

- **La BCE reporte sa stratégie de sortie**
- **Liquidité et solvabilité**
- **Marchés – proches de supports critiques**
- **Nous restons confiants à l'égard des actifs risqués**
- **Graphique de la semaine : Le risque de solvabilité dans l'OCDE**

La BCE reporte sa stratégie de sortie. Les marchés semblent désormais anticiper des annonces radicales lors des réunions des comités de politique monétaire des banques centrales. Les attentes étaient à leur paroxysme avant la réunion du FOMC début novembre et il en a été de même la semaine dernière avant la réunion de politique monétaire de la BCE. Les investisseurs spéculaient sur l'adoption par la BCE d'un AQ « à l'américaine », ce qui ne s'est pas produit.

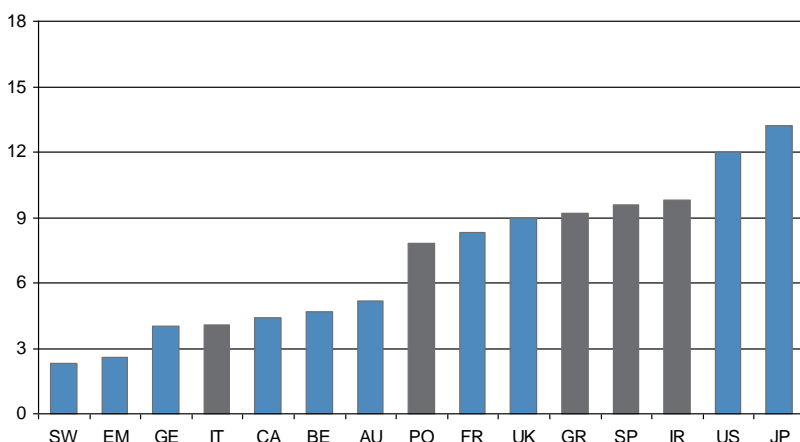
La BCE a cependant reporté le début du retrait des mesures non conventionnelles. Elle allouera les capitaux nécessaires à l'ensemble des opérations de financement au 1^{er} trimestre. Bien qu'utile, cela ne suffira sans doute pas à calmer les marchés. Lors de sa conférence de presse, Mr Trichet a déclaré que les achats obligataires se poursuivraient et que la BCE pourrait accroître son programme d'investissement. L'après-midi même, la BCE a mené l'intervention la plus radicale sur le marché des emprunts d'Etat portugais, permettant de réduire de 50pb leur rendement à 10 ans. Sur les difficultés budgétaires, Mr Trichet a rappelé qu'il était de la responsabilité des Etats et non de la banque centrale, de regagner la confiance des marchés.

Liquidité et solvabilité. Il y a une nette distinction entre liquidité et solvabilité, bien qu'elle paraisse floue en période de crise aiguë. La liquidité consiste à s'assurer qu'il y a assez de financement disponible pour ceux qui en ont besoin en période de stress, alors que la solvabilité est liée à la viabilité économique. Mr Trichet a repris cette distinction en estimant que les gouvernements étaient seuls responsables de leur crédibilité, car ils peuvent assurer la solvabilité de l'Etat et du système bancaire. A cet égard, la BCE semble adopter la théorie de Bagehot consistant à prêter des montants quasiment illimités aux banques viables à des taux d'intérêt commerciaux.

Selon nous, les marchés ont été trop prompts à remettre en cause la solvabilité des Etats. La semaine dernière, le spread des obligations italiennes par rapport aux emprunts d'Etat allemands à 10 ans a atteint 2 % avant de repasser sous 160pb. Notre sentiment est que les marchés n'ont pas fait la distinction entre les pays qui subissent des pressions en termes de *liquidité*, tels que l'Italie qui dispose d'un financement suffisant pour faire face à ses besoins sur les 12 prochains mois, et les pays qui éprouvent de réelles difficultés de *solvabilité*. Le graphique montre les estimations du FMI concernant les ajustements requis des soldes budgétaires

Le risque de solvabilité dans l'OCDE

Evolution en % du PIB de la balance budgétaire primaire (2010/20)



Changements observés la semaine dernière (du 26 novembre au 3 décembre)

	Marché actions	Oblig. 10 ans (pb)	Taux de change pondéré
États-Unis	2,9 %	14	-1,5 %
Zone euro	1,5 %	12	0,1 %
Roy.-Uni	1,3 %	7	0,3 %
Japon	1,5 %	2	1,1 %
Hong Kong	2,8 %	n/a	-0,6 %

Source : Bloomberg

Graphique de la semaine

Le graphique présente une estimation du FMI sur l'ajustement requis entre 2010 et 2020 afin de stabiliser la dette publique par rapport au PIB. On observe que le Japon et les États-Unis, arrivés en deuxième position, font partie des pays qui doivent réaliser les ajustements les plus importants, mais la situation critique de la Grèce et de l'Irlande est également visible. Toutefois, la bonne nouvelle est que l'Italie (juste avant l'Allemagne) se distingue par sa politique budgétaire responsable. Cela suggère probablement que la crise de la zone euro peut être contenue.

Source : Fonds Monétaire International.

Cette semaine

États-Unis : Vendredi, le sondage de l'Université du Michigan relatif à la confiance des consommateurs devrait ressortir légèrement en hausse, passant de 71,6 à 72,5. Les consommateurs devraient se réjouir des élections passées, de la reprise des marchés actions, de l'amélioration du marché de l'emploi et des soldes d'hiver avancées. Les distributeurs anticipent une meilleure saison cette année compte tenu de la diffusion graduelle de la reprise économique.

Europe : Mardi, la production industrielle britannique est attendue en hausse de 0,3 % en octobre, compte tenu de la vigueur retrouvée du sondage CIPS manufacturier. Cela devrait porter la croissance annuelle de 3,8 % à 3,9 % sur un an. Jeudi, la BoE annoncera son taux directeur sans grande surprise anticipée. L'IPC en Allemagne (jeudi) devrait rester inchangé à 0,1 % sur un mois et en glissement annuel. Le déficit commercial du Royaume-Uni devrait se contracter en octobre de 8,2 à 8,1 milliards GBP. Vendredi, la production industrielle française devrait ressortir en baisse de 0,6 % sur un mois.

Japon : L'excédent de la balance des paiements devrait se réduire, revenant de 1,96 à 1,5 trillions JPY en octobre.

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

Rédigé par David Shairp,
Stratégiste

primaires sur les 10 prochaines années pour stabiliser le poids de la dette publique de l'OCDE en pourcentage du PIB. Le Japon et les Etats-Unis font partie des pays où les ajustements requis sont les plus importants. Les difficultés de la zone euro sont illustrées par la Grèce, l'Espagne et l'Irlande. Mais il est encourageant de constater que l'Italie ne requiert qu'un ajustement limité.

Les déclarations de Mr Trichet et les actions de la BCE ont mis la pression sur les ministres des finances de la zone euro qui se réunissent le 6-7 décembre. Étant donné que cette réunion sera suivie de celle du Conseil européen la semaine suivante, certains pressentent que ces rencontres pourraient donner lieu à des initiatives communes pour stabiliser les économies et les systèmes financiers de la zone euro. A moyen terme, les marchés actions en Europe pourraient rester confrontés aux problèmes de la devise unique. Toutefois, ils pourraient faire l'objet d'un rebond technique à court terme.

Les marchés proches de supports critiques. Les marchés corrigeaient encore fortement en début de semaine dernière, remettant en cause notre théorie selon laquelle une période de sevrage devenait nécessaire. L'intensification des problèmes de la zone euro a accentué le malaise, avant que les marchés rebondissent mercredi avant la réunion de la BCE. En 3 jours, l'indice des banques européennes a gagné 11 %, contre à peine 5 % pour l'indice IBEX. Jeudi, le S&P revenait sur ses plus hauts de l'année à 1 227, avant de corriger en début de séance vendredi, suite aux très mauvais chiffres de l'emploi aux Etats-Unis (39 000 créations d'emplois contre 130 000 attendues, soit 4,8 fois l'écart type en dessous du consensus de Bloomberg).

Les obligations ont une orientation intéressante, le rendement des bons du Trésor à 10 ans ayant atteint 3 % la semaine dernière avant de diminuer temporairement à la suite du rapport sur l'emploi américain. Depuis l'AQ2, les rendements se sont appréciés de plus de 50pb. Les analystes techniques considèrent que le niveau de 3,05 % constitue un support – un franchissement pourrait donner lieu à une forte hausse des rendements. Cela est cohérent, à en juger par l'évolution des rendements après l'AQ1 en novembre 2008. Les rendements obligataires avaient baissé dans le sillage de l'annonce, et repris plus de 100pb sur les 6 mois suivants.

Nous pensons que le rapport décevant de l'emploi ne remet pas en cause la stabilisation et le redémarrage de l'économie américaine. Les dernières statistiques militent en faveur de cette thèse, notamment l'amélioration de la confiance des consommateurs et les sondages ISM manufacturier et des services qui sont ressortis en ligne ou supérieurs aux attentes. La dynamique du cycle des profits aux États-Unis reste favorable, la productivité étant bien orientée et les coûts unitaires du travail continuant de se contracter. Au niveau régional, cela a également été confirmé par le Beige book, qui entrevoit des signes de reprise.

Nous restons confiants à l'égard des actifs risqués. Dans cette configuration, nous sommes toujours confiants à l'égard des actifs risqués et anticipons un environnement favorable aux actions durant l'essentiel de l'année 2011. Il nous semble qu'il y a plus de chance d'assister à un rebond plutôt qu'à un effondrement des marchés à court terme, aussi restons-nous surpondérés en actions par rapport aux obligations. Cela étant, l'érosion de la liquidité sur les marchés et les mouvements traités des indices suggèrent que les investisseurs pourraient prendre davantage de risque que ce qui serait requis par les mesures traditionnelles de risque de portefeuille. Sauf à imaginer une détérioration massive de la dynamique de la zone euro ou de la politique monétaire chinoise, nous restons investis sur les actifs risqués, tout en étant moins agressifs qu'auparavant.

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. J.P. Morgan Asset Management est une marque de distribution d'OPCVM agréés ou autorisés à la commercialisation en France par l'AMF.

12/2010