

- **Balance commerciale chinoise – à l'aube de la confrontation ?**
- **Poursuite du ralentissement**
- **Risques sur les bénéfiques – un signal d'alarme top-down ?**
- **Le temps de la réflexion**
- **Graphique de la semaine : Le renminbi et le bilan de la Fed**

Changements observés la semaine dernière (du 3 au 10 septembre)

	Marché actions	Oblig. 10 ans (pb)	Taux de change pondéré
Etats-Unis	0,4 %	9	0,0 %
Zone euro	1,2 %	5	-0,9 %
Roy.-Uni	1,3 %	12	0,8 %
Japon	1,2 %	1	0,4 %
Hong Kong	2,9 %	n/a	-0,2 %

Source : Bloomberg

Graphique de la semaine

Le graphique présente l'évolution du taux de change nominal effectif du renminbi (indice obtenu en pondérant un indice de devises vis-à-vis du RMB par les flux commerciaux de l'industrie) par rapport à la taille du bilan de la Réserve Fédérale. Le renminbi s'est apprécié plus rapidement lorsque la Fed a adopté l'assouplissement quantitatif en 2008-2009, l'économie chinoise en surchauffe n'ayant pu absorber les effets du stimulus monétaire américain. Il sera intéressant de voir l'évolution du RMB si la Fed renoue avec cette politique.

Source : J.P. Morgan, Thomson Datastream, J.P. Morgan Asset Management.

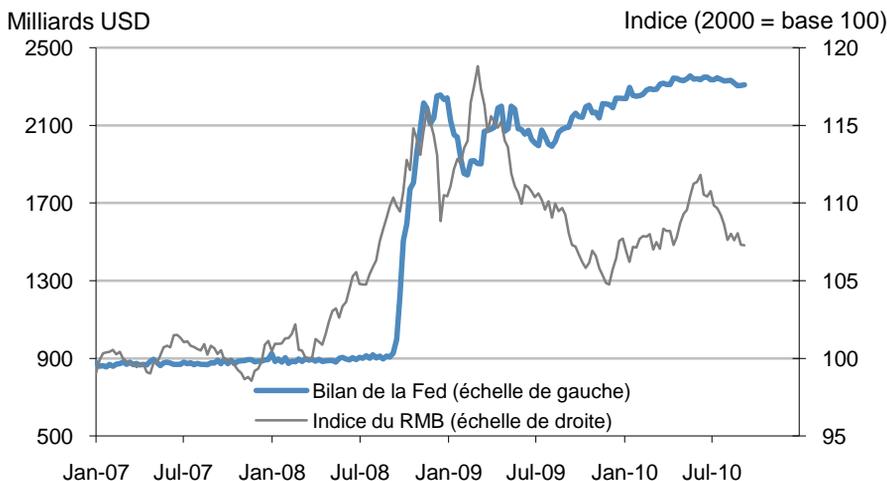
Balance commerciale chinoise – à l'aube de la confrontation ? Tout débat d'investissement sur la Chine semble influencé par la *localisation* des intervenants. Les plus proches de la Chine ont une tendance (désarmante) à être optimistes quant à l'ajustement de la politique, alors que ces diables d'étrangers Européens ou Américains sont invariablement plus pessimistes. La balance commerciale chinoise en août a donc été différemment interprétée. Les exportations et importations ont augmenté de 34 % et 36 % sur un an, contribuant à un excédent commercial de 20 milliards de dollars, le 3^{ème} plus élevé depuis des mois.

Les optimistes soulignent que la croissance des exportations a été inférieure au mois précédent et au consensus Bloomberg (34 prévisionnistes). Selon eux, la hausse plus forte que prévu des importations éloigne les craintes d'un repli brutal de la demande domestique. A l'inverse, les sceptiques affirment que la *tendance* haussière des exportations se maintient et que la *tendance* de croissance des importations reste à la baisse. L'excédent commercial sur 12 mois s'est accru de plus de 40 milliards USD ces 4 derniers mois pour atteindre 179 milliards USD.

L'excédent commercial chinois pourrait continuer de s'élargir. Si le gouvernement poursuit ses efforts pour ralentir la croissance – les données d'inflation offrent une nouvelle illustration de la surchauffe en Chine – il est probable que l'excédent s'accroisse à nouveau. Notre modèle, qui analyse l'évolution du taux de change réel et des nouvelles commandes ISM, suggère que les exportations chinoises ne ralentiront nettement qu'en fin d'année. Vendredi dernier, on a abondamment commenté la plus forte hausse hebdomadaire du renminbi depuis juin – la devise s'étant appréciée de (seulement) 0,5 %. Ce n'est en aucun cas une réponse au déséquilibre croissant de la balance commerciale, qui pourrait renforcer la rhétorique protectionniste à l'aube des élections de mi-mandat aux Etats-Unis.

Un point critique approche alors que la politique américaine devrait évoluer. Les pressions protectionnistes devraient s'accroître aux Etats-Unis, la Chambre des Représentants devant discuter cette semaine du renminbi (l'appréciation de 0,5 % ne devrait pas suffire à calmer les ardeurs de certains députés). Il est également possible que la Fed renoue avec l'assouplissement quantitatif au 4^{ème} trimestre. Or, l'histoire montre que le renminbi a eu tendance à s'apprécier lorsque la Fed a

Le renminbi et le bilan de la Fed



Cette semaine

Etats-Unis : Les ventes de détail globales (mardi) devraient ressortir en hausse de 0,3 % en août, après une augmentation de 0,4 % en juillet, sous l'effet de la hausse des prix de l'essence et de l'amélioration des ventes hors automobiles. Vendredi, l'inflation globale des prix à la consommation est attendue en hausse de 0,3 % en août, ce qui maintiendrait le taux annuel à 1,2 % sur un an. Le taux d'inflation « core » devrait quant à lui ressortir en hausse de 1,0 %. Le sondage de confiance des consommateurs de l'Université du Michigan est attendu en hausse, de 68,9 à 70,0 en septembre, grâce à la hausse des actions et à de meilleurs chiffres sur le front de l'emploi.

Europe : Les statistiques de l'inflation britannique seront publiées mardi. L'inflation globale devrait légèrement décélérer à 3 % sur un an en août après 3,1 %, et l'inflation headline devrait s'établir à 4,6 % sur un an contre 4,8 % précédemment. La composante relative aux anticipations du sondage ZEW (mardi) devrait baisser en septembre de +14 à +10, en raison des turbulences de marché. La composante relative aux conditions présentes devrait quant à elle ressortir en hausse, de +44 à +50.

Asie : Les statistiques macro-économiques mensuelles de la Chine ont été publiées ce week-end. Pas de publication notable au Japon cette semaine.

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

Rédigé par David Shairp,
Stratégiste.

augmenté son bilan en 2008/2009 (voir le graphique), sachant que l'ajustement de l'économie chinoise en surchauffe ne sera sans doute pas suffisamment avancé pour absorber l'impact de ce nouvel assouplissement quantitatif. Les statistiques de la balance commerciale nous font penser que le renminbi sera contraint à une appréciation encore plus rapide durant les 6 à 12 prochains mois.

Poursuite du ralentissement mondial. Les 2 dernières semaines ont confirmé le fléchissement de l'économie. L'indice global composite des directeurs d'achats de J.P. Morgan s'est contracté en août pour la 4^{ème} fois, augurant d'une faiblesse de la croissance du PIB réel. De plus, les échanges commerciaux semblent décélérer en Asie, avec un freinage des exportations de Taïwan et de la Corée.

Par ailleurs, l'économie allemande semble elle aussi ralentir. En juillet, les statistiques de production, des commandes et des exportations ont été décevantes et nous verrons si le sondage ZEW cette semaine révèle un impact au niveau des entreprises. Les spreads des obligations de la zone euro restent proches des plus hauts, traduisant des situations budgétaires tendues, les spreads des CDS à 5 ans intégrant une probabilité de défaut de 53 % et 24 % en Grèce et au Portugal. Jusqu'à présent, l'économie européenne s'est distinguée par sa résistance, les indicateurs avancés et les statistiques de surprise économique étant restés positifs. Si les données de la semaine dernière n'ont pas été convaincantes, elles invitent à rester vigilant envers tout signe d'affaiblissement de l'économie de la zone euro.

Risques sur les bénéfiques – un signal d'alarme top-down ? Notre indicateur propriétaire de la croissance mondiale (constitué de dix indicateurs avancés sélectionnés de manière à refléter les évolutions de l'OCDE et du monde émergent) s'est contracté en août pour le 8^{ème} mois consécutif, confirmant que la croissance mondiale du PIB réel a probablement atteint son point haut mi-2010.

La relation entre notre indicateur de la croissance mondiale et le momentum (le ratio de révisions à la hausse et à la baisse) des bénéfiques mondiaux est étrange. Actuellement, les révisions à la hausse sur les marchés mondiaux (dont les marchés émergents) se situent 31 % au-dessus des révisions à la baisse, alors qu'une simple relation historique entre les deux séries suggérerait un ratio plus proche de la parité. Aucune des séries ne suggère une récession ou une rechute de l'économie. Sans être exhaustives, ces mesures laissent penser que les bénéfiques pourraient faire l'objet de révisions à la baisse ces 2 à 3 prochains mois.

Le temps de la réflexion. La semaine dernière, les marchés ont été particulièrement difficiles à cerner, les actifs risqués s'appréciant à un moment où la situation nous paraît de plus en plus inquiétante.

Il ne s'agit pas tant de débattre de la poursuite de la reprise ou du risque de rechute en récession, tout laissant à penser que la reprise se poursuivra à un rythme modéré. Il s'agit plutôt de comprendre pourquoi les marchés actions paraissent aussi sereins alors que les marchés obligataires anticipent une nouvelle récession ou font l'objet d'une bulle qui menace d'éclater à tout moment. Les analystes actions semblent également excessivement sereins à l'égard du cycle des bénéfiques – bien que les surplus dégagés par les entreprises soient toujours très importants et que les salariés n'aient apparemment toujours aucun pouvoir de négociation. Si les valorisations des actions par rapport aux obligations se situent à des niveaux extrêmes (en faveur des actions), il y a bien une anomalie et ce pourrait être les bénéfiques. Dans ces conditions, nous maintenons un faible niveau de risque au sein de nos portefeuilles, avec un léger biais en faveur des actions.

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. 09/2010