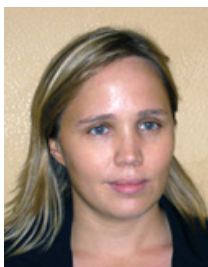


THÉMATIQUE



Valentine AINOUS,
CFA, Responsable adjointe de la
Recherche Stratégie des marchés
développés



Delphine GEORGES,
Stratégiste Senior Taux

« L'inflation n'est pas due à un marché du travail tendu, mais à des goulets d'étranglement et à des pénuries, ainsi qu'à la forte demande » (Jerome Powell)

Malaise grandissant des responsables de la Fed face au dépassement de la cible d'inflation : la prudence devrait rester de mise

Les prix à la consommation aux États-Unis ont bondi à 6,2 % en octobre, leur plus haut niveau en 30 ans ! Cette détérioration des chiffres de l'inflation a poussé les marchés à anticiper une accélération de la réduction des achats de la Fed et un retrait plus rapide des dispositifs de soutien en 2022. Nous nous attendons à ce que la Fed agisse de manière progressive, car le Covid reste un risque majeur et la Fed souhaite voir un taux de participation plus élevé. La Fed adoptera une approche progressive et un changement rapide de stratégie est possible. La dette élevée, les valorisations chères des actifs et les investissements considérables nécessaires pour passer à une économie bas carbone limiteront de manière significative la capacité de la Fed à relever les taux.

Le niveau actuellement élevé de l'inflation est dû à une très forte demande confrontée à des goulets d'étranglement et à des pénuries. La crise du Covid-19 a été marquée, d'une part, par d'impressionnants blocages et perturbations des chaînes d'approvisionnement et, d'autre part, par le soutien sans précédent des gouvernements et des banques centrales. Ces mesures de soutien avaient pour objectif de préserver la demande et de limiter les dégâts économiques à long terme. Pour les banquiers centraux et les investisseurs obligataires, le grand défi pour 2022 sera de prédire (1) le niveau de

persistance des contraintes d'offre et des confinements, (2) la durabilité de la demande et (3) leurs effets conjoints sur l'inflation et la croissance. En effet, il est crucial de déterminer quelles seront les conditions sur le marché du travail et quels seront les moteurs de l'inflation : les coûts et/ou la forte demande. Ces points seront déterminants dans la réaction de la Fed face à cet environnement plus inflationniste. Les hausses de taux ne peuvent pas régler les chocs de l'offre. En outre, pour la Fed, il convient de faire preuve de « patience » pour déterminer l'état réel de l'économie et évaluer les éventuels changements structurels.

Les pressions inflationnistes américaines devraient s'atténuer en début 2022, si la pandémie reste sous contrôle

Nous nous attendons à ce que les pressions inflationnistes restent supérieures à 5 % jusqu'à la fin de l'année et au premier trimestre, avant de commencer à s'atténuer au deuxième trimestre 2022, à mesure que les goulets d'étranglement des chaînes d'approvisionnement se résorbent et que la demande se normalise. Pour autant,

l'inflation sous-jacente des dépenses de consommation des particuliers devrait rester supérieure à l'objectif de 2 % fixé par le FOMC tout au long de l'année prochaine. Nous anticipons une inflation sous-jacente à 2,4 % à la fin de 2022, avec des risques toujours orientés à la hausse.

— À moins d'une résurgence mondiale des cas de Covid, les goulets d'étranglement de l'offre devraient se résorber en début 2022, car :

- Les données de mobilité en Asie se sont améliorées à mesure que le rythme des vaccinations s'est accéléré.
- Joe Biden a fait de la résilience des chaînes d'approvisionnement une priorité absolue. Mesure emblématique : le port de Los Angeles fonctionne désormais 24 heures sur 24.
- On observe généralement une baisse saisonnière de l'activité portuaire aux États-Unis en février et mars. La période allant d'août à début novembre est généralement la saison la plus active, les détaillants se préparant pour les fêtes. Cette baisse saisonnière du niveau d'activité pourrait contribuer à normaliser les stocks.
- Les prix du fret maritime ont commencé à reculer. L'indice du trafic maritime de vrac sec de la Bourse Baltique a atteint son plus bas niveau depuis début juin, en raison d'une baisse de la demande sur les segments capesize et panamax.

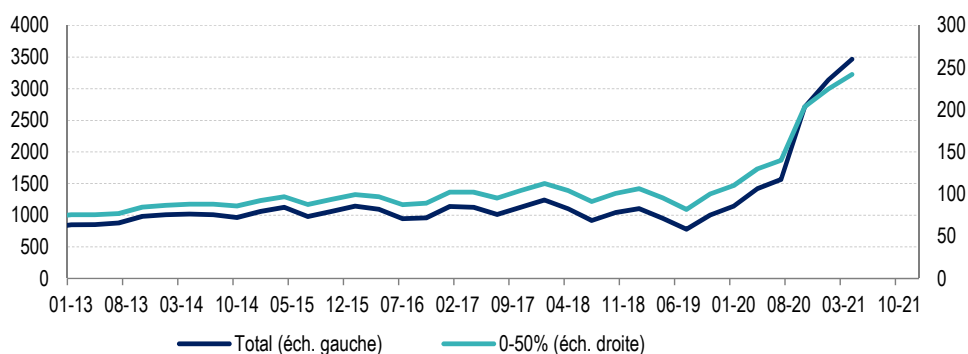
— La demande de biens devrait se normaliser en début 2022 avec la disparition des dispositifs de soutien publics :

- Le soutien important à la consommation assuré par les réserves de liquidités accumulées pendant la pandémie devrait s'estomper. Les « excédents d'épargne » des ménages américains sont tombés à 1 300 milliards de dollars fin septembre, soit 7,3 % du revenu disponible sur une base annuelle, ce qui n'est que légèrement supérieur à leur niveau d'avant la pandémie. Globalement, on peut considérer que 2,4 trilliards de dollars de surplus d'épargne ont été accumulés pendant la pandémie. Toutefois, nous estimons que seuls 20 % de ce surplus, soit 0,5 trilliard, sont détenus par les deux quintiles inférieurs réunis.

THÉMATIQUE

« Il est très difficile de prévoir la durée des contraintes d'offre ou leurs effets sur l'inflation. Les chaînes d'approvisionnement mondiales sont complexes. »
(Jerome Powell)

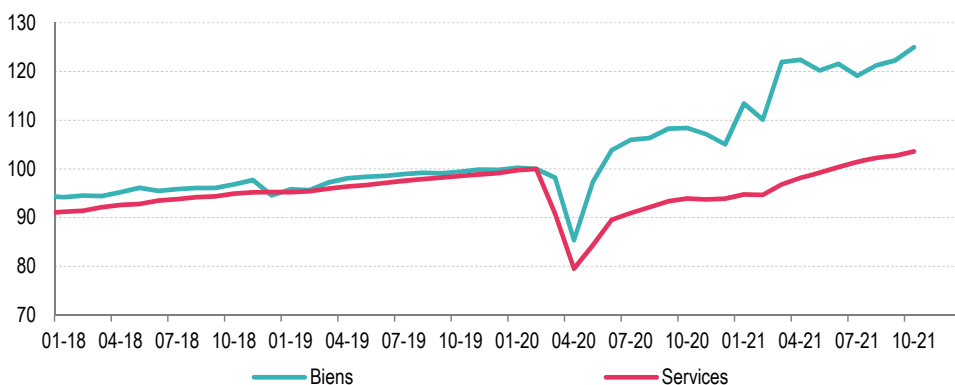
1/ Dépôt des ménages américains au total et par groupe de revenu (en milliards de dollars)



Source: Bloomberg, Recherche Amundi - données au 1 avril 2021

- La surconsommation de biens par rapport aux services devrait diminuer avec la réouverture des économies. Les consommateurs américains se sont lancés dans une « frénésie de dépenses » alimentée en partie par les programmes de relance et ont privilégié les achats de biens aux dépenses de services. En effet, en 2021, les consommateurs américains auront

2/ Consommation des ménages (base 100 à déc. 2019)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 31 octobre 2021

« Nous ne disposons pas d'outils permettant d'alléger les contraintes d'approvisionnement »
(Jerome Powell)

dépensé 20 % de plus en biens durables et non durables qu'en 2019.

- Les stocks devraient bientôt revenir à des niveaux normaux. Les stocks des entreprises (hors automobiles et autres véhicules à moteur) ont enregistré une hausse vigoureuse au cours des derniers mois (+0,7 % en glissement mensuel moyen en 2021 contre +0,2 % en moyenne en 2017-2019). Les stocks américains ont déjà dépassé les niveaux d'avant la crise, les détaillants s'attendant à une excellente saison des fêtes. À l'opposé, les détaillants de véhicules automobiles ont continué à lutter pour se réapprovisionner dans un contexte de pénurie mondiale de semi-conducteurs, qui a réduit la production.
- Au niveau mondial, le ralentissement de l'économie chinoise joue un rôle clé et doit être surveillé. Un affaiblissement de la demande mondiale atténuerait la pression inflationniste.
- La poursuite de l'accélération des salaires dépend largement de la durée des pénuries de main-d'œuvre.** Le marché du travail américain est actuellement en pleine effervescence : les offres d'emploi sont au plus haut tandis que le taux de démission n'a jamais été aussi élevé. Les salaires augmentent fortement, mais surtout dans les secteurs à bas salaires. L'accumulation récente de l'épargne a donné du temps aux Américains et un certain pouvoir pour négocier de meilleures conditions d'emploi. Toutefois, ces réserves de liquidités vont s'amenuiser au cours des prochains mois, en particulier pour les ménages à faible revenu. Ces tendances devraient se normaliser avec la diminution de l'épargne.

Les prix devraient rester plus élevés que durant la période de 2014 à 2020

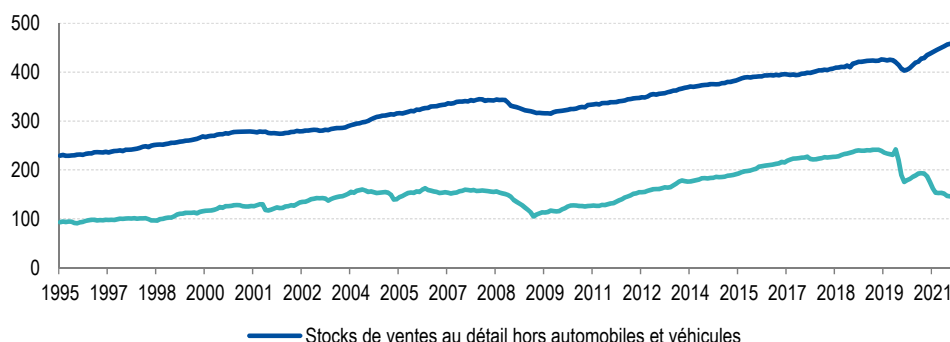
— Les charges des entreprises sont en hausse.

- Les prix des matières premières et de l'énergie devraient rester à un niveau élevé.

THÉMATIQUE

La Fed s'attend à ce que l'inflation recule d'ici le deuxième ou troisième trimestre de l'année prochaine

3/ Stocks de ventes au détail (USD, milliards)



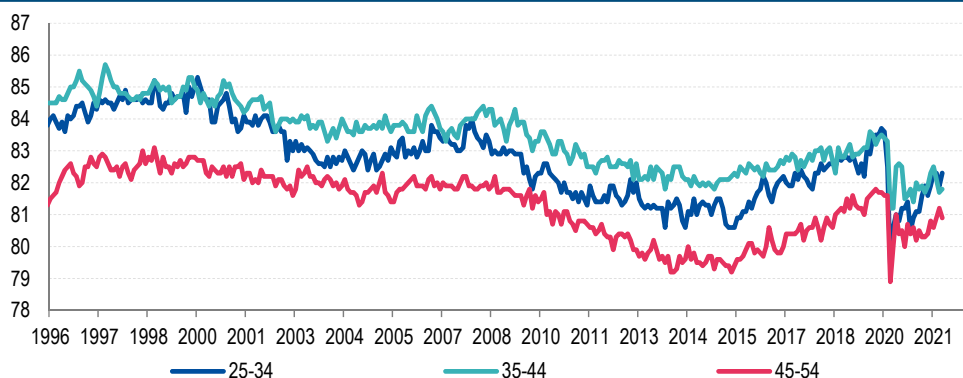
Source: Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 31 octobre 2021

- Plus la crise des chaînes d'approvisionnement se prolonge, plus les entreprises devront sécuriser leurs chaînes de production et de délaisser les chaînes d'approvisionnement ultra-mondialisées en flux tendus. Elles pourraient notamment commencer à surcommander et à maintenir des stocks plus élevés à mesure qu'elles passent d'un modèle en flux tendu ou « juste à temps » à un modèle « juste au cas ».
- La transition vers une économie bas carbone implique également des coûts et des investissements plus élevés de la part des entreprises.

— La vigueur de la demande est moins évidente.

- Des politiques plus sociales pourraient jouer un rôle clé pour relever les salaires peu élevés.
- Nous restons également attentifs à une éventuelle baisse structurelle du taux de participation dans les économies développées et en Chine. Nous avons observé, aux États-Unis, un niveau record de départs à la retraite depuis le début de la pandémie. Une politique sociale familiale plus favorable (comme une extension des crédits d'impôt pour les enfants) pourrait contribuer à une baisse plus persistante du taux d'activité des personnes mariées vivant avec leur conjoint. Une baisse durable des taux d'activité pourrait contribuer à une croissance structurelle plus élevée des salaires. Quoi qu'il en soit, la croissance des salaires n'est un sujet de préoccupation que s'ils augmentent de manière persistante et sensiblement supérieure à l'inflation et aux gains de productivité.

4/ Taux d'activité de la population active (en %)



Source: Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 31 octobre 2021

La Fed devrait normaliser sa politique monétaire, mais pas de manière aussi énergique que ce que prévoit le marché. Toutefois, un revirement de stratégie rapide est possible

La Fed va amorcer la réduction de ses achats d'obligations en novembre, comme anticipé par les marchés et se tient prête à ajuster le rythme de ses achats si nécessaire. L'attention se porte désormais sur la vitesse de la réduction des achats et sur le moment où le processus de normalisation des taux commencera. Nous tablons sur une première hausse en juin 2022

— Nous nous attendons à ce que la Fed normalise sa politique monétaire :

- La reprise est déjà bien engagée. Au troisième trimestre 2021, le PIB américain était supérieur de 1,4 % à son niveau d'avant la pandémie.

THÉMATIQUE

Selon la Fed, le « plein emploi » pourrait être assuré au second semestre 2022. La Fed appelle à la patience pour mieux évaluer la situation macroéconomique post-Covid. (taux de participation)

- L'inflation devrait rester au-dessus de l'objectif. Nous anticipons une inflation sous-jacente à 2,4 % à la fin de 2022, avec des risques toujours orientés à la hausse.
- Les rendements réels sont trop faibles et augmentent les risques menaçant la stabilité financière: flambée de la valorisation des actifs, niveau record des fusions-acquisitions, niveau record des rachats d'actions, augmentation des émissions à des fins de LBO.
- **Nous pensons que la Fed restera prudente dans la mesure où le Covid reste un risque majeur et tant que l'inflation ne résulte pas de tensions sur le marché du travail. La Fed adoptera une approche progressive et un revirement rapide de sa stratégie est possible.**
- La Fed s'attend à ce que l'inflation recule d'ici le deuxième ou troisième trimestre de l'année prochaine. « L'inflation que nous constatons n'est pas due à un marché du travail tendu ».
- « Nous ne disposons pas d'outils permettant d'alléger les contraintes d'approvisionnement ».
- Selon la Fed, le « plein emploi » pourrait être assuré au second semestre 2022.
- Débat autour du taux de participation. Pour la Fed, il convient de faire preuve de « patience » pour évaluer l'état réel de l'économie ».
- **Une inflation persistante poussée par les coûts mettrait les banques centrales dans une position difficile. Un durcissement prématuré ferait plus de mal que de bien et représenterait un obstacle inutile à la reprise.**
- Les hausses de taux ne peuvent pas régler les chocs de l'offre. Les taux d'intérêt réels à long terme devront rester bas pour que les investissements nécessaires puissent être réalisés.
- La transition vers une économie bas carbone exigera également des investissements considérables. Les taux d'intérêt réels à long terme devront rester bas, car ces investissements offrent une faible rentabilité et certains ne feront que remplacer les capitaux détruits.
- La stratégie de maintien de taux réels bas implique un besoin accru de redistribution en faveur des ménages à faibles revenus. Les marchés financiers pourraient rapidement commencer à intégrer les risques liés à la transition climatique.

Achévé de rédiger le 30 novembre 2021

Amundi Research Center



**Retrouvez l'ensemble de nos publications
sur le site :**
research-center.amundi.com

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Policies
Exchange Corporate Equities
Sovereign Bonds Forecasts
ESG Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment Asset
Strategies Allocation

AVERTISSEMENT

Ce document est uniquement à titre informatif.

Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'une offre d'achat, ni une recommandation d'un titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services mentionnés peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être réglementés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction.

Les informations contenues dans ce document ne peuvent être utilisées que pour votre usage personnel, ne peuvent être reproduites ou rediffusées sous quelque forme que ce soit et ne peuvent servir de base ou de composant à des instruments ou produits financiers ou à des indices.

En outre, aucun élément de ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou en matière d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 30 novembre 2021. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à leur utilisation. Les données et analyses antérieures ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, estimation ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces points de vue ne doivent pas être utilisés comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent certains risques, y compris de marché, politiques, de liquidité et de change.

En outre, Amundi ne pourra en aucunement être tenu pour responsable d'un quelconque dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans s'y limiter, la perte de profits) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation 2 décembre 2021.

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée — SAS au capital de 1086 262 605 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

Photo crédit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - DenysKuvaiev

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, Responsable de la Recherche Groupe

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

Avec la contribution de la Recherche Groupe

AINOUZ Valentine, CFA, Responsable adjointe de la Recherche
Stratégie des Marchés Développés

BELLAICHE Mickael, Stratégiste Taux et Crédit

BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche
Stratégie Macroéconomique

BERTONCINI Sergio, Stratégiste Senior Taux

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

CESARINI Federico, Responsable FX Marchés Développés,
Stratégiste Recherche Cross Asset

DROZDZIK Patryk, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

GEORGES Delphine, Stratégiste Senior Taux

HUANG Claire, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

STRENTA Aurelien, Analyste Marchés émergents

USARDI Annalisa, CFA, Macrostratégiste Senior, Recherche Cross Asset

VANIN Grégorio, Analyste Recherche Cross asset

VARTANESYAN Sasi, Analyste Souverains Senior

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

CARULLA POL, Amundi Investment Insights Unit

FIOROT Laura, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoit, équipe de Recherche