

- **Le sage observateur**
- **Europe – choc et stupeur ?**
- **Retour en récession ou pause de milieu de cycle ?**
- **Faut-il revenir sur les actions ?**
- **Graphique de la semaine : spreads des obligations françaises vs. allemandes**

**Le sage observateur.** La semaine dernière, votre auteur a revu un ami, le sage observateur, un vieil investisseur expérimenté. Voici la teneur de leur discussion :

### Europe – choc et stupeur ?

**David Shaïrp :** Lors de notre dernière rencontre en mai, vous paraissiez très prudent vis-à-vis de l'Europe, estimant qu'il pourrait être plus coûteux de ne pas venir au secours des pays périphériques plutôt que d'assurer leur sauvetage. J'ai pensé à vous la semaine dernière lors de l'intervention concertée des banques centrales. Qu'en pensez-vous à présent ?

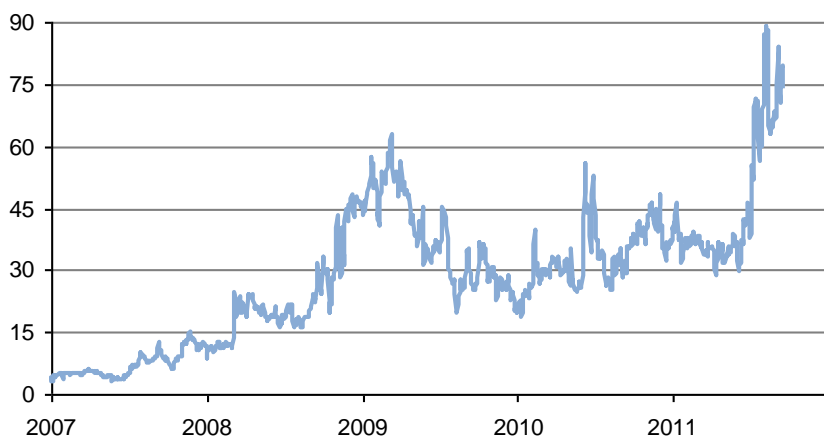
**Le Sage :** Je crois que nous nous approchons de la fin de partie. La semaine dernière a été très intéressante avec l'intervention concertée de la BCE et de quatre autres banques centrales pour fournir aux banques européennes des financements en dollar. Ces banques auraient éprouvé d'immenses difficultés à obtenir des financements de court terme en dollar, notamment les banques françaises étant donné l'importance de leurs actifs américains. D'où l'importance de cette réponse concertée. Vous avez attiré l'attention dans le passé sur le niveau élevé du ratio crédits sur dépôts au sein du système bancaire européen et au vu des 800 milliards d'euros arrivant à échéance en 2012, selon les estimations de Barcap, l'histoire n'est pas terminée. Les spreads obligataires par rapport aux emprunts d'État allemands se sont réduits de 30pb la semaine dernière par rapport aux plus hauts historiques, mais leur niveau absolu est bien plus élevé qu'en mai dernier.

**DS :** Qu'attendez-vous à présent ?

**SO :** Nous avons observé des tentatives pour réduire les pressions sur la liquidité, mais les questions de solvabilité et de compétitivité demeurent. Je n'entrevois pas de fin heureuse sans assouplissement massif par la BCE et je crains que la baisse des taux soit plus lente qu'il ne faudrait. Nous pourrions assister à l'organisation de 2 défauts souverains dans la périphérie, à l'assouplissement de la politique monétaire et à un repli de l'euro. Surveillez l'évolution des spreads de la dette française par rapport aux emprunts d'État allemands, car cela permettra de savoir si les mesures de la semaine dernière portent leurs fruits (voir le graphique).

### Spreads des obligations d'État françaises

Spread vs. Bunds allemands à 10 ans, en pbs



### Changements observés la semaine dernière (du 9 au 16 septembre)

	Marché actions	Oblig. 10 ans (pb)	Taux de change pondéré
États-Unis	5,3 %	13	-0,8 %
Zone euro	3,1 %	9	0,6 %
Roy.-Uni	3,0 %	22	-0,1 %
Japon	1,6 %	1	1,0 %
Hong Kong	-3,6 %	n/a	0,2 %

Source : Bloomberg

### Graphique de la semaine

Le graphique présente l'évolution sur les 5 dernières années des spreads des obligations françaises par rapport aux emprunts d'État allemands à 10 ans. La France devenant le maillon faible du cœur de la zone euro, les spreads obligataires pourraient être un indicateur utile du stress du système financier.

Source : Bloomberg.

## Cette semaine

**États-Unis** : Mardi, les mises en chantier sont attendues en baisse, revenant de 604 000 à 590 000 en août. Mercredi, les ventes de maisons anciennes devraient ressortir en hausse de 4,67 à 4,75 millions d'unités (en août également). Le même jour, le FOMC annoncera sa décision et devrait révéler une opération ciblant les taux d'intérêt à long terme.

**Europe** : Mardi, la composante du sondage allemand ZEW relative aux conditions actuelles devrait décroître, revenant de +53,5 à +45,0 en septembre. Parallèlement, la composante relative à la confiance dans l'économie devrait continuer de chuter, passant de -37,6 à -45,0 du fait de l'instabilité financière du mois d'août.

**Japon** : La balance commerciale en août devrait ressortir à -300 milliards de yens, contre 72 milliards en juillet. Cela indique qu'en dépit de la reprise de la chaîne d'approvisionnement au Japon, les exportations continuent de décélérer du fait du ralentissement de l'économie mondiale.

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

Édité par David Shairp, Stratégiste.

## Retour en récession ou pause de milieu de cycle ?

**DS** : Vous disiez la dernière fois vous attendre à une consolidation plutôt qu'à une rechute de l'économie. Est-ce toujours votre point de vue ?

**SO** : Les perspectives se sont assombries et je pense que vous avez raison de considérer que la zone euro risque de connaître une légère récession (dans les pays périphériques, la récession risque d'être plus marquée et plus longue). Cependant, je crois toujours à la thèse du milieu de cycle. Les dernières statistiques aux États-Unis ont été décevantes, mais n'ont pas été pour autant catastrophiques.

Par ailleurs, un indicateur clé, la pente de la courbe des taux, est loin de signaler une nouvelle récession. Dans presque toutes les économies développées (hormis la périphérie de la zone euro), la pente de la courbe des taux est positive et signale la poursuite de la croissance. Cet indicateur a été largement ignoré dernièrement, considérant qu'il n'était plus fiable compte tenu de taux à court terme durablement proches de zéro. Mais les banques centrales ne ciblent pas la *pente* de la courbe des taux (même si la Fed pourrait être amenée à le faire via l'« opération Twist » visant les taux à long terme). Je rappelle à ceux qui ignoraient la courbe des taux en 2007 qu'elle s'est ensuite inversée, signalant une récession aux États-Unis. Aujourd'hui, la courbe des taux ne signale pas ce que les marchés semblent vouloir observer. Si je concède volontiers qu'elle opère avec un décalage plus aléatoire que dans le passé, il convient de ne pas l'ignorer.

## Est-il temps de revenir sur les actions ?

**DS** : Après l'effondrement des marchés et le sentiment de panique toujours en vogueur, est-il temps de revenir sur les actions ?

**SO** : Je ne pas sûr que ce soit encore le bon moment. Mais il convient de mettre en perspective les derniers mouvements de marchés. La mesure de l'appétit pour le risque de Credit Suisse est tombée à son plus bas niveau historique à -6,57 en août. Un niveau de -3 indique un niveau de panique, et n'y a eu que trois précédents au cours des trente dernières années où l'appétit pour le risque a atteint -5 : en 1982, 2002 et 2008. A chaque fois, l'indice S&P 500 a rebondi en moyenne de plus de 30 % sur les douze mois suivants. Il est intéressant de comparer la situation actuelle avec celle de 1982. A cette époque (comme aujourd'hui), les investisseurs s'inquiétaient de la faillite d'un État, le Mexique ayant annoncé un moratoire sur sa dette en août 1982. On a alors craint la fin du monde pour le système financier, un effet domino avec une succession de défauts souverains en Amérique Latine et une crise bancaire majeure aux États-Unis. Aujourd'hui, on s'inquiète d'une crise bancaire en Europe dans le sillage de défauts à la périphérie de la zone euro. Les pessimistes devraient se méfier car 1982 a été le meilleur moment de toute une génération pour acheter des actions américaines, cette période de terreur ayant marqué le point de départ d'un marché haussier de 20 ans.

Il est dès lors tentant d'interpréter plus positivement ces événements au sein de la zone euro et de les considérer comme une opportunité de revenir sur les marchés. De fait, les valorisations sont redevenues très attrayantes sur les marchés actions de la zone euro, en particulier en Allemagne, qui a souffert du contre-effet des interdictions de vente à découvert en France, Italie, Espagne et Belgique. La ruée des investisseurs pour couvrir leurs positions à découvert a donné lieu à des ventes massives sur le Dax. Cela étant, il est probablement encore trop tôt pour revenir fortement sur les marchés. Cela fait sens d'avoir un biais positif à l'égard des actifs risqués attrayants en termes de valorisation, mais il est essentiel de rester flexible. Bonne chance pour cette fin d'année.

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. 09/2011