

- **L'inflation va-t-elle affecter les marchés ?**
- **Prudence à plus court terme**
- **Graphique de la semaine : notre indicateur d'alerte déflationniste suggère une inquiétude inflationniste**

L'inflation va-t-elle affecter les marchés ? Voir une de ses prédictions devenir obsolète en quelques jours est pour le moins vexant. La semaine dernière, notre conviction selon laquelle la politique monétaire resterait accommodante en 2011 a commencé à être ébranlée, certains signes indiquant que l'inflation pourrait occuper le devant de la scène cette année. Jusqu'à présent, à l'exception de la Chine pour le monde émergent et du Royaume-Uni pour le monde développé, l'inflation n'était pas vraiment une source d'inquiétude. Notre mesure d'alerte déflationniste (que l'on pourrait rebaptiser mesure d'alerte inflationniste) s'est violemment retournée à la hausse, se rapprochant de la zone de pression sur les taux d'intérêt. Cela a été dû à la variation de chacune des trois composantes du modèle : l'amplitude des prix des matières premières a atteint un paroxysme ; les corrélations actions/obligations se normalisent rapidement et les anticipations d'inflation ont atteint la borne haute de la bande de fluctuation à long terme, sans pour autant la dépasser.

Ces indicateurs reflètent le sentiment de marché et non pas l'économie réelle. Les statistiques montrent que les principaux pays de l'OCDE ont d'importantes capacités disponibles du fait d'écart de production significatifs, qui suggèrent qu'il faudra plusieurs années avant que des tensions en termes de capacité conduisent à une accélération de l'inflation. De plus, rien ne laisse présager un retour du pouvoir de fixation des prix chez les syndicats étant donné les faibles pressions sur les salaires et l'absence de signes d'érosion sur les marges et la rentabilité des entreprises. La règle de Taylor permettant de mesurer la politique monétaire (en estimant le taux d'intérêt d'équilibre à partir des mesures d'écart de production et d'inflation) suggère que ce taux devrait être négatif aux États-Unis, entre -4 et -5 %.

Cependant, au niveau mondial, il semble qu'il y ait très peu voire aucune capacité disponible. Selon BNP Paribas, l'écart de production mondiale s'est refermé, créant un risque de hausse de l'inflation d'ici 1 à 2 ans. L'analyse intègre le monde émergent et montre que l'écart de production était *négatif* en 2008, juste avant la récession mondiale. Apparemment, la récession de 2008/2009 n'a donné lieu qu'à un écart de production limité, qui s'est refermé au gré de la reprise en 2009/2010.

Il y a d'autres raisons de s'inquiéter des tensions sur la capacité. Un des inconvénients de l'analyse traditionnelle des écarts de production tient au fait qu'elle **Notre indicateur suggère des inquiétudes inflationnistes**

Changements observés la semaine dernière (du 14 au 21 janvier)

	Marché actions	Oblig. 10 ans (pb)	Taux de change pondéré
États-Unis	-0,8 %	8	-0,6 %
Zone euro	0,4 %	15	1,2 %
Roy.-Uni	-1,7 %	9	0,5 %
Japon	-2,1 %	1	-0,4 %
Hong Kong	-0,9 %	n/a	-0,4 %

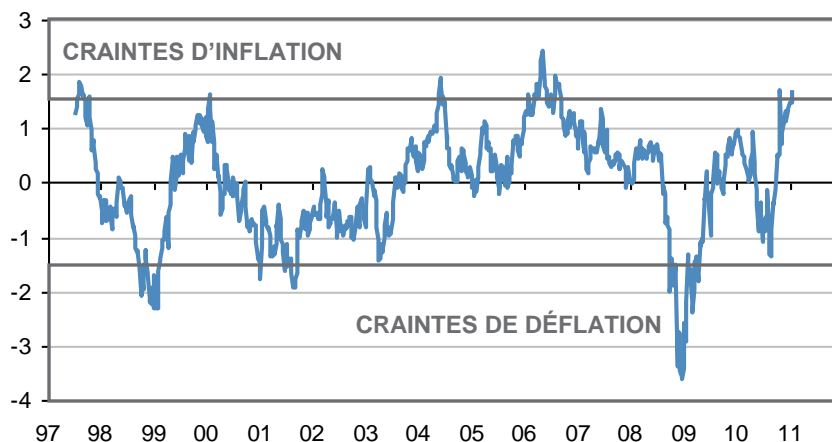
Source : Bloomberg

Graphique de la semaine

Le graphique présente notre indicateur déflationniste/inflationniste, constitué de trois variables : les anticipations inflationnistes implicites déduites des taux point mort d'inflation à 5 ans anticipés dans 5 ans aux États-Unis, la corrélation des performances des actions et des obligations internationales, et une mesure de l'amplitude des prix des matières premières. Le pendule est revenu en territoire inflationniste, ce qui, en cas de persistance, pourrait déstabiliser les marchés actions et obligataires.

Source : MacData, Thomson Datastream, JPMAM Global Multi Asset Group.

Écarts-types



Cette semaine

États-Unis : Mardi, la confiance des consommateurs devrait se reprendre légèrement de 52,5 à 54,2 en janvier. Mercredi, la réunion du FOMC ne devrait donner lieu à aucun changement de politique monétaire, mais il conviendra de voir si le communiqué fait état d'inquiétudes inflationnistes. Les commandes de biens durables (jeudi) sont attendues en hausse de 1,5 % sur le mois en décembre. Vendredi, la première estimation du PIB réel du 4^{ème} trimestre devrait faire ressortir une croissance annualisée de 2,9 % avec un déflateur en hausse de 1,5 %.

Europe : Lundi, le sondage PMI des services de la zone euro est attendu en légère hausse de 54,2 à 54,3, alors que l'indice manufacturier devrait s'établir en baisse de 57,1 à 57,0. Mardi, la première estimation du PIB réel britannique au 4^{ème} trimestre devrait indiquer une croissance de 0,5 % sur le trimestre (après 0,7 % au 3^{ème} trimestre), ramenant le taux de variation annuelle à 2,4 % sur un an – du fait des dysfonctionnements liés aux tempêtes de neige. Vendredi, la masse monétaire M3 dans la zone euro est attendue en hausse de 1,9 % sur un an, confirmant son léger redressement.

Japon : Mardi, la Banque du Japon communiquera sur sa politique monétaire. Vendredi, l'indice CPI « headline » devrait revenir en territoire déflationniste en novembre, avec une baisse des prix de l'ordre de 0,1 % sur un an. L'inflation « core » devrait s'établir à -0,5 % sur un an.

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

Rédigé par David Shairp,
Stratégiste

s'appuie sur les données de comptabilité nationale qui sont décalées dans le temps et peu consistantes. De plus, le dernier retournement a donné lieu à une liquidation de biens d'équipement (notamment les ordinateurs obsolètes), ce qui suggérerait que la capacité disponible *effective* est inférieure au niveau des statistiques officielles. Il y a également une triste dimension humaine derrière tout cela, puisque les chômeurs de longue durée ont tendance à être plus difficilement employables compte tenu de la dégradation de leurs compétences induite par leur inactivité. Cela pourrait également avoir pour effet de réduire la capacité disponible effective.

On peut également recourir aux indicateurs avancés pour mesurer les pressions inflationnistes. Jonathon Griggs, CIO de l'équipe Devises de J.P. Morgan AM, a élaboré des indicateurs relatifs à la politique monétaire, lesquels évaluent à quel point les banques centrales ont besoin de relever leurs taux d'intérêt. Ses mesures montrent que le Royaume-Uni vient de franchir la limite signalant une hausse des taux, tandis que les autres économies du G4 (États-Unis, zone euro et Japon) s'en rapprochent. Les États-Unis sont en queue de peloton, ce qui pourrait expliquer le maintien d'une politique monétaire accommodante de la part de la Fed.

Le risque de politique monétaire pourrait ainsi mettre les marchés sous pression cette année – sans doute plus tôt que le marché ne l'anticipe. Credit Suisse estime que les marchés à terme intègrent un resserrement monétaire de seulement 28 pb aux États-Unis et dans la zone euro, et de 64 pb au Royaume-Uni. Ce calme relatif sur la partie courte de la courbe des taux pourrait faire long feu si les investisseurs estimaient que les banques centrales sont « en retard sur la courbe » dans leur lutte contre les pressions inflationnistes. De plus en plus d'investisseurs s'inquiètent de l'inflation dans les marchés émergents, plusieurs marchés présentant des taux réels négatifs (à l'exception du Brésil). L'expansion mondiale réduisant la capacité disponible en 2011, les conditions monétaires accommodantes risquent de nourrir une hausse des prix des *marchandises* plutôt qu'une hausse des prix des *actifs financiers*. Le génie de l'inflation est peut-être sur le point de sortir de sa bouteille.

Prudence à plus court terme. Il semble de plus en plus évident que les marchés s'essoufflent et la semaine dernière a, à maints égards, entamé notre confiance dans les actifs risqués. Les matières premières semblent surachetées d'après nos mesures et les prix du pétrole sont devenus vulnérables aux niveaux actuels. Il y a eu une vive rotation entre les titres sur les marchés actions depuis le début de l'année, bien que les indices soient restés relativement calmes. Sur les marchés des changes, l'euro a profité d'arbitrages, grâce à une accalmie des inquiétudes relatives à la périphérie de la zone et à un regain d'optimisme quant à la perspective d'une solution à long terme à cette crise (bien que nous ne parierions pas dessus). Les spreads des obligations espagnoles se sont resserrés de 60 pb par rapport aux emprunts d'Etat allemands au cours des quinze derniers jours. De surcroît, la volatilité des actions a atteint des niveaux anormalement bas qui, historiquement, ont toujours précédé un accès de fièvre au cours des cycles passés, tandis que le S&P a fait l'objet d'un important retracement technique durant la semaine (qui pourrait là encore signaler le début d'une correction).

Au plan fondamental, nous restons confiants sur les perspectives au cours des 6 à 12 prochains mois (tout en étant prudents sur un horizon de 3 à 5 ans). Cependant, il est notable (et dérangeant) qu'il n'y ait qu'un thème qui fasse l'objet d'un consensus parmi les investisseurs – un optimisme certain à l'égard des actions. Plus ce consensus sera reflété dans les marchés, moins il y aura de marge d'erreur ou de déception. Notre confiance à court terme a diminué, aussi avons-nous réduit le risque au sein de nos portefeuilles. Bien que nous soyons toujours confiants sur le plan fondamental, nous avons moins de convictions en termes de positions.

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. 01/2011