

GMAG INSIGHT SERIES

J.P. Morgan Asset Management Bulletin hebdomadaire 12 septembre 2011

- **Franç suisse – une intervention musclée**
- **La BCE et la BoE se préparent à un assouplissement de leur politique monétaire**
- **Turbulences de marché**
- **Graphique de la semaine : l'inflation chinoise – à un pic ?**

Franç suisse – une intervention musclée. Après avoir tenté à maintes reprises de stabiliser et d'affaiblir le CHF depuis le début de la crise financière, la Banque Nationale Suisse (BNS) a indiqué le 6 septembre que ses interventions deviendraient plus musclées. En indiquant qu'elle ne tolérera plus un CHF supérieur à 1,20 contre l'EUR, tout précisant qu'elle considère sa devise toujours surévaluée à ce niveau, la BNS a fait savoir qu'elle se préparait à intervenir sur le marché des changes pour vendre du CHF en quantités illimitées. Pour qu'une telle politique soit couronnée de succès, les investisseurs doivent être convaincus que la BNS est prête à augmenter ses réserves de change et à accroître son bilan au-delà même de ce qui serait nécessaire pour atteindre son objectif. Cela suggère que la BNS et le gouvernement suisse s'apprentent à évoluer en terrain inconnu en matière d'intervention sur le marché des changes.

Les réserves de change de la Suisse ont atteint un nouveau sommet proche de 45 % du PIB suisse en août et il convient de s'attendre à un niveau encore plus élevé en fonction des scénarios. A titre de comparaison, les réserves de change japonaises ont atteint un pic à peine supérieur à 20 % du PIB en 2007. Bien que cet engagement de la BNS soit unilatéral et qu'elle ne bénéficie pas du soutien de la BCE sous forme d'une intervention bilatérale de type MCE, sa probabilité de succès est néanmoins élevée. Le CHF était et reste encore surévalué et il est clair que la force de la devise commence à exercer une pression déflationniste en Suisse. L'indicateur économique avancé pour la Suisse de notre équipe devise s'est nettement affaibli ces derniers mois et les dernières statistiques d'inflation sont orientées à la baisse. Cela contraste avec la situation de 2010 et du début d'année, lorsque la persistance de la vigueur économique contrecarrait les efforts de la BNS pour affaiblir sa devise.

Quelles sont les implications sur le marché des changes des interventions de la BNS ?

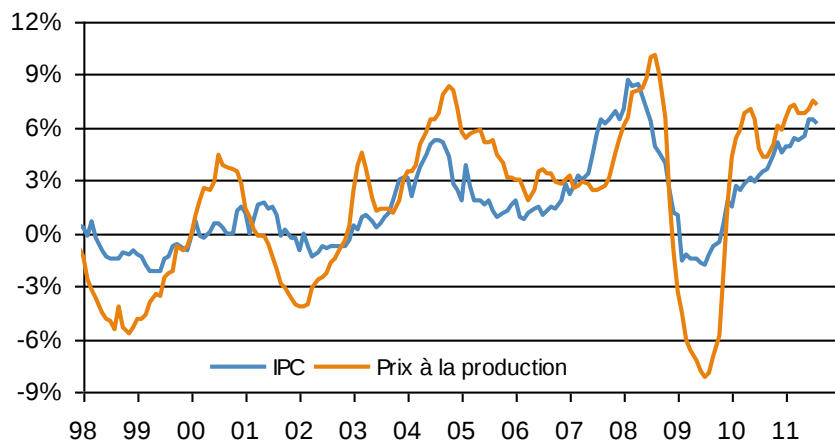
(1) Cet engagement produira un accroissement des liquidités au sein des marchés si l'aversion au risque continue d'encourager les achats de CHF. Cela devrait soutenir l'appétit pour le risque si le CHF reste la principale valeur refuge.

(2) Si les investisseurs estiment que l'action de la BNS est crédible, il est possible qu'ils se tournent vers d'autres valeurs refuge.

(3) Cet effet domino potentiel sur d'autres valeurs refuge et autres devises surévaluées est intéressant. Le JPY risque de subir de nouvelles pressions à la hausse dans des scénarios adverses si les investisseurs considèrent que les gains sur le CHF sont limités. La probabilité que les autorités japonaises intensifient leurs efforts pour limiter la hausse du JPY a fortement augmenté.

L'inflation chinoise – à un pic ?

% sur un an



Changements observés la semaine dernière (du 2 au 9 septembre)

	Marché actions	Oblig. 10 ans (pb)	Taux de change pondéré
États-Unis	-1,6 %	-7	2,4 %
Zone euro	-4,0 %	-24	-0,9 %
Roy.-Uni	-1,5 %	-18	1,4 %
Japon	-2,0 %	-3	0,4 %
Hong Kong	-1,1 %	n/a	0,8 %

Source : Bloomberg

Graphique de la semaine

Le graphique présente l'évolution des prix à la consommation et à la production en Chine. Les statistiques de la semaine dernière ont montré une légère accalmie sur le front des prix à la consommation en août, laissant penser à de nombreux analystes que le point haut était atteint. Il sera intéressant de voir si l'attention des décideurs politiques se tournera davantage vers la croissance plutôt que vers l'inflation.

Source : MacData, National Bureau of Statistics. Données à août 2011.

Cette semaine

États-Unis : Mercredi, les ventes de détail devraient décélérer, en augmentant de seulement 0,2 % en août, après avoir progressé de 0,5 % en juillet. Jeudi, l'inflation « headline » est attendue en hausse de seulement 0,2 % en août, de même que l'inflation « core », portant le taux annuel à 1,9% sur un an. Les plus fortes contributions à l'inflation sur le mois devraient être les prix de l'essence et des loyers. La production industrielle est attendue inchangée en août.

Europe : L'inflation « headline » au Royaume-Uni (mardi) devrait s'établir en hausse à 4,5 % sur un an en août, contre 4,4 % en juillet. L'inflation des prix de détail devrait passer de 5,0 % à 5,1 % sur un an. Mercredi, la production industrielle de la zone euro devrait avoir progressé de 1,5 % sur le mois, portant le taux annuel à 4,6 %.

Asie : On prendra connaissance cette semaine des statistiques chinoises pour le mois d'août. La politique monétaire reste toujours restrictive : la masse monétaire M2 devrait poursuivre sa décélération de 14,7 % sur un an en juillet à 14,2 % en août. La balance commerciale d'août devrait également ressortir en baisse, revenant de 31,5 milliards de dollars en juillet à 24,6 milliards de dollars en août.

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

Édité par David Shairp, Stratégiste.

(4) Compte tenu de ces nouveaux efforts visant à affaiblir le CHF et potentiellement le JPY, de la poursuite de la détérioration des perspectives de la zone euro et de la prise en compte par le marché des nouvelles mesures de politique monétaire de la Fed, on pourrait estimer que les perspectives du dollar US se sont améliorées. De surcroît, en tant que valeur refuge ultime, le dollar a bénéficié des interventions de la semaine dernière.

La BCE et la BoE se préparent à un assouplissement de leur politique monétaire.

La semaine dernière, les réunions de la BCE et de la BoE se sont traduites par un statu quo. Les taux d'intérêt sont restés inchangés à respectivement 1,5 % et 0,5 %. Mais, l'impression est qu'elles préparent le terrain à un assouplissement de leur politique. Compte tenu de la violence des mouvements des marchés en fin de semaine dernière, nous n'excluons pas une prochaine réunion plus tôt que prévu.

La BCE a revu à la baisse ses prévisions économiques pour 2011 et 2012, en les ramenant respectivement à 1,6 % (contre 1,9 %) et 1,3 % (contre 1,7 %). Les changements observés dans les commentaires relatifs à ces prévisions suggèrent que la BCE prépare le terrain à un assouplissement de sa politique. Ainsi, il n'est plus fait mention de la confiance des consommateurs ou des entreprises comme facteur susceptible de soutenir la demande domestique. De surcroît, la BCE estime que les risques pesant sur la stabilité des prix sont devenus équilibrés pour la première fois depuis décembre 2010. Ainsi, il est prévu une inflation de 1,7 % en 2012, soit en deçà de l'objectif d'inflation de 2 % fixé par la BCE. Plusieurs prévisions du secteur privé anticipent désormais une croissance inférieure à 1 % en 2012. Si tel était le cas, la croissance annuelle pourrait être négative durant au moins un trimestre – soit une récession technique. Cela suggère que la BCE pourrait baisser ses taux d'intérêt, peut-être dès le mois prochain, en revenant sur les hausses de taux décidées en avril en juillet. L'OCDE a sensiblement révisé à la baisse ses prévisions économiques, tant pour le Royaume-Uni que pour la zone euro, estimant que la croissance britannique ne s'établirait qu'à 0,1 % au deuxième semestre et recommandant un assouplissement de la politique monétaire. Dans un monde normal, la BoE attendrait probablement la publication du prochain Rapport sur l'inflation (attendu en novembre), avant de décider un changement de sa politique. Mais nous ne sommes plus dans un environnement normal.

Turbulences de marché. Les marchés ont subi une forte correction vendredi, affectés par les valeurs bancaires du fait des craintes grandissantes d'un défaut de la Grèce. Les spreads des CDS grecs à cinq ans se sont élargis jusqu'à 3 470pb vendredi, impliquant une probabilité de défaut de 95 %. Les rumeurs selon lesquelles la Chancelière allemande Angela Merkel se préparerait à soutenir les banques allemandes en cas de défaut de la Grèce ont renforcé le trouble des investisseurs. Le sentiment général est que la crise pourrait être en passe d'atteindre son paroxysme. La démission soudaine du chef économiste de la BCE, Jürgen Stark, n'a pas aidé, mais cela signifie probablement que la BCE va annoncer un changement de sa politique auquel il ne pouvait pas souscrire. Tout cela n'est peut-être que spéculation, mais il ne fait pas de doute qu'un changement pointe à l'horizon. Le plan de relance budgétaire annoncé par le Président Obama, d'un montant de 450 milliards USD, est supérieur aux attentes, mais n'a pas suscité l'enthousiasme des investisseurs. Dans un environnement aussi fébrile, il est difficile d'avoir un point de vue stratégique en termes d'investissement. Si les valorisations sont très attrayantes en termes notionnels, elles ne constituent pas un soutien dans une atmosphère de détresse de nature systémique. La rupture pourrait être brutale, le changement de politique majeur et les marchés pourraient réagir violemment – dans un sens ou dans l'autre. Notre approche a consisté à allouer des budgets de risque limités dans nos portefeuilles et à privilégier les mouvements tactiques jusqu'à ce que la visibilité s'améliore à moyen terme.

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