

- **LTRO – changement de donne ?**
- **La hausse des prix du pétrole - s'agit-il d'un changement majeur ?**
- **L'audition de Bernanke**
- **Graphique de la semaine : la consommation mondiale de pétrole – un signal d'alarme ?**

Changements observés la semaine dernière (du 24 février au 2 mars)

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

Source : Bloomberg

Graphique de la semaine

Notre graphique de la semaine présente la consommation mondiale de pétrole en termes de pourcentage du PIB mondial, notamment durant les années précédant les récessions (où la croissance du PIB réel mondial ressort inférieure à 2,5 %). La consommation de pétrole prévue devrait ressortir en hausse à 5 % en 2012, le niveau atteint juste avant le retournement de 2008/2009. Une nouvelle hausse des prix de l'énergie pourrait par conséquent être mal accueillie par les marchés financiers.

Source : AIE, BP, FMI, Bloomberg, et les estimations de J.P. Morgan Asset Management.

*Note: La récession mondiale correspond ici aux années où la croissance réelle a été inférieure à 2,5 %.

LTRO – changement de donne ? Mercredi dernier, la BCE a annoncé sa deuxième opération de refinancement à long terme (LTRO). Ce sont au total 800 banques qui lui ont emprunté 530 milliards d'euros sur trois ans à 1 %. Lors de la première opération de refinancement en décembre dernier, 523 banques avaient emprunté 489 milliards d'euros. Entre fin décembre 2011 et fin février 2012, les taux de rendement obligataires italiens ont ainsi baissé de 7,11 % à 5,19 %.

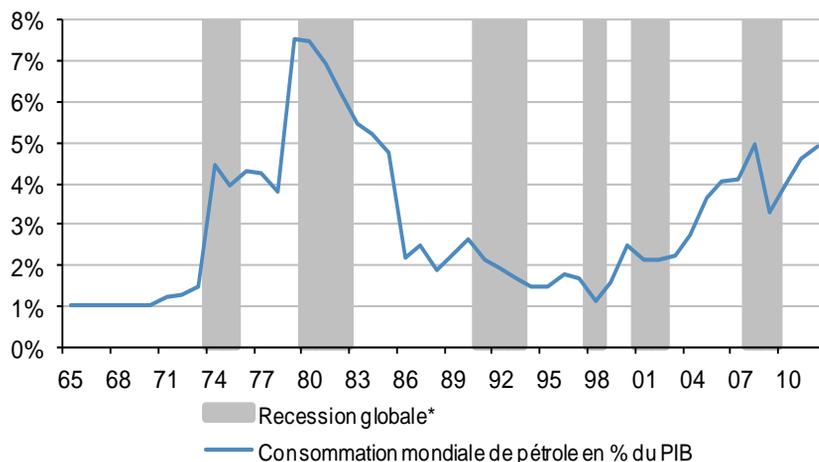
Le consensus des investisseurs considère que ces deux LTRO ont véritablement changé la donne. Qu'est-ce qui a réellement changé ? Les marchés obligataires ne considèrent plus l'Italie comme présentant un risque de défaut extrême et les banques sont désormais à même de restaurer leur profitabilité en s'exposant au risque souverain. Cependant, ces LTRO n'ont pas mis un terme au resserrement des conditions et à la contraction du crédit depuis douze mois. La croissance de la masse monétaire M3 dans la zone euro est ressortie à 2,5 % sur un an, ce qui reste en deçà des niveaux permettant d'assurer la stabilité des prix – autrement dit le risque déflationniste demeure significatif au sein de la zone euro.

Toute la question désormais est de savoir si la BCE assouplira encore sa politique monétaire en réduisant son taux de refinancement en mars. Actuellement, le marché n'anticipe aucune baisse du taux de la BCE à court terme. Les perspectives de la zone euro pourront être ajustées lors de la publication des prévisions de la BCE le 8 mars prochain. Actuellement, les indicateurs avancés suggèrent que la zone euro est entrée en légère récession au premier trimestre, ce qui signifierait que ses prévisions de décembre tablent sur une croissance trimestrielle de 0,3 % sur le trimestre pourraient être prochainement revues à la baisse. Si tel est le cas, ses prévisions pour l'ensemble de l'année 2012 devront également être revues à la baisse et s'établir dans une fourchette comprise entre -0,3 % et -0,5 % dans le sillage de l'UE et du FMI. Cependant, ses prévisions d'inflation pourraient légèrement augmenter et ressortir à un niveau proche de son objectif de 2 % (voire au-dessus) mais probablement en dessous de 2 % pour 2013. En résumé, il est probable que la BCE maintienne sa politique en l'état tant qu'elle est convaincue que le risque pour la zone euro est davantage un risque de légère stagflation qu'un risque déflationniste.

La hausse des prix du pétrole - s'agit-il d'un changement majeur ? La hausse des prix du pétrole depuis octobre 2011 est désormais similaire en pourcentage à l'augmentation qui avait eu lieu lors de la deuxième guerre du Golfe. Le prix du Brent a atteint le niveau de 126 dollars le baril la semaine dernière, son plus haut ayant été de 144 dollars le baril en 2008. Cependant, convertis en euro et en livre sterling, les prix du pétrole ont atteint leur plus haut historique.

La consommation mondiale de pétrole – un signal d'alarme ?

% du PIB



Cette semaine

États-Unis : Lundi, le sondage ISM des services pour le mois de février est attendu en légère baisse de 56,8 à 56,1, du fait d'un léger recul de la composante de l'emploi. Vendredi, les créations d'emplois dans le secteur non agricole devraient ressortir en légère baisse de 243.000 en janvier à 210.000 en février. La tendance du marché du travail restant néanmoins positive. Le taux de chômage devrait ainsi rester inchangé à 8,3 %.

Europe : Jeudi, la BoE et la BCE devraient annoncer le maintien de leurs taux d'intérêt. La production industrielle allemande en janvier devrait ressortir en hausse de 0,9 % sur le mois, après avoir reculé de 2,9 % en décembre. Vendredi, la production industrielle britannique est attendue en hausse de 0,3 % sur le mois de janvier, après avoir augmenté de 0,5 % en décembre, légèrement affectée par la baisse de la production des services publics du fait d'un climat modéré. La croissance annuelle s'établirait ainsi à -3,1 % sur un an.

Asie : Jeudi, on prendra connaissance des statistiques d'inflation chinoises en février, la publication la plus importante de la semaine. Le taux annuel de l'inflation des prix à la consommation devrait ressortir en baisse de 4,5 % à 3,4 % sur un an. Vendredi, la production industrielle chinoise devrait décélérer de 12,8 % en janvier à 12,4 % en février sur un an. Par ailleurs, la masse monétaire M2 du Japon (publiée jeudi) devrait se maintenir à 3,0 % sur un an en février.

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

Édité par David Shairp, Stratégiste.

Au cours des douze derniers mois, le prix du Brent s'est élevé en moyenne à 114 dollars le baril, soit 36 % de plus que l'année précédente. Cependant, estimer son impact sur la croissance de l'économie américaine (ou de n'importe quelle autre économie) est dangereux, dans la mesure où les Etats-Unis ont réduit leur dépendance au pétrole au profit du gaz et du charbon durant la dernière décennie, sachant que les prix de ces autres sources d'énergie n'ont pas du tout évolué dans les mêmes proportions (les prix du gaz ayant diminué de 38 % depuis fin octobre 2011 aux Etats-Unis).

Alors qu'est-ce qui a provoqué un tel mouvement et à partir de quand cette hausse des prix du pétrole pourrait-elle poser problème ? Il y a trois explications à ce mouvement haussier. Premièrement, la vigueur de la croissance économique des pays émergents et la moindre efficacité de leur consommation d'énergie ont contribué à augmenter la demande mondiale de pétrole. Deuxièmement, l'adoption généralisée de politiques monétaires quantitatives (QE) a provoqué une augmentation de la demande spéculative de pétrole, les prix du pétrole ayant surperformé les autres actifs risqués en février. Enfin, la recrudescence des tensions au Moyen-Orient avec les nouvelles sanctions imposées à l'Iran a pu stimuler la demande de contrats à court terme sur les futures. Cela pourrait expliquer la forme actuelle de la courbe, les prix du contrat avril sur le pétrole brut *light sweet* coté sur le Nymex ayant atteint le niveau de 106,3 dollars le baril vendredi; bien au-dessus du prix du contrat décembre 2014 qui s'établit à 96,1 dollars le baril.

Les principaux risques économiques de cette hausse des prix du pétrole se situent du côté des marchés émergents, du fait de la résurgence possible des pressions inflationnistes. Compte tenu de la hausse des coûts unitaires du travail dans le secteur manufacturier de plusieurs économies (notamment en Chine et en Corée du Sud), il y a un risque que la hausse des prix du pétrole finisse par affecter les profits des entreprises. Nous sommes également préoccupés par le fait que les coûts unitaires du travail ont fortement augmenté dans la zone euro, d'après les estimations du *US Bureau of Labor Statistics*, en particulier en France, en Allemagne et en Italie. Cela pourrait pénaliser les marges des entreprises.

Jusqu'ici, l'économie mondiale semble se trouver dans un environnement légèrement déflationniste, compte tenu du ralentissement de l'activité et de la décélération de l'inflation. Cela reste l'environnement le plus probable pour les 3-4 mois à venir, à moins que la persistance de prix du pétrole élevés ne génère une pression à la hausse sur l'inflation « headline ». Du point de vue de l'investissement, une augmentation de l'inflation au-dessus de 4-5 % a historiquement pénalisé les actions.

L'audition de Bernanke. L'audition semestrielle du président de la Fed devant le Congrès a eu lieu la semaine dernière. Mr Bernanke a semblé plutôt accommodant, à l'image du communiqué du FOMC en janvier dernier. Il a indiqué que les fondamentaux soutenant la demande des ménages restaient faibles -- soulignant la stagnation de leurs revenus réels et leur accès limité au crédit - bien que le FOMC (*Federal Open Market Committee*) anticipe une reprise graduelle de l'activité. Le président de la Fed est également apparu surpris par l'évolution du marché du travail et la baisse plus rapide que prévu du taux de chômage. Cela semble cependant contre-intuitif puisque l'économie ne fait que croître en ligne, voire en deçà de sa tendance. Deux raisons sont possibles : soit il y a une anomalie dans les statistiques du marché du travail, soit la tendance de la demande sous-jacente est appelée à s'accélérer très prochainement.

En dépit de cette tonalité manifestement accommodante, rien ne laisse présager un prochain QE3. Le président de la Fed n'a donné aucune indication quant à de nouvelles mesures accommodantes, ce qui a fait immédiatement réagir les marchés des matières premières. Il convient néanmoins de rappeler que le discours du président de la Fed devant le Congrès est sensé traduire le consensus du FOMC, aussi n'est-il guère surprenant qu'il soit resté muet au sujet du QE3. S'il n'y a pas de changement de politique lors du FOMC du 13 mars prochain, l'attention des investisseurs se portera sur les deux comités suivants (25 avril et 20 juin). Ces deux réunions pourraient s'avérer importantes, les statistiques du deuxième trimestre étant susceptibles d'apporter une réponse à la question de savoir si c'est la demande ou le marché du travail qui reflète le mieux l'état de l'expansion américaine.

Ce document est à but informatif uniquement et ne constitue pas une recommandation à l'achat ou à la vente d'investissements.

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. 03/2012