

- **Revue du troisième trimestre – un regain de turbulence**
- **Un problème de demande et non d'offre**
- **L'ironie des marchés émergents**
- **Graphique de la semaine : les probabilités de défaut des BRIC – surestimées**

« Les faits ne cessent pas d'exister parce qu'ils sont ignorés »... Aldous Huxley

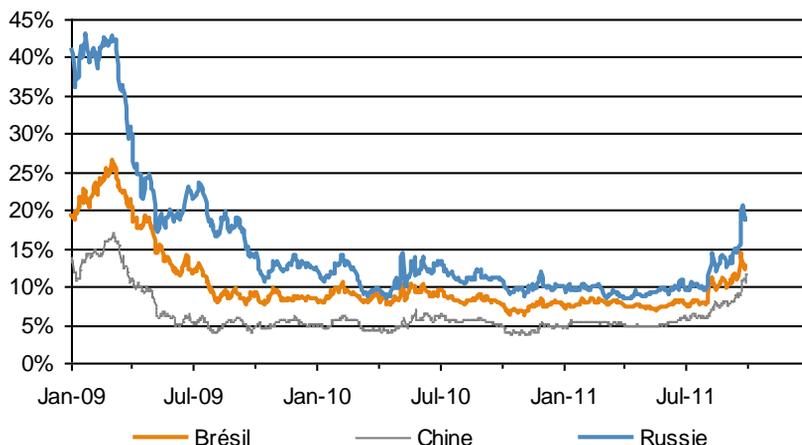
**Revue du 3<sup>ème</sup> trimestre – un regain de turbulence.** Le 3<sup>ème</sup> trimestre restera marqué par la dégradation de la situation en Europe, la débâcle autour de la renégociation du plafond de la dette américaine, la dégradation de la notation des Etats-Unis et la volatilité qui en a résulté sur les marchés financiers. Pour autant, les mouvements des marchés ont été contrastés, ce qui a pu surprendre les investisseurs. Les actions ont été particulièrement touchées, l'indice Euro Stoxx ayant dévissé de 24 % sur les trois derniers mois, le S&P et le FTSE ayant corrigé d'environ 14 % et le Topix de 10 %. Plus surprenant, la chute de 23 % des émergents qui font partie des marchés ayant le moins bien performé.

Etant donné la vive remontée de l'aversion au risque, il n'est pas surprenant que la fuite vers la sécurité ait donné lieu à une forte progression des principaux marchés obligataires (une surprise pour ceux qui criaient à une bulle obligataire depuis le début d'année, d'autant plus dans le cas des bons du Trésor américain après la dégradation de la notation). Les rendements des emprunts d'Etat à 10 ans ont baissé de 125pb aux Etats-Unis, 95pb au Royaume-Uni, 114pb en Allemagne et 11pb au Japon – soit des points bas historiques. Les spreads des CDS des obligations européennes périphériques et des emprunts de ces Etats par rapport aux emprunts allemands ont atteint un plus haut depuis l'introduction de la monnaie unique. La contagion s'est propagée à l'Italie : le rendement des emprunts d'Etat à 10 ans s'est apprécié de 65pb sur le trimestre et a dépassé ponctuellement 6 %, un niveau considéré par beaucoup comme non soutenable.

Sur le marché des changes, le yen et le yuan ont été les deux seules principales devises à surperformer l'USD. Cependant, la période n'a pas été uniquement marquée par la faiblesse de l'euro qui a perdu 8 % vis-à-vis du dollar, la monnaie unique ayant surperformé les devises suisse, néo-zélandaise, norvégienne, suédoise, canadienne, australienne, sud-coréenne, brésilienne, mexicaine et sud-africaine – les trois dernières ayant perdu près de 20 % par rapport au yen sur le trimestre. Ces évolutions se sont traduites par une performance négative depuis le début de l'année de l'indice ADXY (l'Asian Dollar Index de JPMorgan), considéré à tort par beaucoup comme étant le pari gagnant en 2011.

**Les probabilités de défaut des BRIC – surestimées**

Probabilité de défaut à 5 ans en %



### Changements observés la semaine dernière (du 23 au 30 septembre)

	Marché actions	Oblig. 10 ans (pb)	Taux de change pondéré
États-Unis	-0,6 %	9	0,9 %
Zone euro	5,5 %	14	-0,7 %
Roy.-Uni	1,2 %	6	2,0 %
Japon	1,8 %	4	-0,9 %
Hong Kong	-3,9 %	n/a	0,4 %

Source : Bloomberg

### Graphique de la semaine

Le graphique présente les probabilités de défaut estimées à partir des spreads à cinq ans des CDS du Brésil, de la Chine et de la Russie. Bien que ces trois pays soient en bonne santé, il est notable que la volatilité récente des marchés se soit propagée aux marchés émergents. Sauf à penser que les investisseurs aient fait une erreur d'analyse sur le plan fondamental, ce mouvement semble exagéré.

Source : Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management Global Multi Asset Group. Données au 30 septembre 2011.

## Cette semaine

**États-Unis** : Lundi, le sondage ISM manufacturier devrait ressortir en baisse, revenant de 50,6 à 50,3 en septembre, un niveau faible mais indiquant toujours une expansion de l'économie. Mercredi, le sondage non manufacturier est attendu en légère baisse, de 53,3 à 52,8. Vendredi, les créations d'emplois dans le secteur non agricole devraient s'élever à 50 000 en septembre après avoir été étales en août, mais le taux de chômage devrait être stable à 9,1 %.

**Europe** : L'indice PMI manufacturier britannique devrait baisser en septembre de 49,0 à 48,5. L'indice PMI des services britannique est attendu en baisse, de 51,1 à 50,5 en septembre. Jeudi, la BCE et la BoE annonceront leur décision relative aux taux d'intérêt. Bien que le consensus n'anticipe pas de changement de la part de la BCE, la détérioration des perspectives pourrait inciter la BCE à baisser ses taux d'intérêt de 25pb. Il est également possible que la BoE annonce un nouvel assouplissement quantitatif monétaire mais cette dernière pourrait être tentée de patienter jusqu'à la publication du rapport sur l'inflation le mois prochain.

**Japon** : Lundi, l'indice Tankan de diffusion des grandes entreprises devrait rebondir de -9 à +2 au troisième trimestre du fait de la normalisation de l'activité économique depuis le tremblement de terre au mois de mars. La Banque du Japon se réunit vendredi et laisser ses taux inchangés.

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

Édité par David Shairp, Stratégiste.

Si l'on pense au devenir de ces monnaies papier qui sont toutes mal en point, on ne peut s'empêcher de penser aux bons mots de Benjamin Franklin en 1779 : « Cette devise est une formidable machine tant que nous la gérons. Elle remplit son rôle lorsque nous l'émettons, elle nous permet de payer et d'habiller nos soldats, elle facilite l'approvisionnement en aliments et munitions et, si nous sommes contraints d'en émettre une quantité excessive, elle se déprécie aussitôt ». Inquiets du devenir de cette monnaie papier, les investisseurs ont eu tendance à privilégier les « actifs réels », tels que les matières premières et en particulier les métaux précieux. Cependant, ce secteur ne s'est pas avéré être une valeur refuge, l'indice CRB ayant perdu près de 12 % sur le trimestre, compte tenu d'une correction du cuivre de 26 %, du pétrole de 17 % et de l'argent de 14 %. Les prix des céréales ont également terminé le trimestre en baisse. L'or a quant à lui été volatil sur trimestre, avec une variation de -20 % entre le plus haut et le plus bas, mais il a néanmoins terminé le trimestre en hausse de 8 %.

**Un problème de demande et non d'offre.** La semaine dernière, nous vous avons expliqué les raisons de notre regain de prudence du fait de la rapide dégradation des perspectives de croissance. Bien que notre position reste inchangée, il nous semble important de pouvoir la remettre en cause si nous nous trompons. Nous expliquions précédemment que nous étions préoccupés par le fait que la contraction du crédit (impliquant pour un niveau de taux d'intérêt donné une offre de crédit inférieure) puisse se traduire par une crise de liquidité (impliquant pour un niveau de taux d'intérêt donné une demande de crédit plus faible). En bref, nous étions préoccupés par la rupture possible du mécanisme de transmission de la politique monétaire à l'économie réelle, sachant que le secteur privé (notamment les entreprises et leurs bilans robustes) ne prendrait pas le relais du secteur public en retrait. Or c'est effectivement la demande de crédit qui semble affectée – comme l'indique le NFIB dans son rapport du mois de mai : 92 % (des entreprises) ont satisfait leurs besoins de crédit ou ne sont pas intéressées par un emprunt. 8 % n'ont pas pu satisfaire l'ensemble de leurs besoins de crédit, et 3 % ont indiqué que le financement était leur principal problème. Ainsi, l'offre de crédit n'est pas un problème pour une écrasante majorité d'entreprises.

**L'ironie des marchés émergents.** Il est pour le moins ironique que les marchés émergents aient été parmi les plus affectés ces 2 derniers mois, alors que cette classe d'actifs se portait si bien en début d'année. Il est également ironique qu'elle présente les meilleurs fondamentaux en termes de solvabilité et de potentiel de croissance par rapport aux actifs européens.

Cette correction n'a pas touché que les actions émergentes. Les spreads de la dette émergente se sont élargis, les spreads du JPMorgan EMBI+ ayant augmenté de 300pb fin juillet à 450pb à présent par rapport aux bons du Trésor américain – soit les niveaux les plus élevés depuis mi-2009. Le marché des CDS commence à intégrer un risque accru sur l'ensemble de l'univers, les spreads s'étant élargis au Brésil, en Chine et en Russie (voir le graphique). Il y a également des inquiétudes envers le marché immobilier en Chine, plusieurs promoteurs semblant éprouver de grandes difficultés financières. Cela n'est guère surprenant vu l'ampleur du boom monétaire et de la politique restrictive qui s'est ensuivie (nous n'avons eu de cesse de mettre en garde contre le *risque* d'un atterrissage brutal en Chine), mais avec des réserves de change estimées à 3 200 milliards USD, les craintes d'une dégradation notable de la qualité du crédit en Chine nous semblent exagérées. La leçon de ces mouvements de marché est que les arguments en faveur du découplage sont à manier avec prudence, voire avec scepticisme, et il est clair qu'une récession mondiale serait dommageable pour toutes ces classes d'actifs. Nous restons néanmoins confiants à l'égard des marchés émergents (dette et actions) car nous croyons toujours que le cycle repartira à la hausse en 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 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. 10/2011