accroissement des excédents chinois suscitera probablement une hostilité grandissante des Etats-Unis dans les prochains mois. Plusieurs statistiques chinoises, dont les chiffres du commerce extérieur seront publiées cette semaine, et permettront de voir si les excédents sur 12 mois ont cessé de se contracter pour s'accroître de nouveau en raison du rebond des exportations. Si cela se produit et que le marché de l'emploi américain reste anémique dans les prochains mois, nous pourrions assister à un regain de protectionnisme. Il faudra donc suivre la balance commerciale chinoise et les statistiques du chômage américain. L'incertitude politique pourrait déstabiliser les marchés ces 2 prochains trimestres.

**Des marchés orientés à la hausse.** Les marchés actions ont vivement progressé la semaine dernière dans le sillage d'une série de statistiques favorables. Le Rapport sur l'emploi de février, étonnamment bon avec des destructions limitées à seulement 36 000 emplois, alors que les investisseurs en anticipaient davantage compte tenu de conditions climatiques défavorables, et un très bon ISM pour les services ont donné un nouvel élan aux marchés. Il convient également de noter les bons chiffres du PMI des services au Royaume-Uni, tandis que la BCE et la Banque d'Angleterre ont maintenu leur politique monétaire accommodante.

Nous pensons que cet environnement bénin pour les marchés va perdurer. Il est clair que les banques centrales ne sont pas pressées de resserrer leur politique monétaire accommodante. Cela a contribué à la poursuite de la baisse de la volatilité sur les marchés, le Vix ayant chuté sous le niveau de 18 vendredi dernier, ce qui permet aux investisseurs d'augmenter le risque et donc leurs positions sur les marchés. Nous maintenons notre surpondération en actions.