

Des attentes importantes en matière d'inflation

Juin 2021

Pour les investisseurs professionnels uniquement | A des fins promotionnelles | Ne pas distribuer

L'indice des prix à la consommation a enregistré une hausse de 5 % en glissement annuel en mai 2021 aux États-Unis, et l'inflation est au cœur des préoccupations des investisseurs. Dans cet article, les gérants de portefeuille Helen Anthony et Andrew Mulliner tentent d'analyser si nous sommes face à un phénomène permanent ou temporaire. Ils abordent notamment les points suivants :

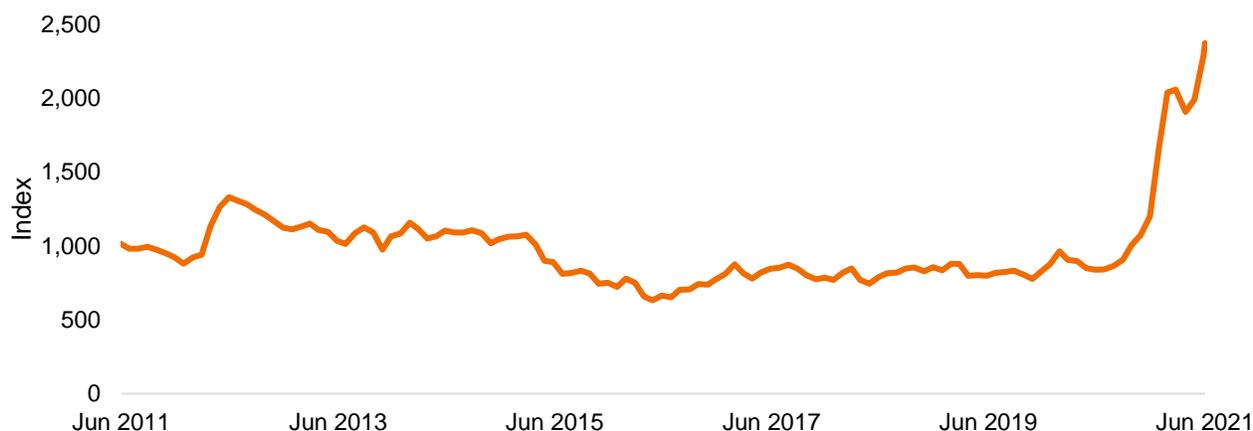
- ▶ L'impact des prix des matières premières et des perturbations dans les chaînes d'approvisionnement
- ▶ Ce que la ventilation de l'inflation nous apprend sur les pressions sous-jacentes sur les prix ?

Les déséquilibres peuvent-ils se rectifier d'eux-mêmes ?

Après l'effondrement de l'inflation observé lors du choc lié à la pandémie l'année dernière, il n'est pas surprenant qu'elle rebondisse en 2021. Les prix des matières premières ont été particulièrement touchés, la paralysie soudaine de l'économie mondiale en 2020 ayant entraîné un excédent d'offre spectaculaire. Dans les différents pays, la distanciation sociale a entraîné une évolution de la demande des consommateurs au profit des biens et au détriment des services. La réouverture récente d'une grande partie de l'économie mondiale a entraîné une hausse massive de la demande que les marchés des matières premières ont du mal à absorber. L'ampleur du bouleversement est évidente, les prix des matières premières et à la production ayant considérablement augmenté au cours des 12 derniers mois. Le manque d'élasticité de l'offre de nombreuses matières premières n'a pas pu suivre l'augmentation de la demande ; par exemple, l'ouverture et la fermeture des mines prennent du temps.

En plus de l'impact des prix élevés des matières premières, l'amplitude extrême entre les pics d'activité économique l'année dernière a perturbé les chaînes d'approvisionnement. Habituellement, l'équilibre des chaînes d'approvisionnement à travers le monde est fragile, le transport maritime et le fret conteneurisé fonctionnant selon des calendriers très précis. L'évolution de la demande de divers produits et les écarts dans les réponses à la pandémie en fonction des pays ont déséquilibré le système, ce qui provoqué des problèmes logistiques puisque les conteneurs et les transporteurs se sont souvent trouvés dans les mauvaises zones. Cette situation a entraîné une hausse des frais de transport (graphique 1) et un allongement des délais de livraison, ce qui s'est traduit à la fois par une augmentation des coûts au niveau de la chaîne d'approvisionnement et par des limites de capacité, contribuant ainsi à l'augmentation des coûts des biens disponibles.

Graphique 1 : Shanghai Shipping Exchange China Export Containerised Freight Index (indice de fret conteneurisé à l'exportation)



Source : Bloomberg, du 4 juin 2011 au 4 juin 2021

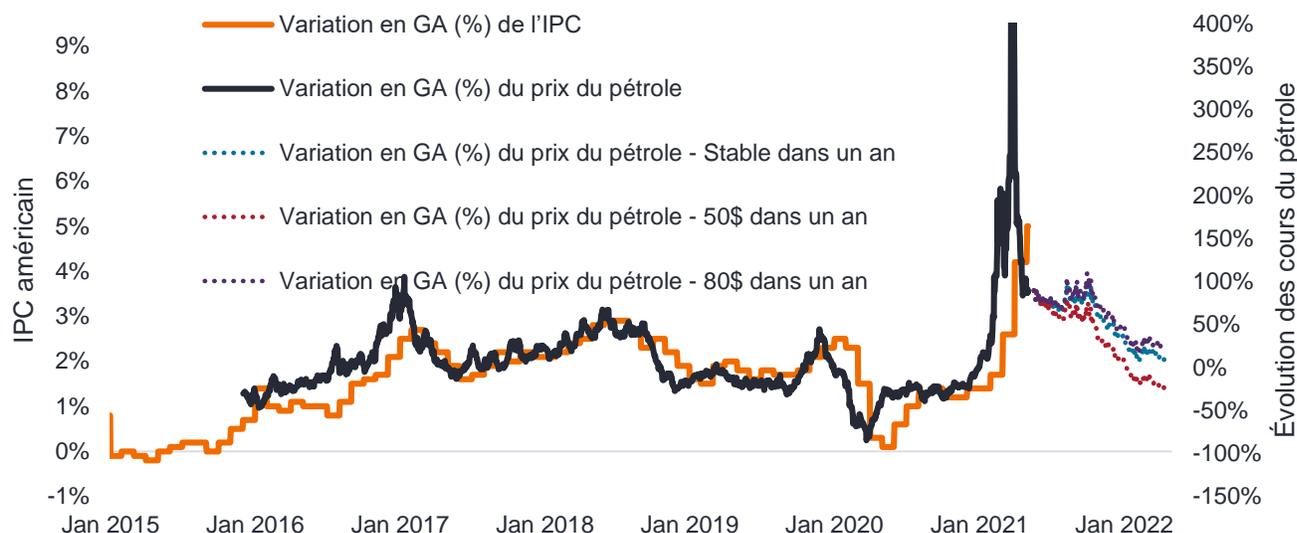
En fin de compte, la hausse des prix encourage l'offre et freine la demande. Nous pensons que les pressions sur l'inflation s'atténueront à mesure que le monde retrouvera un équilibre économique plus prévisible et plus stable, mais cela prendra du temps. Ce qui favorise actuellement l'inflation devrait la contenir à l'avenir lorsque le système se normalisera au cours des prochains trimestres.

De facteur de soutien à frein potentiel

Les fluctuations des prix des matières premières peuvent avoir une incidence sur l'inflation globale, mais à moins que ces prix n'augmentent de manière constante à l'avenir, les facteurs de soutien inflationnistes observés cette année deviendront des freins potentiels l'année prochaine. Prenons l'exemple du pétrole, dont la variation en glissement annuel (GA) était à son apogée un an après que le cours du pétrole ait atteint son plus bas niveau à environ 20 dollars le baril en avril 2020 ; ce facteur de soutien pour l'inflation deviendra un frein potentiel au cours des trimestres à venir. Comme le montre le graphique ci-dessous, la variation en GA du prix du pétrole donne une bonne idée de l'orientation de l'inflation, l'IPC américain en GA suivant la variation sur 12 mois du cours du pétrole (courbe noire). Si l'on envisage dès lors un éventail de scénarios, cela impliquerait des pressions baissières sur l'IPC américain en GA et, dans le scénario où le cours du pétrole reste inchangé, l'inflation globale serait estimée à environ 2 % en avril 2022.

Notre scénario de base prévoit une certaine stabilité du cours du pétrole l'année prochaine. Il est important de noter que l'accord de ces dernières années entre les membres de l'alliance l'OPEP+ a limité la quantité de pétrole que les pays peuvent extraire et que, par conséquent, l'offre a toujours la capacité d'augmenter. En outre, l'augmentation du nombre d'appareils de forage de gaz de schiste aux États-Unis contribue à stimuler l'offre, ce qui, selon nous, devrait atténuer les pressions sur les cours à l'avenir.

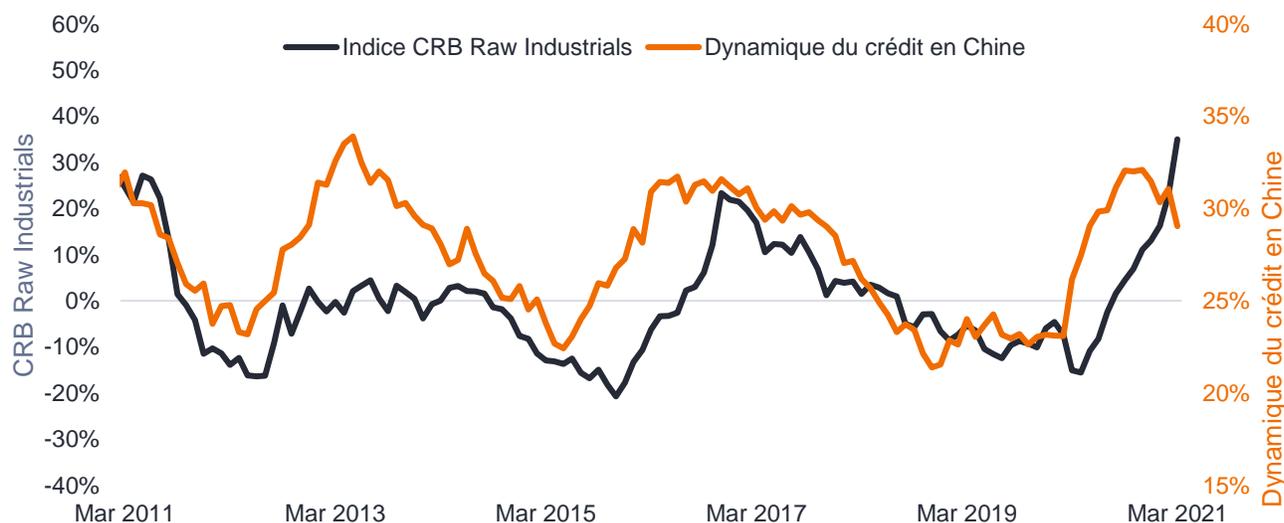
Graphique 2 : Les effets de base vont s'estomper en dépit des cours élevés du pétrole



Source : Janus Henderson Investors, Bloomberg, au 31 mai 2021. Les courbes en pointillés ne sont que des prévisions et ne doivent pas être considérées comme exactes.

L'une des difficultés de ces perspectives est que les prix des matières premières pourraient continuer à augmenter à ce stade du cycle. Si l'on examine les conditions propices à une hausse de l'inflation, on peut prédire que celle-ci interviendrait très probablement en période de forte croissance. Il est difficile d'imaginer une accélération de l'inflation en cas de ralentissement de la croissance. L'économie chinoise figure parmi les facteurs clés de la croissance mondiale. Il est intéressant de relever que les conditions se resserrent sur le marché chinois (comme en témoigne le ralentissement de la croissance du crédit représenté par la dynamique du crédit en Chine dans le graphique 3) ; si l'on en croit les antécédents historiques, cette situation va brider les prix des matières premières et potentiellement juguler les pressions inflationnistes. Les épisodes de reflation passés, en 2012 et 2016, ont coïncidé avec une forte croissance du crédit en Chine. Cela contraste avec l'environnement actuel où la dynamique du crédit en Chine a atteint un pic en fin d'année dernière. Par ailleurs, la Chine a récemment plafonné les prix du charbon afin de réduire des coûts énergétiques obstinément élevés.

Graphique 3 : Indice CRB Raw Industrials (matières premières) et Dynamique du crédit en Chine, variation en GA (%)



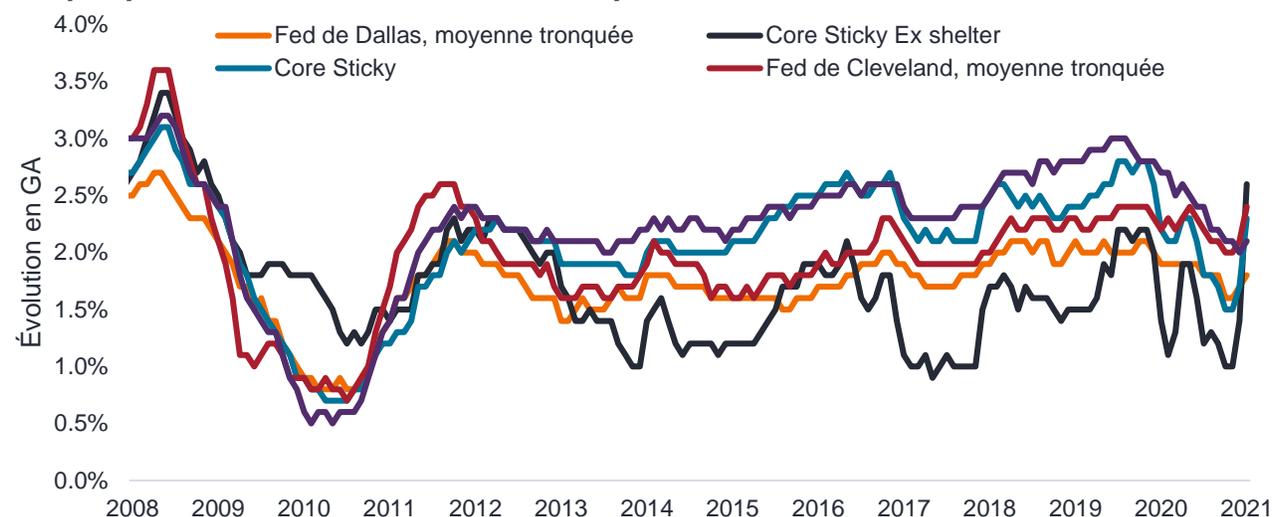
Source : Janus Henderson Investors, Bloomberg, CRB = Commodities Research Bureau, entre le 31 mars 2011 et le 31 mars 2021

Inflation : durable ou provisoire ?

Il est important d'examiner soigneusement les causes de la hausse des prix. En effet, l'inflation est une hausse durable du niveau général des prix, et non un choc ponctuel. À l'heure actuelle, les hausses de l'indice d'inflation s'expliquent essentiellement par d'importantes variations des tarifs aériens et des prix des véhicules d'occasion (aux États-Unis), ce qui est symptomatique des variations des prix relatifs (par exemple, les perturbations de l'offre de véhicules neufs qui font grimper les prix des véhicules d'occasion) et non par l'inflation. Pour se faire une idée du phénomène, on peut considérer l'ampleur de l'évolution des prix, comme le montre le graphique 4.

- Il peut être utile d'éliminer les composantes volatiles en examinant l'inflation sous-jacente – qui exclut les coûts de l'alimentation et de l'énergie – même si, en raison de la nature de la pandémie, certains prix qui seraient normalement considérés comme plus stables (tels que les prix des véhicules d'occasion et des billets d'avion) sont devenus beaucoup plus volatils.
- L'examen des mesures médianes ou de la moyenne tronquée élimine l'impact des déviations importantes (positives comme négatives) et fournit un indicateur plus conforme à la définition d'une hausse durable des prix au sens large. La mesure de la moyenne tronquée est une moyenne qui exclut les 8 % supérieurs et inférieurs de la distribution.

Graphique 4 : Mesures alternatives des pressions inflationnistes



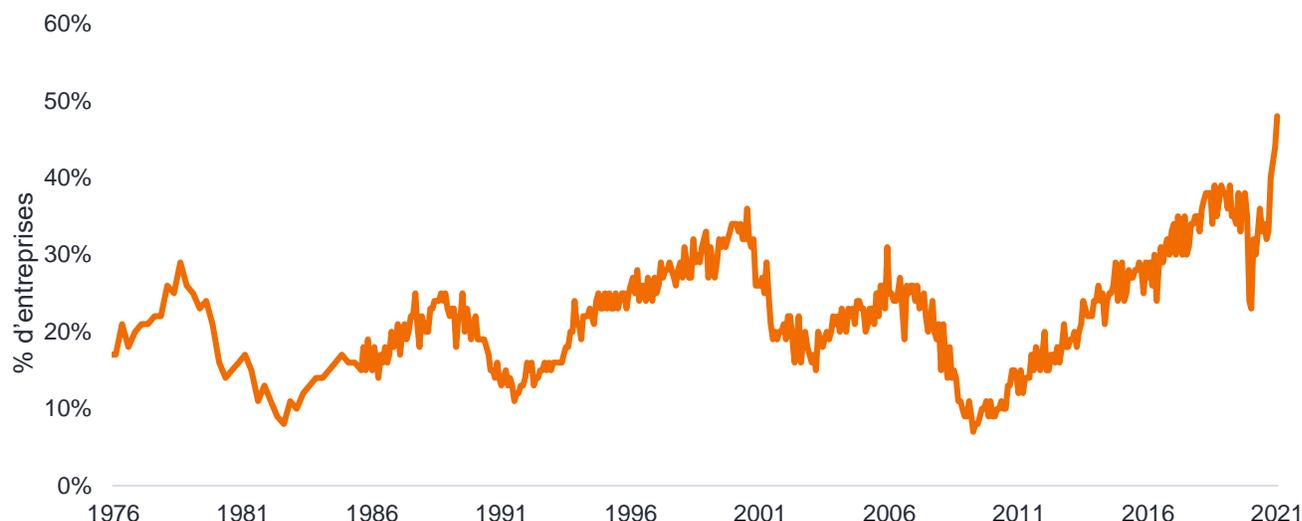
Source : Bloomberg, du mercredi 30 avril 2008 au vendredi 30 avril 2021

Si l'on considère les prix à la consommation sous cet angle, ils augmentent, mais restent dans la fourchette (1,5 % à 3,0 % en GA) des mesures enregistrées ces dix dernières années.

Hausse des salaires

L'inflation peut se révéler plus durable si les hausses de prix sont compensées par une augmentation des salaires, sinon une accélération de l'inflation joue le rôle de taxe sur la consommation. Le graphique suivant (graphique 5) montre que les entreprises ont de plus en plus de mal à recruter la main-d'œuvre dont elles ont besoin. Cette situation peut nécessiter une augmentation des salaires pour attirer la main-d'œuvre adéquate.

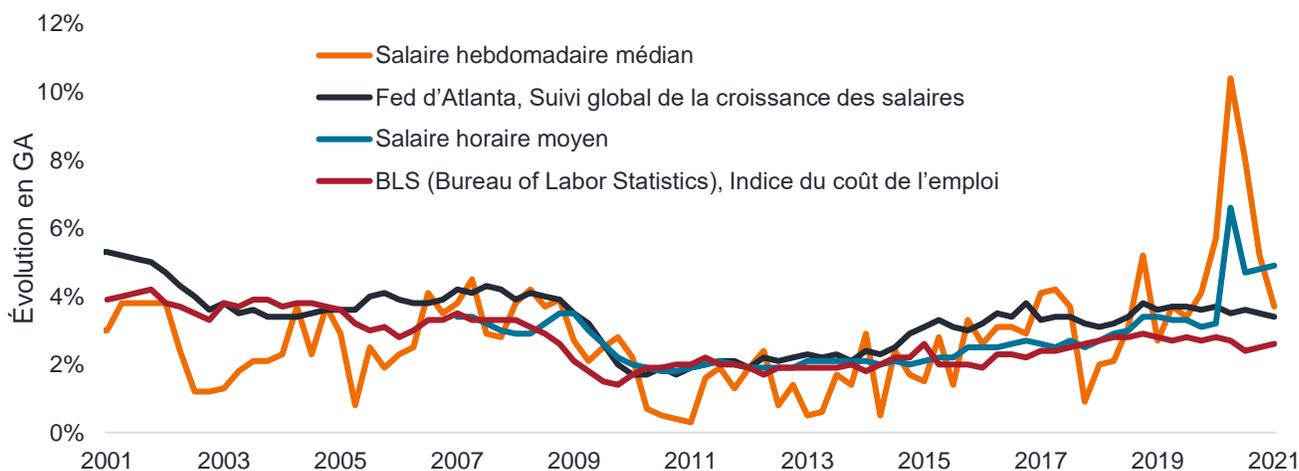
Graphique 5 : Enquête sur les petites entreprises américaines : % des entreprises ayant des postes à pourvoir



Source : Janus Henderson Investors, Refinitiv Datastream. Enquête de la Fédération nationale des entreprises indépendantes (National Federation of Independent Business, NFIB), pourcentage des entreprises déclarant des postes à pourvoir (un ou plusieurs postes difficiles à pourvoir), de décembre 1973 à mai 2021.

Cependant, certaines mesures de l'inflation salariale ont été particulièrement faussées par la pandémie, comme le salaire horaire moyen, en raison d'effets de composition. Les mesures qui tiennent compte de la façon dont les pertes d'emplois ont impacté les bas salaires plus que les hauts salaires n'indiquent en rien une telle hausse (voir graphique 6). Jusqu'à présent, du moins, il ne semble pas que la main-d'œuvre ait obtenu beaucoup de pouvoir de fixation des prix du fait de la pandémie.

Graphique 6 : Pas de spirale salaires/prix sans accélération de l'augmentation des salaires



Source : Bloomberg, US Bureau of Labor Statistics, Réserve fédérale d'Atlanta, du 31 mars 2001 au 31 mars 2021. Le salaire horaire moyen et le salaire médian ont subi une distorsion importante due aux effets de composition.

Le taux de syndicalisation reste faible par rapport aux années 1970, lorsque les salaires augmentaient en même temps que les prix. Il semble que certains grands employeurs rémunèrent davantage leurs employés, en particulier aux États-Unis (comme par exemple Walmart), mais rien n'indique que cette situation soit susceptible de perdurer et cela ne concerne qu'un sous-ensemble relativement restreint de travailleurs. En outre, certaines des perturbations à court terme du marché du travail, à savoir les régimes de chômage technique au Royaume-Uni et les allocations améliorées de 300 dollars par semaine pour les chômeurs aux

États-Unis, seront ou sont en train de s'estomper et les travailleurs devraient réintégrer la population active. En définitive, nous pensons que cela limitera la nécessité pour les entreprises d'augmenter les salaires et réduira donc la pression salariale au cours des prochains trimestres.

Un autre facteur à prendre en compte est l'excédent d'épargne qui a été accumulé pendant la pandémie, en grande partie par les ménages les plus riches, et a été investi dans des actifs financiers tels que les actions ou les logements plutôt que d'être dépensé. Cela ne fait que générer une inflation des prix des actifs, avec un impact minimal sur l'augmentation des salaires. Ce constat est corroboré par la recherche de la Banque d'Angleterre qui montre qu'en moyenne, seuls les ménages les plus riches ont constitué une épargne, tandis que les moins riches ont puisé dans la leur¹.

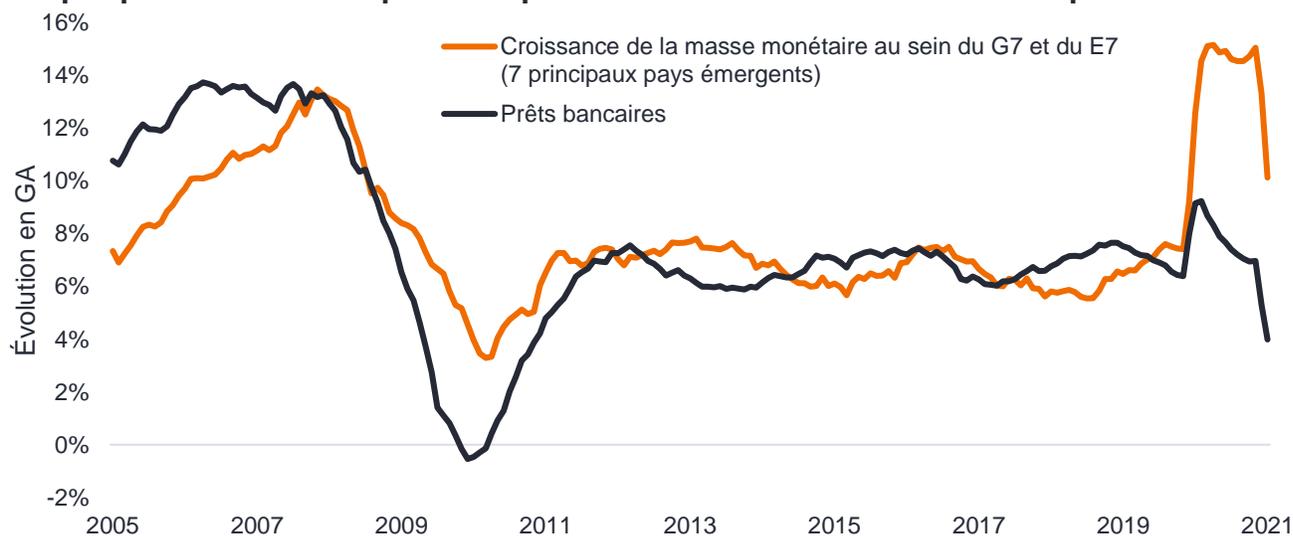
¹Source : Banque d'Angleterre, « Quel a été l'impact de la Covid sur l'épargne des ménages ? », 25 novembre 2020.

Masse monétaire et relance budgétaire – le scénario est-il différent cette fois-ci ?

Pour la première fois depuis la crise financière mondiale, les politiques monétaire et budgétaire sont toutes deux expansionnistes et fonctionnent simultanément, ce qui pourrait entraîner des pressions sur les prix si l'offre ne suit pas. Cela dit, nous devons être conscients de la dette créée par la pandémie qui a été utilisée pour soutenir la consommation actuelle, et qui pourrait freiner la croissance future. De plus, les marchés réagissent au rythme du changement ; l'impulsion de la politique budgétaire est susceptible de se transformer en frein, à moins que les gouvernements ne continuent à dépenser plus que l'année dernière, ce qui est peu probable. L'ampleur des mesures de relance a été sans précédent. Les régimes de chômage technique et les chèques destinés à relancer la consommation ont entraîné une hausse du revenu disponible, ce qui diffère des précédents chocs économiques issus d'une récession. Cette situation, ainsi que les montants record injectés par les banques centrales, par le biais des mesures d'assouplissement quantitatif, ont suscité des inquiétudes quant aux perspectives d'inflation.

La maxime de l'économiste Milton Friedman, selon laquelle l'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire, s'attaque aux risques de dépréciation de la monnaie et d'hyperinflation. Mais elle est trop simpliste. L'augmentation de la masse monétaire a été orientée vers le secteur public pour financer ces programmes d'aide d'urgence, tandis que la demande de crédit du secteur privé a évolué dans la direction opposée, les particuliers utilisant les chèques de relance pour réduire leur dette ou leur envie d'emprunter (graphique 7).

Graphique 7 : L'inflation peut-elle persister sans une offre de crédit importante ?



Source : Janus Henderson Investors, Refinitiv Datastream, G7 = États-Unis, France, Allemagne, Italie, Royaume-Uni, Japon et Canada. E7 = Chine, Inde, Brésil, Mexique, Russie, Corée du Sud et Taiwan. Du 31 avril 2005 au 31 avril 2021.

La croissance de la masse monétaire est en forte baisse, et les prêts bancaires (demande de crédit) ont chuté pour revenir à des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis 2011. Ce constat est corroboré par des données récentes montrant que les excédents de liquidité des banques américaines sont investis sur les marchés financiers et ne sont pas prêtés à l'économie réelle. Il n'est donc pas surprenant que la vitesse de circulation de la masse monétaire M2 ait chuté de manière significative au cours du premier trimestre 2020 et ne se soit pas du tout redressée depuis mars 2020, stagnant à des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis les années 1940².

²Source : FRED, Réserve fédérale de St Louis, Haver Analytics, 27 mai 2021

Bien que nous restions conscients des décalages longs et variables des politiques monétaires pouvant entraîner le report des pressions inflationnistes plutôt que leur destruction, cela ne se manifeste pas encore dans ces indicateurs clés.

La pandémie a-t-elle entraîné un changement de régime ?

RISQUE : Les responsables politiques décideront-ils d'acheter le soutien des électeurs par le biais du déficit budgétaire ? Et l'expansion budgétaire prévue temporairement pourrait-elle devenir permanente ?

Au-delà de la dynamique à court terme, nous devons également nous demander si les forces mondiales qui ont exercé des pressions baissières sur l'inflation sous-jacente ont pu changer. Nombre d'entre elles sont des forces à long terme, qui n'évoluent donc pas rapidement, mais à bien des égards, ces facteurs désinflationnistes à long terme ont été amplifiés plutôt qu'atténués par la pandémie.

- **Les niveaux d'endettement** – depuis le début de la crise de la COVID-19, les niveaux d'endettement ont considérablement augmenté, la dette publique atteignant 105 % du PIB mondial en 2020, contre 88 % en 2019³. Les vastes plans de relance budgétaire mis en place jusqu'à présent ont principalement consisté à emprunter pour soutenir la consommation actuelle, plutôt que de dépenser pour des investissements productifs à long terme. Il en résulte le remboursement du principal et le versement des intérêts qui pèsent sur la consommation future, toutes choses étant égales par ailleurs.
- **Mondialisation et technologie** – l'adoption des technologies a été stimulée par la pandémie, comme par exemple l'accélération de la pénétration des ventes au détail en ligne. Le recours croissant aux technologies et à l'automatisation a pour effet de réduire le pouvoir de négociation des travailleurs. La mondialisation est un processus lent qui peut prendre de nombreuses années ; la plupart des entreprises ne sont pas en mesure de délocaliser rapidement une usine. Dans le même ordre d'idées, il est relativement facile pour les producteurs de se tourner vers des produits/domaines de fabrication moins coûteux compte tenu de la fiabilité des moyens de transport mondiaux. Les volumes d'échanges commerciaux atteignent aujourd'hui des sommets⁴, de sorte que notre opinion n'évoluera que graduellement au niveau macroéconomique, à moins d'un changement de volonté politique en faveur d'un protectionnisme beaucoup plus ancré.
- **Démographie** – dans de nombreux pays, les taux de fécondité ont atteint de nouveau leur niveau plancher en 2020. La démographie joue un rôle important à long terme et, selon nous, la baisse continue des taux de natalité entraînera, à terme, des effets désinflationnistes permanents. On dit souvent que la cohorte actuelle des retraités est inflationniste parce qu'elle consomme plus qu'elle ne produit ; or, les mêmes études montrent également que ce sont les jeunes qui sont les plus inflationnistes⁵. La baisse du taux de natalité signifie un appauvrissement de cette dernière tranche d'âge et donc moins de demande de biens et de services à l'avenir. Une société qui se prépare aux défis du vieillissement de sa population devra tenir compte de la baisse de l'investissement (la dynamique inverse de celle que nous avons connue dans les années 1970 avec les baby-boomers). Il convient de noter que l'âge de la retraite augmente également, les gouvernements reconnaissant que les engagements en matière de retraite ne sont pas viables dans leur structure actuelle. Cela indique une fois de plus que l'épargne augmente et que les investissements diminuent au fil du temps.

³Source : Institute of International Finance ; 17 février 2021

⁴Source : UNCTAD, Global Trade Update, 19 mai 2021

⁵Source : Structure démographique et tendances macroéconomiques (*Demographic structure and macroeconomic trends*), Yunus Aksoy, Henrique S Basso, Tobias Grasl, et Ron P Smith, janvier 2015

QU'EST-CE QUI POURRAIT CHANGER ?

En synthèse, les éléments et les indicateurs présentés semblent indiquer que la reprise de l'inflation sera certes importante, mais qu'elle est de nature cyclique et devrait culminer au cours des prochains trimestres. Cependant, il sera nécessaire de surveiller certains risques susceptibles d'entraîner un changement de régime :

- ▶ Les perturbations des chaînes d'approvisionnement devraient être provisoires, mais l'expérience de la pandémie pourrait être à l'origine d'une tendance à la relocalisation des chaînes d'approvisionnement et au protectionnisme. Les salaires sont un facteur clé à surveiller, de nombreuses entreprises soulignant les difficultés à trouver des travailleurs. Il est possible que certains changements permanents sur le marché du travail aient réduit l'offre de main-d'œuvre ; cela pourrait permettre une pression plus importante sur les salaires, une hausse du coût de la main-d'œuvre et, par là-même, une augmentation des prix.

INFORMATIONS IMPORTANTES

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 dans les juridictions suivantes : (a) **en Europe**, par Janus Capital International Limited (immatriculée sous le numéro 3594615), Henderson Global Investors Limited (906355), Henderson Investment Funds Limited (2678531), Henderson Equity Partners Limited (2606646) - (toutes inscrites et immatriculées en Angleterre et au Pays de Galles, dont le siège social est sis 201 Bishopsgate, Londres EC2M 3AE, et réglementées par la Financial Conduct Authority) et Henderson Management S.A. (B22848, sise 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Luxembourg et réglementée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier). (b) aux **États-Unis**, par des conseillers en investissement enregistrés auprès de la SEC qui sont des filiales de Janus Henderson Group plc. (c) Au **Canada**, les produits et les services sont offerts par l'intermédiaire de Janus Capital Management LLC uniquement aux investisseurs institutionnels dans certaines juridictions. (d) à **Singapour**, par Janus Henderson Investors (Singapore) Limited (199700782N). (e) **Hong Kong** par Janus Henderson Investors Hong Kong Limited. (f) à **Taiwan R.O.C.** par Janus Henderson Investors Taiwan Limited (société indépendante), Suite 45 A-1, Taipei 101 Tower, No. 7, Sec. 5, Xin Yi Road, Taipei (110). Tél : (02) 8101-1001. Licence SICE approuvée numéro 023, délivrée en 2018 par la Commission de surveillance financière. (g) en **Corée du Sud** ce document est publié par Janus Henderson Investors (Singapore) Limited à l'usage exclusif des investisseurs professionnels qualifiés (tels que définis dans la loi relative aux services d'investissements et aux marchés financiers et dans ses dispositions). (h) au **Japon**, par Janus Henderson Investors (Japan) Limited, réglementé par l'Agence des services financiers et enregistré en tant que société d'instruments financiers exerçant des activités de gestion d'investissement, de conseil en investissement et d'intermédiaire et des activités de type II dans le domaine des instruments financiers. (i) en **Australie et en Nouvelle-Zélande** par Janus Henderson Investors (Australia) Institutional Funds Management Limited (ABN 16 165 119 561, AFSL 444266). (j) au **Moyen-Orient**, par Janus Capital International Limited, réglementé par l'Autorité des services financiers de Dubaï en tant que bureau de représentation. Aucune transaction ne sera réalisée au Moyen-Orient et toute demande doit être adressée à Janus Henderson. Les appels téléphoniques sont susceptibles d'être enregistrés pour notre protection mutuelle, pour améliorer notre service client et à des fins de tenue de registre réglementaire.

En dehors des États-Unis : 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.

Janus Henderson, Janus, Henderson, Perkins, Intech, Knowledge Shared et Knowledge Labs sont des marques déposées de Janus Henderson Group plc ou de l'une de ses filiales. © Janus Henderson Group plc.