

- **Les limites des Etats**
- **Les grands défis de 2012**
- **La fin d'un environnement marqué par la fluctuation de l'aversion au risque ?**
- **Graphique de la semaine : Le bilan de la BCE – Légèrement expansionniste?**

### Changements observés la semaine dernière (du 28 octobre au 4 novembre)

	Marché actions	Oblig. 10 ans (pb)	Taux de change pondéré
États-Unis	-2,4 %	-29	2,7 %
Zone euro	-5,1 %	-36	-1,4 %
Roy.-Uni	-3,1 %	-30	1,5 %
Japon	-2,7 %	-5	-1,9 %
Hong Kong	-1,3 %	n/a	0,8 %

Source : Bloomberg

### Graphique de la semaine

Notre graphique de la semaine montre l'évolution de la taille du bilan de la BCE, qui s'est accru à 2 300 milliards d'euros à fin octobre. La BCE a donc augmenté son bilan de 16 % (soit de 85 % en annualisé) sur les trois derniers mois. Qui prétendait que la BCE menait une politique monétaire restrictive?

Source : Bloomberg

Données à jour au 28 octobre 2011

**Les limites des Etats.** L'émergence d'un groupe de protestation mondial dénonçant les inefficiences du capitalisme est une triste condamnation des économies de marché. Quelles alternatives ces contestataires peuvent-ils proposer ? Il est probable que leurs solutions ne puissent voir le jour sans l'intervention étatique. Mais le fait est que, compte tenu de la crise financière mondiale et des derniers événements, les états soient limités dans leur rôle. Les gouvernements sont devenus dans une certaine mesure impotents, comme on a pu le voir avec la dernière intervention du Ministère des Finances japonais visant à affaiblir le yen – certes la devise a réagi de 5 % en une journée, mais l'impact est finalement limité en l'absence d'une intervention coordonnée. Par ailleurs, les dernières annonces relatives à l'extension du Fonds Européen de Stabilité Financière (FESF) n'ont pas non plus convaincu en l'absence de mesures et d'actions concrètes.

Le G20 s'est réuni à Cannes dans ce contexte. Il en ressort que ces puissants leaders ont manifestement de plus en plus de mal à agir de concert. Cela s'explique par l'éparpillement et l'éventuel conflit entre les différents intérêts des pays du G20, contrairement au G8 plus habitué à coordonner ses initiatives. Deuxièmement, les échéances électorales aiguissent les intérêts nationaux. Enfin, les actions politiques sont appelées à prendre de l'ampleur. Par exemple, on peut très bien imaginer que la crise en Grèce change de dimension et conduise à une véritable impasse. En cas de fuite des capitaux au détriment des banques grecques, les tensions sur le marché interbancaire augmenteraient à un moment où les autres banques ne peuvent apporter leur concours, accentuant ainsi la pression sur la BCE. Compte tenu du risque de défaut et d'un effondrement de l'économie, il est rationnel pour un individu de transférer ses dépôts vers un autre système bancaire. Le risque de contagion rendrait l'Etat impuissant. La mise en place de contrôles de capitaux risquerait de déclencher de nouvelles fuites de capitaux dans d'autres pays de la zone euro. Cela entraînerait un renforcement des contrôles de capitaux dans l'ensemble de la zone (au succès incertain) et une monétisation massive de la BCE. Il est difficile d'entrevoir un avenir viable pour la zone euro, sans recourir à davantage d'état – autrement dit sans passer « à la vitesse supérieure » en réalisant l'intégration politique, fiscale et réglementaire de la zone. Les individus, déposants ou électeurs, devraient prochainement prendre conscience des limites de la puissance étatique.

### Le bilan de la BCE – Légèrement expansionniste ?

En milliards d'EUR



## Cette semaine

- **États-Unis** : Vendredi, l'indice de confiance des consommateurs de l'Université du Michigan devrait ressortir à 61,5 pour le mois de novembre, soit légèrement au-dessus du niveau de septembre. La confiance reste déprimée compte tenu de la faiblesse du marché de l'emploi et des perspectives de revenu des consommateurs, malgré l'impact légèrement positif induit par la baisse des prix de l'essence.
- **Europe** : Mardi, la production industrielle britannique devrait ressortir en hausse de 0,1 % sur le mois de septembre. Cela devrait ramener la croissance annuelle de -1,0 % à -0,8 % sur un an. Globalement, la production industrielle sera affectée par l'éventuel retournement de l'importante hausse de la production de gaz, de pétrole et l'électricité en août. Mercredi, le déficit commercial britannique devrait s'élever à 8,0 milliards de GBP en septembre, contre 7,8 milliards de GBP précédemment. Jeudi, la BoE annoncera son taux directeur sans qu'un changement notable soit attendu.
- **Asie** : Mercredi, on prendra surtout connaissance des statistiques de l'inflation chinoise, le taux annuel de l'inflation des prix à la consommation étant attendu en baisse, de 6,1 % à 5,4 % sur un an. Jeudi, les commandes de machines au Japon devraient ressortir en baisse de 6,9 % en septembre, après une forte hausse de 11,0 % en août. Leur croissance trimestrielle resterait positive à 1,9 % au troisième trimestre par rapport au trimestre précédent, soit une croissance notable pour le troisième trimestre consécutif. Jeudi également, la masse monétaire M2 japonaise est attendue en hausse de 2,6 % sur un an en octobre.

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

Édité par David Shairp, Stratégiste.

**Les grands défis de 2012.** L'année prochaine sera décisive pour l'économie mondiale et les marchés. L'environnement économique est empreint des doutes exprimés par les dirigeants politiques quant à la pérennité de la croissance. La semaine passée, la BCE a indiqué qu'il y avait un vrai risque de récession dans la plupart des pays de la zone euro, les dernières statistiques suggérant même un risque de récession au sein des principaux pays de l'union. Une conjonction de statistiques moins bonnes que prévu en Allemagne (carnets de commandes, ventes de détail, chiffres de l'emploi et sondage PMI relatif aux services) a suggéré que le ralentissement économique commençait à toucher le cœur de la zone euro.

Si les perspectives économiques sont déprimées en Europe (le Royaume-Uni ne faisant pas exception), le talon d'Achille est véritablement le système bancaire. Le ratio crédits sur dépôts dans la zone euro atteindrait 140 % et la Bundesbank a apparemment prêté l'équivalent de 10 % du PIB allemand à la zone euro. Cette dernière a sans doute cherché à soutenir le marché de la dette périphérique qui continue d'être marqué par des niveaux de spread extrêmement élevés. Enfin, la BCE a augmenté significativement la taille de son bilan au cours des trois derniers mois (voir le graphique de la semaine).

L'autre défi auquel les marchés et les investisseurs seront confrontés en 2012 est lié aux échéances électorales. Les États-Unis, la France, l'Espagne et la Russie connaîtront d'importantes élections ; l'Italie risquant d'assister à la fin du mandat de Mr Berlusconi. Par ailleurs, les élections fédérales allemandes auront lieu en 2013.

#### La fin d'un environnement marqué par la fluctuation de l'aversion au risque ?

La semaine dernière, un investisseur aguerri nous a posé la question suivante : qu'est-ce qui peut mettre un terme à cet environnement de fluctuation de l'aversion au risque ? Il faut se pencher sur ce que nous croyons être la genèse de cette crise du troisième trimestre, à savoir la divergence entre la politique monétaire américaine et celle de l'Europe, qui a donné lieu à une explosion de la volatilité d'abord sur les marchés des changes, puis sur les marchés obligataires et enfin sur les actions. Nous estimons toujours que cet environnement de fluctuation de l'aversion au risque perdurera tant que la BCE n'assouplira pas massivement sa politique monétaire ou tant qu'il n'y aura pas d'assouplissement monétaire coordonné de la part des principales banques centrales.

Or, la semaine dernière, la BCE a surpris les investisseurs en abaissant ses taux d'intérêt de 25pb pour les ramener à 1,25 %, tandis que la Banque Centrale d'Australie (RBA) a également diminué son taux directeur de 25pb à 4,5 %. Aux États-Unis, la Fed a laissé sa politique monétaire inchangée avec neuf voix contre une (la voix dissidente étant celle d'une « colombe »), mais la détérioration des perspectives économiques de la Fed ouvre très probablement la voie à un nouvel assouplissement monétaire. Compte tenu du nombre de personnalités de la Fed militant en faveur d'un assouplissement avant même la réunion du FOMC on peut penser que la Fed préfère attendre de voir les effets de son Opération Twist (sa dernière action accommodante) avant de s'engager dans un nouvel assouplissement monétaire. Bref, il y a un certain nombre de banques centrales « à l'œuvre » – la Fed (Opération Twist), la Banque d'Angleterre et la Banque du Japon (via un QE), ainsi que la BCE et la RBA (via une baisse des taux d'intérêt) – tandis que les autorités chinoises s'appêtent à faire évoluer leur politique monétaire. Tout cela ne suffira probablement pas à mettre un terme à la crise de la dette en Europe, mais cela pourrait soutenir la croissance. Ce pourrait être également une condition nécessaire pour réduire le niveau de la volatilité sur les marchés financiers. Si tel était le cas, les investisseurs pourraient finir par retrouver leur appétit pour le risque.

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. 06/2011