

GMAG INSIGHT SERIES

J.P. Morgan Asset Management Bulletin hebdomadaire 26 septembre 2011

- **La Fed doit en faire plus**
- **Plus grande prudence du GMAG**
- **Risques potentiels à la hausse**
- **Risques potentiels à la baisse**
- **Graphique de la semaine :
l'indicateur d'inflation mondiale –
l'inflation est sur le point de se
retourner**

La Fed doit en faire plus. Comme prévu, la Fed a lancé l'Opération Twist. Les marchés ont exprimé leur désapprobation en corrigeant violemment. La Fed a annoncé un plan de 400 milliards USD consistant à vendre des bons du Trésor de maturité inférieure ou égale à 3 ans et à acheter des maturités de 6 à 30 ans. Cette opération devrait être neutre en termes de liquidité mais stimuler l'appétit pour le risque via l'augmentation de la durée. Alors que la base monétaire US s'est nettement contractée depuis début août, sa croissance annualisée étant passée de 35% à -4%, il eût été préférable de stimuler la liquidité. De plus, une telle mesure a un coût pour les banques car l'aplatissement de la courbe des taux ne les aide pas à restaurer leur rentabilité (vu la fragilité de la demande de crédit). Si le but était de stimuler l'appétit pour le risque, c'est un échec cuisant. Contrairement aux QE1 et QE2, la volatilité du marché actions s'est encore appréciée, le VIX restant au-dessus de 42 vendredi, et atteint un niveau très élevé comparativement à la volatilité obligataire. Sans être aussi négatifs que certains à l'égard de l'économie américaine, les risques sont tels que la Fed devrait fournir davantage de stimulus.

Plus grande prudence du GMAG. Lors de notre dernier comité stratégique la semaine dernière, nous avons décidé d'amender notre stratégie : réduction de notre surpondération en actions, neutralisation de nos positions sur l'Europe continentale, maintien de la surpondération sur les émergents assortie d'une sous-pondération de l'Asie, et maintien d'une légère surpondération sur l'Amérique du Nord. Nous avons maintenu nos positions obligataires et continuons de favoriser le haut rendement et la dette des marchés émergents, avec une durée positive.

Nous étions plus positifs lors du comité d'avril : les sociétés étaient en bonne santé, les bénéficiaires semblaient solides, les valorisations raisonnables, et nous attendions une reprise légère mais durable, entretenue par le redémarrage des chaînes d'approvisionnement au Japon après le tsunami et la baisse des prix des matières premières. Cette dernière devait contribuer à réduire les pressions inflationnistes, faciliter le recours à des politiques monétaires plus accommodantes dans le monde développé et libérer du pouvoir d'achat dans ces économies. Actuellement, on observe une perte de momentum économique, l'aversion au risque des entreprises se traduisant par une moindre activité. Il n'y a pas de signe de découplage pouvant

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

	Marché actions	Oblig. 10 ans (pb)	Taux de change pondéré
États-Unis	-6,6 %	-21	1,9 %
Zone euro	-5,8 %	-12	-0,4 %
Roy.-Uni	-5,5 %	-12	0,2 %
Japon	-3,0 %	-3	2,0 %
Hong Kong	-7,5 %	n/a	0,9 %

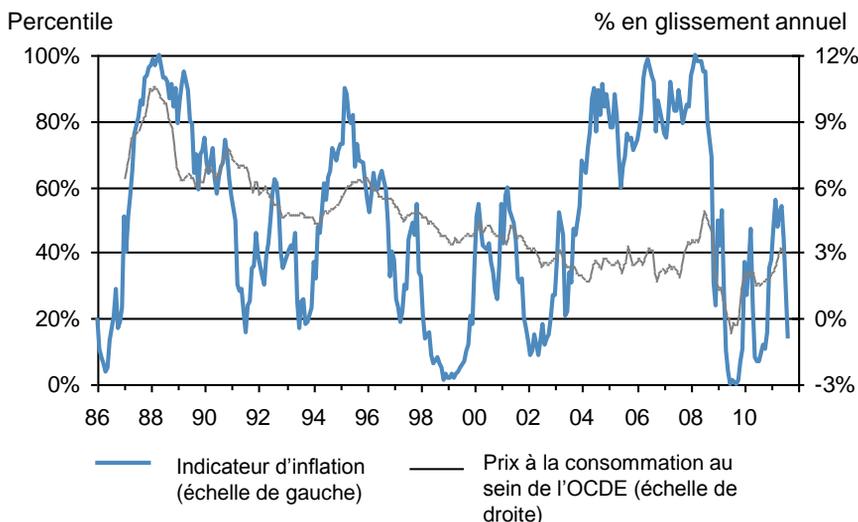
Source : Bloomberg

Graphique de la semaine

Le graphique présente l'évolution de notre indicateur d'inflation propriétaire (constitué de 10 indicateurs anticipés) ainsi que celle de l'inflation « headline » de l'OCDE. La baisse de notre indicateur inflationniste semble avoir été due à la faiblesse des cycles économiques et monétaires plutôt qu'à l'évolution des stocks. L'indicateur suggère que l'inflation est sur le point de se retourner.

Source : Thomson Datastream, MacData, J.P. Morgan Asset Management Global Multi Asset Group. Données à août 2011.

Graphique de la semaine : l'inflation est sur le point de se retourner



Cette semaine

États-Unis : Lundi, les ventes de maisons neuves devraient rester globalement inchangées à 294 000 en août. L'indice de confiance des consommateurs pour le mois de septembre sera publié mardi et devrait ressortir en baisse, revenant de 44,5 à 40,0, compte tenu des récentes turbulences de marchés et d'un marché de l'emploi toujours difficile. Mercredi, les commandes de biens durables sont attendues en baisse de 0,5 % sur le mois d'août, du fait du ralentissement manifeste du secteur manufacturier.

Europe : Lundi, on prendra connaissance de l'indice Ifo allemand relatif au climat des affaires, lequel est attendu en baisse, de 108,7 à 106,5. Mardi, la croissance de M3 dans la zone euro devrait ressortir en légère baisse en août à 2,0 % sur un an. Un tel taux n'est pas en ligne avec une reprise économique. Vendredi, l'estimation instantanée du taux d'inflation de la zone euro est attendue stable à 2,5 % sur un an en septembre.

Japon : Vendredi, l'inflation « headline » est attendue en légère baisse en juin à 0,1 % sur un an, et l'inflation core devrait rester inchangée à 0,1 %. Cependant, si on ne peut exclure un niveau plus élevé, il ne devrait pas être durable. Les craintes d'une nouvelle déflation pourraient à nouveau ressurgir.

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

Édité par David Shairp, Stratégiste.

stimuler la demande dans le monde développé, le cœur de l'Europe semble voué à une légère récession, sa périphérie étant déjà en récession profonde, et les réponses politiques ne semblent pas à la hauteur tant en Europe qu'aux États-Unis. Il est difficile d'entrevoir une résolution du problème de la zone euro tant qu'elle n'en aura pas pris la mesure (à la hauteur de ce que souhaitent les marchés).

La détérioration du système financier européen pourrait conduire les marchés à siffler la fin de partie plus tôt que prévu. Comme nous l'avons déjà dit, cela ne peut pas bien se terminer. Les marchés dégradent rapidement les perspectives de la croissance mondiale. Notre niveau de confiance globale s'est détérioré et nous réduisons sensiblement le risque ex-ante de nos portefeuilles (baisse des paris de valeur relative en Europe continentale et diminution des paris directionnels).

Si les obligations ne sont pas attrayantes en termes absolus, l'environnement reste favorable avec moins de pressions inflationnistes du fait des écarts de production et du chômage élevé. Notre anticipation de taux « plus bas, plus longtemps » est désormais « encore beaucoup plus bas, bien plus longtemps ». Nous sommes confiants à neutres sur les emprunts d'Etat en privilégiant le GBP et l'AUD et en étant neutres sur les bons du Trésor US et le Bund. Nous évitons la périphérie de la zone euro et favorisons la dette émergente et le haut rendement – en faisant l'hypothèse qu'il n'y aura pas de récession généralisée. Parallèlement, les actions restent attrayantes d'après les mesures de valorisation – mais elles ne sont justes que si les paramètres, c'est-à-dire les estimations anticipées, le sont également. Il nous semble que les marchés intègrent déjà une légère récession. L'indicateur d'appétit pour le risque de Credit Suisse a touché un point bas de 30 ans. Lors des 3 occasions précédentes où il est tombé à ces niveaux, les actions se sont appréciées d'environ 30 % durant les 12 mois suivants. De plus, les marchés peuvent rebondir sous l'effet d'un choc politique exogène, sachant que les positions risquées ont été réduites. Par ailleurs, les valorisations sont loin d'être tendues et les politiques monétaires restent stimulantes. C'est pourquoi nous ne sommes pas sous-pondérés en actions. Nous pourrions procéder à davantage de mouvements tactiques dans cet environnement.

Risques potentiels à la hausse. Deux scénarios pourraient entraîner un rebond des marchés. Le premier serait celui d'une réponse choc des autorités prenant les marchés par surprise. Par exemple, une annonce rapide de l'extension du Fonds Européen de Stabilité Financière, avec la possibilité de recourir à l'effet de levier, provoquerait un rachat massif des positions *short* et un vif rebond des marchés. La probabilité d'une baisse concertée des taux d'intérêt a augmenté compte tenu de la rapide détérioration de l'activité. Il semble probable que la BCE baisse ses taux de 50pb lors de sa réunion le 6 octobre. Parallèlement, la Banque d'Angleterre pourrait annoncer un nouvel assouplissement quantitatif de 50 milliards de livres – le bémol étant le risque inflationniste induit par la baisse de la livre sterling. Le deuxième scénario est celui d'une reprise boursière graduelle. Les investisseurs sont légèrement sous-pondérés en actions d'après le sondage de Merrill Lynch, ce qui semble corroboré par les informations du *sell-side*. Un léger mieux sur les actions pourrait inciter les investisseurs à revenir graduellement sur les marchés.

Risques potentiels à la baisse. Le risque d'une contagion aux émergents et d'une poursuite de l'érosion de la croissance mondiale sont les principaux risques baissiers. Le FMI a réduit ses perspectives de croissance mondiale en 2011 en les ramenant de 4,3 % à 4,0 % et en abaissant celles des États-Unis de 2,5 % à 1,5 %. Plusieurs estimations suggèrent que la zone euro sera en récession ou très proche d'une récession en 2012, avec une croissance inférieure à 1 %. Un tel scénario jetterait le doute sur la soutenabilité budgétaire de l'Europe et des États-Unis et accentuerait la pression sur les banques.