

# ISG Insight : des perspectives globalement favorables pour l'inflation américaine

Novembre 2020

## Principaux points à retenir :

- L'inflation a longtemps été une préoccupation secondaire, mais les investisseurs se demandent à présent si les mesures de relance budgétaire et monétaire historiques pourraient entraîner un retour de l'inflation.
- Selon nous, il est peu probable que l'inflation augmente de manière importante dans les prochaines années. Il faudra en effet du temps pour que le chômage recule et que la demande de biens et de services dépasse l'offre. En fait, le produit intérieur brut (PIB) des États-Unis ne devrait revenir aux niveaux d'avant la pandémie qu'en 2022.
- Des hausses de l'inflation à court terme sont toutefois plus probables. La faiblesse des rendements des bons du Trésor américain ne compensant guère les risques associés, les investisseurs devraient se concentrer sur la génération de revenus et la diversification de leurs portefeuilles obligataires.

**La stabilisation de la croissance économique américaine dans un contexte de relance budgétaire et monétaire sans précédent a soulevé des questions sur la probabilité d'un retour de l'inflation. Jim Cielinski, responsable mondial de la gestion obligataire, et Andrew Mulliner, gérant de portefeuilles obligataires, tous deux membres de l'Investment Strategy Group » (ISG)\* pour la gestion obligataire, expliquent pourquoi ils n'anticipent pas de risques significatifs de flambée d'inflation dans les prochaines années, tout en soulignant que des hausses à court terme sont possibles et que les investisseurs doivent vérifier la diversification que leur portefeuille obligataire procure.**

Pour la plupart des investisseurs, l'inflation a longtemps été une préoccupation secondaire. Depuis plus de deux décennies, l'inflation des prix à la consommation (IPC) aux États-Unis oscille autour de 2 %, et bien qu'il y ait eu quelques écarts importants par rapport à cette fourchette, tant à la hausse (en 2008, une envolée des prix du pétrole a fait bondir l'inflation au-dessus de 5 %) qu'à la baisse (après la crise financière mondiale, l'inflation a chuté à - 2 %), l'inflation moyenne est obstinément demeurée en dessous de l'objectif. La décennie qui s'est écoulée depuis la crise financière mondiale a en effet été dominée par les banques centrales du monde entier qui ont essayé de relancer leurs économies et de ramener leurs taux d'inflation vers l'objectif fixé en abaissant les taux d'intérêt et en les amenant parfois en territoire négatif.

Le choc inattendu provoquée par la COVID-19 a incité la Réserve fédérale américaine (Fed) à ramener son taux principal directeur à zéro pour la deuxième fois depuis 2000 (après l'avoir fait au cours de la crise financière mondiale) alors que l'IPC chutait d'environ 2,4 % à 1,2 %. Les banques centrales ont lancé des politiques d'assouplissement quantitatif sans précédent dans tous les pays développés. Elles ont procédé à l'achat direct d'obligations pour injecter des liquidités sur les marchés financiers et assouplir les conditions financières à la fois pour le secteur privé et pour soutenir les crédits destinés à l'économie réelle. Consciente qu'elle n'a pas réussi à atteindre son objectif d'inflation jusqu'à présent et que sa politique monétaire semble de moins en moins efficace, la Fed a mis sa crédibilité en jeu et a confirmé sa promesse d'atteindre son objectif de stabilité des prix. Au cours de l'été, elle a annoncé qu'elle allait modifier son objectif de 2 % d'inflation pour une moyenne à long terme de 2 %. De plus, la Fed s'est engagée à agir pour optimiser les opportunités d'emploi, délaissant son approche précédente qui consistait à fixer une attente de niveau d'emploi maximum soutenable. La subtile différence entre l'ancienne et la nouvelle approche a confirmé que la Fed n'avait pas l'intention de « ramer à contre-courant » de l'économie et de relever à nouveau les taux d'intérêt si l'inflation s'approchait de 2 %. À l'opposé, elle attendrait que l'inflation atteigne réellement ce niveau ou peut-être même le dépasse un peu. En bref, la Fed est passée à une posture de réalité où seule une hausse de l'inflation avérée déclencherait une réaction.

Dans l'intervalle, les gouvernements ont mis en œuvre des programmes de relance sans précédent, injectant des milliers de milliards de dollars dans leurs économies. Les économies s'étant stabilisées au fil des mois, les investisseurs ont commencé à se demander de plus en plus : où va finir tout cet argent ? L'assouplissement quantitatif extraordinaire et les dépenses budgétaires historiques entraîneront-ils un retour de l'inflation ?

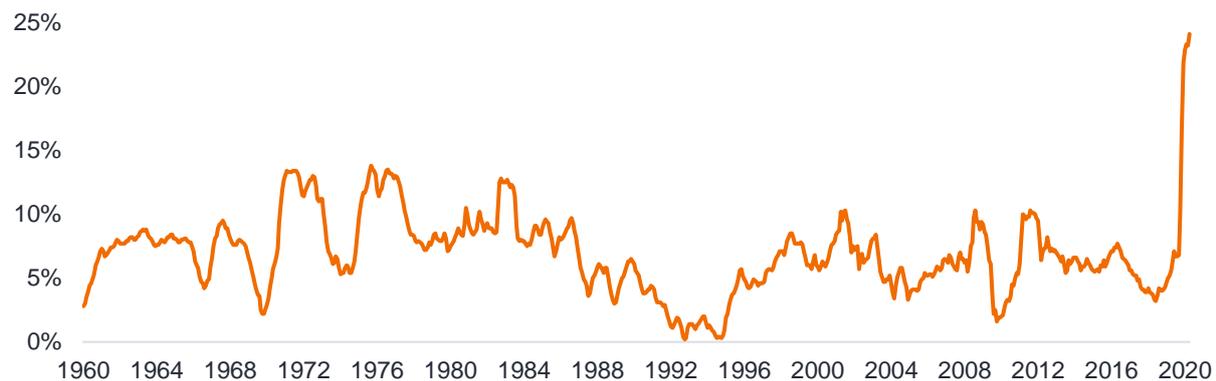
## L'inflation va-t-elle nettement augmenter ?

Une politique budgétaire expansionniste, des taux d'intérêt bas à l'échelle mondiale, une reprise économique naissante et la banque centrale américaine qui annonce le maintien d'une politique monétaire accommodante jusqu'à ce que les prix augmentent réellement, tout laisse à penser que l'inflation finira par revenir. Mais, selon nous, une inflation mondiale plus élevée à long terme est certes un risque, mais pas une certitude.

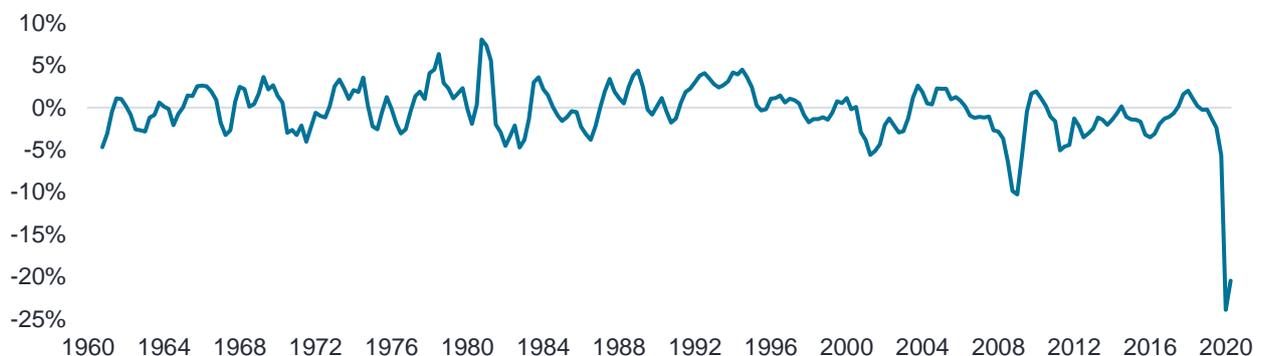
S'il est vrai que la masse monétaire a augmenté dans le monde entier (enregistrant la croissance la plus rapide depuis la Seconde Guerre mondiale), la manière dont l'argent circule dans l'économie est aussi importante que son montant. Le graphique 1 montre à la fois la croissance de la monnaie et sa vitesse de circulation et la vitesse à laquelle elle se multiplie dans l'économie réelle. Pour obtenir des hausses d'inflation importantes (comme par exemple la croissance rapide et continue des années 70), les économies ont besoin à la fois d'argent facile et d'une demande d'argent qui dépasse l'offre pendant longtemps. La faible vitesse de circulation de la monnaie indique une faible demande.

**Graphique 1 : l'augmentation de la monnaie étroite est compensée par l'effondrement de la vitesse**  
L'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire

### Croissance de M2 (variation annuelle)



### Vitesse de M2 (variation au 4ème trimestre)



Source : Bloomberg, Janus Henderson Investors, au 30 septembre 2020.  
Remarque : Indice de vitesse de circulation de la monnaie (VELOM2)

Si la masse monétaire supplémentaire commençait à circuler plus rapidement dans l'économie, le risque d'inflation augmenterait. Mais créer une demande d'argent, peut-être de manière contre-intuitive, n'est pas aussi facile que de créer l'offre. La Fed peut, avec une relative facilité, réduire les taux d'intérêt et

augmenter la masse monétaire. Mais créer de la demande nécessite que les agents économiques anticipent qu'emprunter de l'argent et l'investir dans l'économie réelle soit rentable.

À ce jour, l'économie mondiale s'est redressée, mais l'offre de biens et de services dans les pays développés reste largement supérieure à la demande. Le fait que la récession actuelle provoquée par la COVID-19 ait frappé simultanément les économies du monde entier complique encore la relance de la demande. L'écart de production mondial est actuellement important et le chômage est élevé à travers le monde. Il est peu probable que des pressions sur les coûts (c'est-à-dire l'inflation) se fassent sentir tant que le taux de chômage ne sera pas revenu aux niveaux d'avant la pandémie et bien que la situation sur le front de l'emploi s'améliore, il reste encore un long chemin à parcourir.

Selon nous, la confiance dans l'économie mondiale augmentera quand que des traitements et des vaccins contre la COVID-19 seront mis au point. Mais même avec des scénarios optimistes pour la distribution de vaccins, il faudra plusieurs années de forte croissance économique pour combler l'écart entre l'offre et la demande. Parmi les grandes économies mondiales, seule la Chine devrait retrouver complètement les niveaux de PIB d'avant la crise de la COVID-19 d'ici la fin de l'année, les États-Unis d'ici l'année suivante et l'Europe seulement entre 2022 et 2024.\*\*

## Une hausse modeste est probable

Bien que les conditions économiques ne soient pas réunies pour une augmentation durable de l'inflation au niveau mondial, nous pensons que l'inflation pourrait connaître des hausses périodiques. Le choc subi par l'économie mondiale a été très important et des perturbations de l'offre dans certains secteurs pourraient entraîner une hausse des prix. En outre, les gouvernements devront gérer la transition entre les mesures de relance budgétaire et la croissance du secteur privé et le moment ne sera pas idéal. Les autorités, y compris les banques centrales, sont plus susceptibles d'être généreuses que prudentes, ouvrant la porte à une relance excessive de peur de ne pas en faire assez.

Nous pensons que les législateurs américains continueront à adopter des mesures de relance budgétaire supplémentaires pour soutenir la croissance économique tant que la pandémie de COVID-19 persistera. Toutefois, après les élections américaines, l'ampleur de ces dépenses pourrait être plus modeste que ce que le marché prévoyait. Le montant de la relance budgétaire sera probablement plus proche des 1 000 milliards de dollars que des 2 000 à 3 000 anticipés si les démocrates avaient pris le contrôle du Congrès et remporté la présidence. Nous pensons néanmoins que le rythme de variation des mesures de relance est plus important que leur montant total. En effet, si aucune autre mesure supplémentaire n'est prise d'ici la fin de l'année, cela pourrait créer un rythme de variation nettement négatif et déprimer la reprise et l'inflation, les effets des programmes existants commençant à s'amenuiser.

En fin de compte, nous pensons que l'IPC américain pourrait atteindre 2-2,5 % au premier semestre 2021, soit un niveau proche de ce qu'il était avant la pandémie. Bien que cela représente une augmentation marquée par rapport aux niveaux actuels, nous pensons qu'il s'agit d'une augmentation temporaire : L'IPC est calculé en variation annuelle et le niveau de 2020 est faible, en raison des prix négatifs (bien que brefs) du pétrole en début d'année ou de l'effondrement de la demande de biens et de services, L'inflation globale devrait donc être plus élevée en variation annuelle en 2021 sans que cela indique un changement de régime vers une inflation plus élevée.

## Un peu d'inflation réduira le risque plus dangereux que constitue la déflation

Les taux directeurs évoluent dans une trajectoire baissière depuis des décennies sans toutefois permettre de trouver un niveau qui puisse réussir à créer une demande de crédit soutenue. Si la reprise actuelle en Europe et aux États-Unis ne peut pas se maintenir, si la politique monétaire n'est pas suffisamment accommodante pour stimuler la croissance ou l'inflation, alors la stagnation à long terme, déjà bien ancrée au Japon et en Europe, deviendra une préoccupation plus importante aux États-Unis avec peu de solutions pour en sortir.

L'alternative, à savoir un certain niveau d'inflation, contribuerait grandement à rassurer les banques centrales et le marché sur le fait que la croissance économique à long terme ne risque pas de stagner. Plus concrètement, les taux d'intérêt nuls et négatifs limitent la capacité des banques centrales à gérer leurs économies par le biais de la politique monétaire. C'est pourquoi, un certain niveau d'inflation, qui permettrait des taux d'intérêt nominaux plus élevés (tout en maintenant les taux d'intérêt réels bas) serait

bien accueilli par les banques centrales. C'est particulièrement vrai en dehors des États-Unis, car les forces désinflationnistes sont davantage ancrées en Europe et au Japon depuis longtemps.

## Les indicateurs sous surveillance

Le problème avec l'inflation est qu'au moment où elle est présente, il est déjà trop tard pour y remédier. À court terme, la perspective d'une inflation soutenue semble peu probable en raison des taux de chômage élevés et des économies qui continuent à combler la production perdue. Toutefois, à mesure que la reprise progresse, nous devons rester attentifs aux signaux pointant vers une perspective plus inflationniste.

La croissance de la masse monétaire et la vitesse de celle-ci sont des indicateurs à la fois pertinents et facilement disponibles. Milton Friedman, l'un des pères du courant « monétariste », aurait déclaré que « l'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire ». Dans sa forme la plus simple, ce courant économique stipule qu'à mesure que l'offre de monnaie augmente, le niveau des prix dans l'économie fait de même (en supposant que le volume des transactions et la valeur économique demeurent constants). Ou, pour le dire très simplement, si vous doublez la masse monétaire, alors, toutes choses égales par ailleurs, attendez-vous à de l'inflation.

Comme nous l'avons vu précédemment, alors que la masse monétaire a augmenté dans le monde entier en raison des mesures monétaires et budgétaires, la vitesse de circulation a diminué d'un montant égal compensant cette augmentation. À mesure que la reprise économique se concrétise, nous devrions nous attendre à une baisse de la croissance de la masse monétaire ainsi qu'à une augmentation de la vitesse de circulation. Nous devrions nous méfier des perspectives d'inflation dans les mois à venir si la croissance de la masse monétaire devait se maintenir à des niveaux élevés malgré une normalisation de la vitesse de circulation.

Bien que moins probable, un autre indicateur des risques de hausse de l'inflation est d'ordre politique. L'élection américaine semble la plus susceptible d'amener les partis politiques à partager le contrôle de la politique économique avec un Sénat contrôlé par les républicains, limitant ainsi la capacité de dépense des démocrates. Le parti démocrate pourrait toutefois prendre le contrôle du Sénat et considérer que des taux d'intérêt bas permettent de dépenser sans conséquence.

En fait, et contrairement à sa réputation, l'administration républicaine en place enregistrait déjà en 2019 le plus grand déficit budgétaire. Quelle que soit l'issue du scrutin, il faut donc s'attendre à des dépenses publiques financées par d'importants montants de dette. Cette tendance vers des dépenses publiques débridées a même son propre courant économique, plus récent et toujours controversé, connu sous le nom de théorie monétaire moderne (MMT), qui stipule que le gouvernement d'un pays ayant sa propre monnaie est limité dans sa capacité à dépenser uniquement par l'inflation. Mais comme nous l'avons indiqué, lorsque l'inflation apparaît, il est déjà trop tard et les investisseurs obligataires sont bien connus pour être sceptiques quant à la capacité des responsables politiques à se retenir dans de telles conditions. Si le marché commence à anticiper des dépenses budgétaires sans limites, il pourrait commencer à intégrer dans les prix des niveaux d'inflation plus élevés.

Les prix des matières premières sont selon nous une autre variable à surveiller. Les matières premières sont un élément fondamental pour déterminer le prix des biens et peuvent donc être considérées comme un indicateur avancé de l'IPC. Le graphique 2 montre un indice des prix des matières premières qui semble non seulement avoir atteint un creux cyclique, mais aussi être en hausse rapide. Il convient toutefois de noter que si les prix des matières premières peuvent à eux seuls faire augmenter le taux d'inflation d'une économie, sans augmentation concomitante des revenus permettant de faire face à la hausse des prix, ces mouvements finissent par s'auto-limiter puisqu'ils agissent comme une taxe sur les dépenses.

## Graphique 2 : les prix des matières premières de base semblent croître rapidement

### % variation des prix des matières



Source : Bloomberg, Janus Henderson Investors, du 1er janvier 1998 au 31 octobre 2020.

Remarque : Prix des matières premières industrielles (CRB), données mensuelles, variation en pourcentage par rapport à l'année précédente

## Positionner les portefeuilles dans un contexte de faible rendement et d'inflation modérée

Comme il faudra du temps pour combler l'écart entre l'offre et la demande, et que la Fed voudra probablement voir cet écart devenir négatif avant d'augmenter les taux d'intérêt, nous pensons que la politique monétaire demeurera accommodante jusqu'à ce que les taux soient relevés. Normalement, la volonté d'accroître l'inflation devrait exercer une pression sur les taux d'intérêt à plus longue échéance, et nous pensons que les rendements des bons du Trésor américain à 10 ans-pourraient atteindre 1 % ou un peu plus, à mesure que l'économie et l'inflation se redressent. Mais nous pensons que des niveaux sensiblement plus élevés sont peu probables à court terme en raison de la promesse de la Fed de maintenir des taux bas pour soutenir la reprise économique et l'emploi.

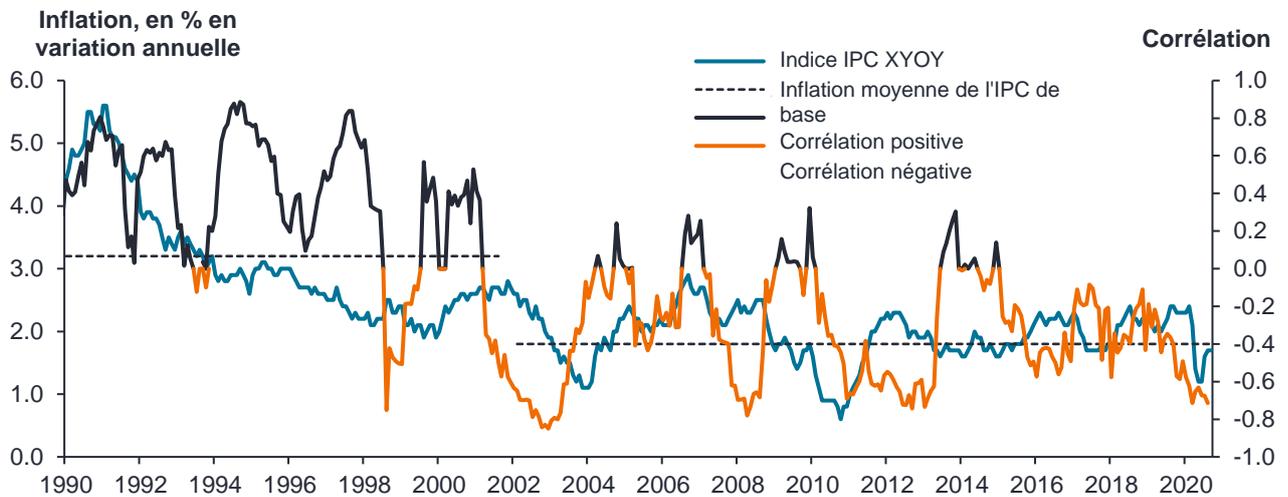
Une hausse des rendements est cependant possible. Si la perspective de dépenses importantes et prolongées financées par le déficit, soutenues par l'assouplissement quantitatif, finit par s'imposer, les marchés pourraient prendre peur et les rendements à 10 ans- se diriger vers la fourchette de 1,25 à 1,50 %, voire plus. Indépendamment de la probabilité que ce scénario ou d'autres se concrétisent, nous pensons que les investisseurs devraient examiner attentivement les conséquences de taux d'intérêt plus élevés sur leur exposition. Les niveaux absolus des rendements sont historiquement bas et ne rémunèrent donc pas beaucoup les risques de hausse de l'inflation ou des rendements, quelle qu'en soit la cause. Selon nous, les investisseurs doivent passer en revue leurs portefeuilles et redoubler d'efforts pour trouver des sources de revenus et parvenir à les diversifier.

L'exposition aux taux flottants ou à des instruments comme les bons du Trésor protégés -contre l'inflation (TIPS) pourraient aider à se prémunir contre les perspectives d'augmentation des taux alimentées par un accroissement des anticipations d'inflation. Les marchés du crédit, y compris les marchés des obligations d'entreprises et les secteurs titrisés comme les titres- adossés à des hypothèques (MBS), pourraient tirer leur épingle du jeu dans un environnement marqué par une inflation légèrement plus élevée et une quête de rendement qui reste forte. Si la durée des obligations d'entreprises du segment investment grade est relativement élevée par rapport aux niveaux historiques, la combinaison de ces expositions avec des produits à durée plus faible pourrait se traduire par des portefeuilles plus solides sur une base ajustée du risque-.

Les investisseurs doivent également prendre en compte l'équilibre entre les obligations et les actions lorsqu'ils évaluent les risques et la diversification de leurs portefeuilles. Certains éléments indiquent que la corrélation à long terme - entre les actions et les obligations est liée aux niveaux d'inflation. Selon le graphique 3, c'est lorsque l'inflation diminue que la corrélation est la plus négative (le degré de diversité) entre les actions et les obligations. Une nouvelle baisse de l'inflation pourrait de nouveau réduire cette

corrélation, alors qu'une hausse pourrait la rendre plus positive, limitant ainsi les avantages d'un portefeuille « diversifié » d'actions et d'obligations.

Graphique 3 : Corrélation entre les actions américaines et les bons du Trésor à 10 ans



Source : Bloomberg, Janus Henderson Investors, au 30 septembre 2020.

Remarque : Inflation basée sur l'IPC américain des dépenses de consommation en zone urbaine moins l'alimentation et l'énergie, en variation annuelle, non corrigé des variations saisonnières ; les actions américaines sont représentées par l'indice S&P500, les bons du Trésor américains génériques de 10 ans-, corrélation basée sur les 12 mois précédents.

Les opinions ci-dessus sont celles des équipes et ne doivent pas être interprétées comme des conseils et peuvent ne pas refléter d'autres opinions de la société.

Comme nous avons en fin de compte une opinion positive sur les perspectives de l'économie mondiale et que nous pensons que l'inflation restera probablement contenue pour le moment, nous pensons que ces scénarios n'auront pas trop d'incidence sur les performances des obligations de bonne qualité. Toutefois, il sera difficile de générer des performances exceptionnelles étant donné les valorisations de départ qui inciteront probablement de nombreux investisseurs à se tourner vers les secteurs bénéficiant d'une légère hausse de l'inflation et offrant des revenus supplémentaires.

\* L'Investment Strategy Group (ISG) regroupe des professionnels de la gestion de notre plateforme obligataire internationale ainsi que des experts externes, offrant un forum de recherche et de débat sur les domaines clés de l'allocation d'actifs obligataires et de la macroéconomie (taux/devises). Les deux sous-groupes ont été mis en place pour recueillir les meilleures idées à l'échelle mondiale, en aidant les gérants de portefeuilles à prendre des décisions en matière de positionnement et d'allocation des risques.

ISG Insight a pour ambition de proposer des débats sur l'actualité récente au sein du groupe.

\*\*Deutsche Bank, Janus Henderson Investors, Bloomberg, octobre 2020.

## Informations importantes

À l'usage exclusif des investisseurs institutionnels, professionnels, qualifiés et avertis, des distributeurs qualifiés, des investisseurs et des clients wholesale, tels que définis par le territoire applicable. Document non destiné à être communiqué ou distribué au grand public.

Les points de vue présentés s'entendent à la date de publication. Ils sont uniquement destinés à des fins d'information et ne doivent pas être utilisés ou interprétés comme un conseil fiscal, juridique ou d'investissement ou une offre de vente, une sollicitation d'une offre d'achat ou encore une recommandation d'achat, de vente ou de détention d'un titre, d'une stratégie d'investissement ou d'un secteur du marché. Aucune des informations contenues dans ce document n'est réputée constituer une disposition directe ou indirecte de services de gestion d'investissement spécifiques à l'une des exigences des clients. Les opinions et les exemples constituent une illustration des thèmes généraux et n'indiquent pas une intention de négociation, peuvent être modifié(e)s à tout moment et peuvent ne pas refléter les opinions des autres collaborateurs de la société. Le présent document n'est pas destiné à indiquer ou impliquer que l'une des illustrations/l'un des exemples mentionné(e)s est actuellement, ou a été par le passé, détenu(e) au sein de l'un des portefeuilles. Aucune des prévisions ne sont garanties et nous ne garantissons pas que les informations fournies soient exhaustives ou opportunes, ni n'émettons aucune garantie à l'égard des résultats obtenus suite à leur utilisation. Janus Henderson Investors est la source des données, sauf indication contraire, et a des raisons suffisantes de croire que les informations et les données provenant de tiers qu'il utilise sont fiables. **Les performances passées ne sont pas des indicateurs fiables des performances futures. Investir comprend des risques, dont une éventuelle perte de capital et une fluctuation de valeur.**

Tous les produits ou services ne sont pas disponibles dans toutes les juridictions. Ce document ou les informations qu'il contient peuvent faire l'objet de restrictions légales, et ne peuvent être reproduits ou mentionnés sans autorisation écrite expresse ou utilisés dans toute juridiction ou circonstance où leur utilisation serait illégale. Janus Henderson n'est pas responsable de la distribution illégale de ce document à des tiers, dans son intégralité ou en partie. Le contenu n'a pas été approuvé ou avalisé par l'un des organismes de réglementation.

Janus Henderson Investors est le nom sous lequel les produits et services d'investissement sont fournis par les entités identifiées en Europe sous Janus Capital International Limited (n° de reg. 3594615), Henderson Global Investors Limited (n° de reg. 906355), Henderson Investment Funds Limited (n° de reg. 2678531), Henderson Equity Partners Limited (n° de reg. 2606646), (chacune enregistrée en Angleterre et au Pays de Galles au 201 Bishopsgate, Londres EC2M 3AE et réglementée par la Financial Conduct Authority) et Henderson Management S.A. (numéro de registre B22848 au 2 rue de Bitbourg, L-1273, Luxembourg et réglementé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier).

Henderson Management S.A. est autorisée à exercer ses activités en France par le biais de sa filiale française conformément aux dispositions du mécanisme de passeport européen pour les prestataires de services d'investissement institué par la Directive 2004/39 du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers. La filiale française de Henderson Management S.A. est enregistrée en France en tant que société anonyme d'un État membre de la CE ou d'un État partie à l'accord sur l'Espace économique européen, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 848 778 544 et dont le siège social est sis au 32, rue des Mathurins, 75008 Paris, France.

Janus Henderson est une marque déposée de Janus Henderson Group plc ou de ses filiales. © Janus Henderson Group plc.