

- **La dernière réunion du FOMC – de l'huile sur le feu**
- **Le Japon – le marché oublié**
- **Les marchés – vendre les rebonds**
- **Graphique de la semaine : les marchés obligataires sont sceptiques quant à la reprise économique**

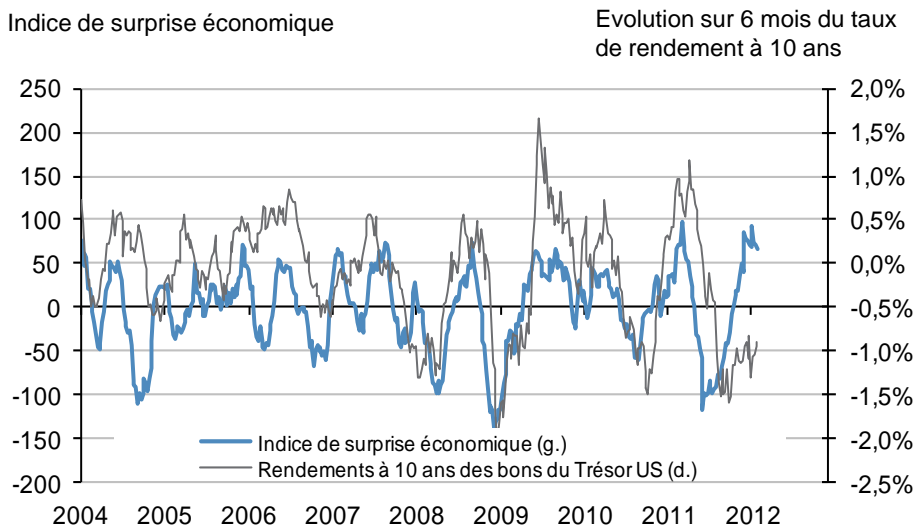
La dernière réunion du FOMC – de l'huile sur le feu. Lors de sa réunion de la semaine dernière, la Fed s'est engagée à maintenir ses taux d'intérêt inchangés durant encore deux ans et demi. La Fed a en effet annoncé qu'elle maintiendrait le taux des *Federal Funds* (Fed Funds) à un niveau « exceptionnellement bas » jusqu'à fin 2014 (contre mi-2013 précédemment). Elle a également revu à la baisse ses prévisions économiques. La bonne nouvelle est que la Fed est manifestement prête à assouplir davantage sa politique monétaire si nécessaire, mais il faut reconnaître que sa marge de manœuvre en la matière est devenue relativement faible. En théorie, cette nouvelle information aurait pu être l'occasion d'une plus grande transparence quant à la politique mise en œuvre. En pratique, les nuances sont telles que même les Kremlinologues de la vieille école auraient fort à faire.

Mr Bernanke a revu à la baisse ses principales prévisions économiques respectivement de 2,75 % à 2,25 % en 2012 et de 3,25 % à 3 % en 2013. Si la moindre croissance envisagée justifie de prolonger cette période de taux faibles, les perspectives d'inflation et de chômage de la Fed sèment le trouble. Sa prévision d'inflation n'a guère changé, mais elle prévoit un moindre taux de chômage, ce qui semble en contradiction avec ses prévisions de PIB réel. Il y a par ailleurs une dissonance de plus en plus claire au sein de la Fed. Trois membres du FOMC, dont les prévisions de taux d'intérêt ont été publiées, prévoient une hausse des taux des Fed Funds en 2012, trois autres anticipant une hausse des taux en 2013.

Sommes-nous en train d'assister à une grossière erreur de jugement ? Il est frappant de voir que le marché obligataire américain intègre dans les cours un ralentissement marqué de la croissance. Il en ressort une divergence certaine entre les dernières statistiques économiques et ces rendements obligataires (cf. le graphique de la semaine). L'évolution récente de l'indice de surprise économique et des indicateurs avancés suggère que le rendement à 10 ans des emprunts d'Etat américains devrait être nettement plus élevé. De surcroît, les rendements réels intègrent quant à eux de sombres perspectives au cours de la prochaine décennie, ceux des TIPs étant de -0,2 %. Si la reprise de l'économie américaine devait se confirmer, les investisseurs obligataires haussiers risqueraient d'être pris à revers. Cependant, pour les investisseurs prudents (avec une forte part de liquidités dans leurs portefeuilles), le message de la Fed est clair : le rendement de vos liquidités sera dérisoire pendant une période prolongée.

Le Japon – le marché oublié. Vous souvenez vous de l'exemple du Japon ? Vous avez très bien pu l'oublier, à l'instar de nombreux autres investisseurs qui semblent avoir abandonné tout espoir sur les actions japonaises. En faisant le tour de l'Europe la semaine dernière pour présenter les *Perspectives des Marchés Mondiaux* et j'en ai profité pour sonder les investisseurs sur leurs préférences régionales en 2012.

Graphique de la semaine : les marchés obligataires sont sceptiques quant à la reprise économique



Changements observés la semaine dernière (du 20 au 27 janvier)

	Marché actions	Oblig. 10 ans (pb)	Taux de change pondéré
États-Unis	0,1 %	-13	-1,1 %
Zone euro	0,2 %	-7	0,9 %
Roy.-Uni	0,1 %	-5	-0,2 %
Japon	0,7 %	-2	-0,2 %
Hong Kong	2,1 %	n/a	-0,5 %

Source : Bloomberg

Graphique de la semaine

Le graphique présente l'évolution de l'indice de surprise économique de Citigroup et celle des rendements à 10 ans des bons du Trésor américain. L'indice de Citigroup, qui compare les dernières statistiques avec les prévisions, est ressorti récemment très positif, ce qui suggère que les derniers chiffres économiques ont été supérieurs aux attentes du consensus. Compte tenu de la corrélation étroite entre ces deux séries, la récente divergence laisse penser que le marché obligataire n'est toujours pas convaincu par la reprise de l'économie américaine.

Source : Citigroup, Bloomberg.

Cette semaine

États-Unis : Au cours de cette semaine chargée de statistiques, il conviendra de suivre les enquêtes ISM du mois de janvier ainsi que le Rapport sur l'Emploi. Mercredi, le sondage ISM manufacturier devrait ressortir en hausse de 53,9 à 54,5 en janvier, soutenu principalement par le fort rebond des nouvelles commandes. Vendredi, le sondage ISM relatif aux services devrait s'apprécier de 52,6 à 53,1. Vendredi également, les créations d'emplois dans les secteurs non agricoles devraient s'établir à 150.000 en janvier (contre 200.000 en décembre), ce qui maintiendrait le taux de chômage à 8,5 %.

Europe : Mercredi, l'estimation instantanée du taux d'inflation dans la zone euro en janvier devrait s'établir en légère baisse de 2,8 % à 2,7 % sur un an. L'indice manufacturier PMI britannique devrait légèrement augmenter de 49,6 à 50,0 en janvier, ce qui signifierait que le Royaume-Uni pourrait avoir bénéficié de la reprise économique en Allemagne et aux États-Unis. Cela contrasterait avec la décélération de l'indice PMI des services au Royaume-Uni, attendue vendredi en légère baisse de 54,0 à 53,3 en janvier.

Asie : Mardi, la production industrielle japonaise devrait ressortir en hausse de 2,9 % sur le mois de décembre, les effets liés à la rupture de la chaîne d'approvisionnement en Thaïlande s'étant dissipés et les usines ayant davantage produit pour compenser le déficit de production. Mardi également, le sondage PMI manufacturier chinois est attendu en baisse de 50,3 à 49,6 en janvier.

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

Édité par David Shairp, Stratégiste.

Sans surprise, il y a un large consensus en faveur des États-Unis et des marchés émergents, tandis que seulement 15 % soutiennent l'Europe. Mais le Japon est le grand perdant avec seulement 5 % des suffrages.

Yoshito Sakakibara, notre stratégeste japonais, a récemment estimé qu'il était potentiellement dangereux de passer à côté du Japon. Son économie devrait connaître le deuxième taux de croissance du G7 en 2012, à égalité avec le Canada et juste derrière les États-Unis. La croissance des bénéfices se compare également favorablement aux autres marchés, nos modèles quantitatifs ayant mis en évidence une *momentum* attrayant en termes de croissance relative. De surcroît, le marché des actions japonaises présente la prime de risque actions la plus élevée parmi les principales économies développées, à l'exception du Royaume-Uni. Le marché se traite avec un P/E ajusté du cycle économique de seulement 16,9x, un plus bas historique depuis 30 ans (création de la série) – encore moins cher qu'au début des années 1980 avant la formation de la bulle.

Une des raisons pour lesquelles les investisseurs européens prudents ont délaissé le Japon tient sans doute à ses sombres perspectives structurelles. La semaine dernière a connu une évolution importante avec l'annonce du premier déficit commercial de l'économie japonaise depuis 1980 pour l'année 2011. Cela s'explique en partie par l'augmentation de 39 % du prix du pétrole. Cependant, la balance des comptes courants devrait rester excédentaire, compte tenu des bénéfices générés sur les actifs détenus à l'étranger équivalents à 3 % du PIB. Cependant, durant les dix dernières années, l'excédent de la balance des comptes courants (3,4 % du PIB en moyenne) a coexisté avec un déficit budgétaire important (5,8 % du PIB en moyenne). Mais la persistance d'un excédent extérieur au Japon signifie que c'est l'épargne *privée* (en fait celle des entreprises) qui a financé ce déficit budgétaire croissant. D'après un analyste « sell-side », cela implique une raréfaction du capital disponible et par voie de conséquence une baisse de la croissance économique potentielle. De fait, certains estiment que la croissance potentielle du PIB réel japonais est désormais proche de zéro.

Cela étant, bien que les perspectives structurelles soient toujours négatives, les perspectives cycliques semblent plus encourageantes. Or, au cours de ce grand marché baissier de 20 ans, il convient de se rappeler qu'il y a eu 5 rallyes boursiers durant lesquels l'indice a progressé de plus de 35 %, avec une moyenne de 67 %. Par conséquent, nous restons surpondérés sur le Japon au sein de nos portefeuilles diversifiés.

Les marchés – vendre les rebonds. Les marchés pourraient avoir des difficultés à poursuivre leur hausse à présent. Vendredi dernier, les statistiques du PIB américain ont jeté un froid après plusieurs semaines de statistiques macroéconomiques positives, le taux de croissance annualisé étant ressorti à 2,8 %, alors que le consensus anticipait une croissance de 3 %. La plupart de ses composantes se sont affaiblies, à l'exception des stocks qui ont contribué à hauteur de 1,9 points de pourcentage à la croissance globale, un niveau à peine suffisant pour accréditer la thèse d'une reprise soutenue de l'activité économique. De surcroît, le déflateur du PIB n'est ressorti qu'à hauteur de 0,4 % en annualisé, un faible niveau qui suggère que le risque déflationniste est toujours présent.

Sur le plan tactique, nous restons surpondérés en actions, tandis que le marché semble bénéficier d'un regain d'appétence pour le risque. Deux facteurs positifs militent en faveur des actifs risqués : les conditions monétaires très accommodantes aux États-Unis et les signes de stabilisation du marché immobilier américain. En outre, l'expansion impressionnante de 37 % du bilan de la BCE durant le deuxième semestre 2011 constitue un autre facteur de soutien. Cependant, il convient de ne pas négliger un certain nombre d'éléments incitant à la prudence. Premièrement, l'amélioration du *momentum* de l'économie américaine ne s'est pas traduite par une hausse des rendements des bons du Trésor, ce qui laisse penser que les marchés obligataires restent sur leur garde (voir le graphique de la semaine). Deuxièmement, l'activité de la zone euro continue de se contracter, le ralentissement de la croissance de la masse monétaire n'étant pas susceptible de soutenir la reprise économique de manière pérenne. A moins que le LTRO ne produise ses effets positifs sur la croissance monétaire au sein de la zone euro, il ne demeurera qu'une mesure micro-économique (visant à restaurer la liquidité du système bancaire) et non macro-économique (de nature à stimuler la reprise). Troisièmement, il y a un risque que la Chine commette une erreur en maintenant des conditions monétaires extrêmement restrictives, en dépit de récentes statistiques encourageantes. Tout cela suggère que les marchés pourraient avoir du mal à progresser davantage. C'est pourquoi nous sommes à présent davantage enclins à vendre les rebonds plutôt qu'à acheter les creux de marchés.

Les informations contenues dans ce document ont été puisées à des sources considérées comme fiables. J.P. Morgan Asset Management ne peut cependant 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. 01/2012