



Pascal BLANQUÉ
Président, Amundi Institute

- **En ce moment, des pressions inflationnistes sont observées un peu partout** : depuis le début de l'année, les chiffres de l'inflation ont dépassé les attentes de nombreux analystes et commentateurs. Les données annuelles de l'IPC ont atteint leur plus haut niveau depuis des dizaines d'années, tant sur les marchés développés (MD) que sur les marchés émergents (ME), avec quelques variations selon les pays. Bien qu'alimentée par le conflit en Ukraine, qui a entraîné des perturbations sur les marchés de l'énergie et des matières premières, la hausse rapide des prix est désormais soutenue par un facteur plus profond, et intrinsèquement psychologique.
- **Inflation et psychologie** : le rôle de la mémoire collective à court et à long terme, les réactions du public et la diffusion des scénarios entre agents économiques et par les médias font que la prophétie autoréalisatrice de l'inflation finit par se réaliser. Il s'agit d'un processus de réveil de la mémoire qui s'inscrit dans le cadre plus large du scénario de « retour aux années 70 ».
- **Le rôle des responsables politiques** : les responsables politiques étant soumis à de fortes pressions en matière de protection et de compensation, l'inflation conduit à un plus grand assouplissement budgétaire plutôt qu'à un resserrement, ce qui, en définitive, provoque davantage d'inflation. La politique monétaire a pris du retard et les autorités sont confrontées au dilemme de devoir lutter contre l'inflation sans pour autant étouffer la croissance.
- **Conséquences sur les investissements** : les investisseurs considèrent les rendements réels comme le nouveau mantra de cette décennie. La construction de portefeuilles visant des rendements réels plutôt que nominaux doit inclure des actifs réels et alternatifs, des actions à dividendes élevés et des stratégies obligataires flexibles capables de s'adapter en cas d'accroissement des taux.

Après une décennie pendant laquelle les banques centrales ont lutté pour ramener l'inflation au niveau cible, le début de l'année 2022 a été caractérisé par un changement de l'environnement inflationniste dans le monde. L'inflation américaine est à son plus haut niveau depuis plus de 40 ans, les autres MD la suivant de près. Dans la zone euro, l'inflation annuelle a atteint 7,5 % en mars, contre 5,9 % en février et 5,1 % au début de l'année. À la fin du mois de mars, l'IPC moyen était de 5,6 % en glissement annuel (GA) sur les MD et de 7,2 % sur les ME, marquant le début d'une nouvelle ère inflationniste. Dans ce contexte, l'attention des marchés s'est portée sur la découverte des mécanismes psychologiques qui sous-tendent l'inflation et garantissent que ses prophéties autoréalisatrices se réalisent, l'anticipation d'une hausse des prix à venir tendant à renforcer l'argumentaire inflationniste. Dans cet entretien, Pascal Blanqué dévoile certains de ces mécanismes et explore le lien entre inflation et psychologie.

Quel est le rôle de la psychologie dans l'inflation ? L'inflation est-elle toujours un phénomène monétaire, ou est-elle en partie de nature psychologique ?

Les deux sont liés par le « temps psychologique » ou perception du temps, qui donne l'impression que le temps file en période d'inflation. Par exemple, une heure en période normale, non inflationniste, correspond à une journée en cas d'hyperinflation ou de bulle du prix des actifs. Dans mes livres, j'ai abordé la notion importante de « référentiel psychologique », où de puissantes forces de mémoire et d'oubli sont en jeu. L'idée que j'ai développée est qu'une augmentation de la monnaie est insuffisante, bien que nécessaire, pour déclencher l'inflation. Un changement du référentiel psychologique doit se produire simultanément.

« Les scénarios jouent un rôle dans la propagation exponentielle de l'inflation, comme un virus, la transformant en un phénomène de masse, avec des boucles de rétroaction et des prophéties autoréalisatrices. »

« Un processus d'inflation, surtout quand il ne part de rien, l'inflation étant largement oubliée, est un processus de découverte. »

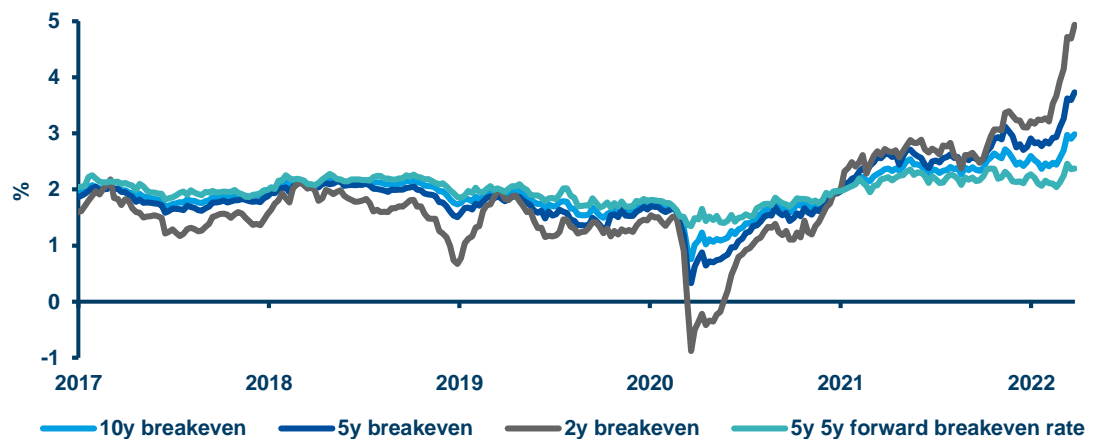
Quand l'inflation passe-t-elle du statut de phénomène économique à celui de phénomène psychologique et quels sont les signes avant-coureurs ? La transition se fait-elle progressivement ou y a-t-il un point de basculement ?

L'inflation est un phénomène cumulatif. Une fois qu'elle s'est installée, il est difficile de revenir en arrière. Les scénarios jouent un rôle dans la propagation exponentielle de l'inflation, comme un virus, la transformant en un phénomène de masse, avec des boucles de rétroaction et des prophéties autoréalisatrices. L'intelligence artificielle nous a donné les outils nécessaires pour analyser ces scénarios : le scénario de l'inflation a gagné du terrain, tandis que celui de la stagnation durable est en perte de vitesse. À mon avis, ce processus est au cœur de la formulation des anticipations. L'accumulation de données (hausse des prix) forme une mémoire à court terme, qui établit un lien avec la mémoire à long terme (les années 70). On passe ainsi d'une situation dormante à une accélération exponentielle. Parmi les signes de maturation du processus figurent les négociations salariales et, plus généralement, les forces qui finissent par entraîner un partage différent de la valeur ajoutée entre le travail et le capital. Il s'agit là d'un aspect de ce que j'appelle un changement de régime. **Grâce à un processus d'accélération qui est exponentiel et auto-entretenu, il y a de l'inflation quand on dit qu'il y a de l'inflation.**

Qu'est-ce que le « désancrage » des anticipations d'inflation et comment reconnaître cette situation ?

Le désancrage est la perte de crédibilité de la banque centrale et une perte de contrôle de la courbe des taux. Il peut se présenter sous la forme d'une hausse soudaine des taux à long terme et des chiffres de l'inflation à long terme basée sur le marché (swaps d'inflation à 5 ans, points morts à 10 ans). J'ai néanmoins des doutes sur ces chiffres, qui ont pu être faussés par les politiques d'assouplissement quantitatif (QE). Les enquêtes comme celles menées par l'Université du Michigan sont plus parlantes. Ma thèse est que l'ADN des banques centrales a changé : elles se tromperont sur le côté bénin/négligeable de l'équation pour diverses raisons, comme l'asymétrie entre la croissance et l'inflation, la dominance budgétaire et le cadre de répression financière des taux réels négatifs. Les banques centrales sont très en retard, un retard qu'elles ont peu de chances de rattraper. À un moment donné, il faudra bien que quelque chose cède.

Anticipations d'inflation sur le marché américain



Source : Institut Amundi, Bloomberg. Données au 29 mars 2022.

« En médiatisant la présence de l'inflation par des initiatives telles que le "chèque inflation", l'existence de la menace est reconnue et donc celle-ci s'accélère. »

Quel est votre point de vue sur la dynamique actuelle de l'inflation et la façon dont le public réagit à cette situation ?

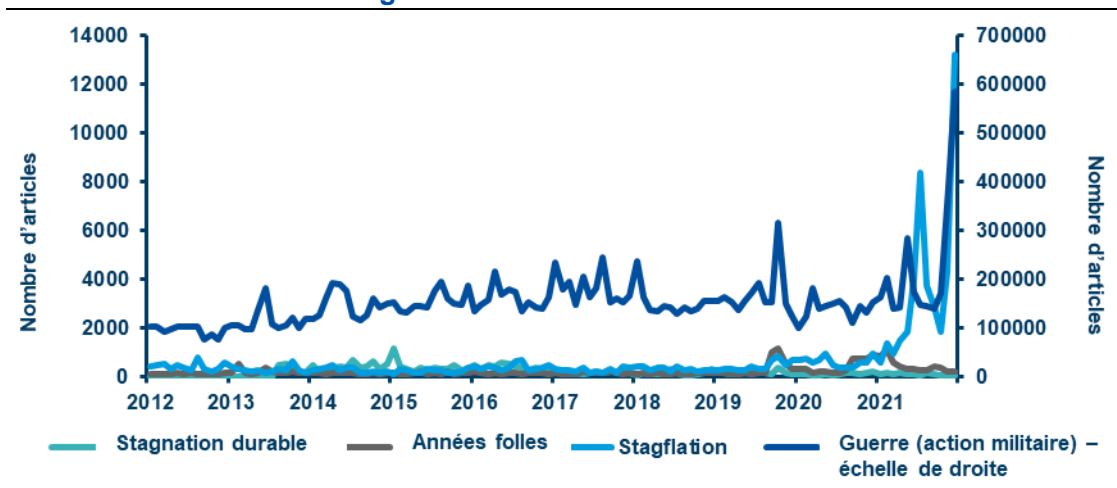
La réaction du public est passée de l'ignorance et du déni à la surprise et au constat. Nous atteignons maintenant le niveau suivant : la peur. Un processus d'inflation, surtout quand il ne part de rien, l'inflation étant largement oubliée, représente un processus de découverte et un prix pour les marchés. La plupart des acteurs économiques ne savent pas ce

qu'est l'inflation et n'ont jamais été confrontés à une période soutenue de hausse des prix et des taux d'intérêt. Il s'agit d'un processus de réveil de la mémoire et d'adaptation des attentes. Ce que nous avons constaté sur la base de chiffres plus élevés mois après mois est une accumulation progressive de la mémoire à court terme qui renvoie aux références à long terme des années 70 ou de la stagflation. Ces boucles se propagent à mesure que les gens parlent, réagissent et tentent de s'adapter. **Nous avons vu l'inflation se renforcer dans des régions qui ne sont pas touchées par les goulets d'étranglement sur l'énergie, mais simplement en raison d'une contagion virale par les discours**, scénarios et histoires à la télévision. La diffusion des scénarios d'analyses par les médias (un phénomène autoréalisateur) crée de l'anxiété et de la peur. Comme cela se produit dans toutes les séquences inflationnistes initiales, les inquiétudes sociales et politiques se sont rapidement accentuées, car l'inflation frappe d'abord les plus pauvres, renforçant et exposant les divisions sociales préexistantes.

Que peuvent faire les responsables politiques pour contrôler l'aspect psychologique de l'inflation ?

La pression sur les responsables politiques s'est intensifiée, sur Joe Biden ou Christine Lagarde par exemple. La première réaction est une demande de protection et de compensation du côté budgétaire par différents canaux, par exemple des prix bloqués, des subventions et des transferts budgétaires. **L'inflation conduit à davantage d'assouplissement budgétaire plutôt qu'à un resserrement, ce qui alimente ainsi la dynamique de l'inflation par des canaux à la fois réels et psychologiques.** En médiatisant la présence de l'inflation par des initiatives telles que le « chèque inflation », l'existence de la menace est reconnue et donc celle-ci s'accélère. L'inflation est un phénomène qui se propage de lui-même. Un autre aspect est que la politique monétaire est toujours critiquée pour son retard. Les responsables politiques sont confrontés à des dilemmes et à des compromis, comme la lutte contre l'inflation au risque de saper la demande, le logement et la croissance. Le relèvement des taux en raison de problèmes liés à l'offre ne peut pas résoudre celui de l'inflation sans affecter également la demande. Le dernier aspect est l'économie géopolitique. Les problèmes liés à l'énergie ont enflammé les débats et déclenché l'application de mesures sur la sécurité et la souveraineté. De nombreux gouvernements ont été accusés de naïveté et de manque de vision géopolitique. La plupart d'entre eux sont en train de changer leurs politiques.

Des craintes accrues de stagflation et de conflit dans les médias



Source : Institut Amundi, Bloomberg. Données au 4 avril 2022.

« L'économie, et les marchés en particulier, sont faits de mots, de discours, d'images et de confrontations de scénarios. Un prix à l'équilibre relatif est atteint lorsqu'une confrontation est temporairement gagnée. »

Quel rôle jouent les médias ?

Comme mentionné précédemment, les médias sont un élément essentiel des scénarios financiers et économiques. Nous, Robert Shiller et certains d'entre nous, considérons que l'économie, et les marchés en particulier, sont faits de mots, de discours, d'images et de confrontations de scénarios. Un prix à l'équilibre relatif est atteint lorsqu'une confrontation est

temporairement gagnée. Les scénarios doivent être inclus dans ce que nous appelons les « fondamentaux » pour obtenir une description plus réaliste de ce que nous observons. Les médias sont un accélérateur de la « propagation du virus », car ils présentent généralement le côté impressionnant et inquiétant des choses, en l'occurrence l'inflation.

Quelle est l'importance de la mémoire collective des périodes inflationnistes précédentes pour évaluer correctement la période actuelle ?

Cette question est fondamentale. Une grande partie de mon travail a commencé avec l'idée que les phénomènes économiques et financiers ne peuvent être compris sans intégrer un référentiel psychologique structuré par la durée, la mémoire et l'oubli (c'est-à-dire le temps psychologique). **Les gens formulent des attentes (c'est-à-dire qu'ils anticipent l'avenir) de la même manière qu'ils se souviennent et oublient.** Cela est vrai à un niveau tant individuel que collectif. J'ai montré qu'il existe une mémoire collective faite de mémoire à court et à long terme, structurée par de grands scénarios centraux qui correspondent plus ou moins à la réalité, et encadrée par un coefficient d'oubli. Plus le passé est lointain, plus ce coefficient est élevé ; mais avec des sauts non linéaires soudains, un événement à court terme peut enflammer la mémoire à long terme. J'ai écrit un article en avril 2019 (« le retour aux années 70 ») où je plaçais en faveur d'un changement de régime imminent, en soulignant les points communs entre cette époque et aujourd'hui. Ce n'est pas que l'histoire se répète et que les phénomènes sont les mêmes, mais plutôt que **la psychologie humaine est relativement constante.** Les êtres humains réagissent à peu près de la même manière à des événements comparables. Une raison essentielle à cela est que leur référentiel est fait d'une mémoire profonde de certains événements majeurs, pas toujours consciente puisque les événements collectifs forment une dimension inconsciente. Pensez à l'hyperinflation en Allemagne, aux années 70, aux années folles, ou à la grippe espagnole par rapport à la crise de Covid. Ces mécanismes sont valables pour la population en général et pour les investisseurs. Ces derniers cherchent aujourd'hui à construire un portefeuille qui vise des rendements réels plutôt que nominaux. Les actifs réels et alternatifs, les actions à dividendes élevés et les stratégies obligataires flexibles devraient bénéficier du relèvement des taux et connaître une forte croissance de la demande dans le cadre de la quête de rendements réels, qui est devenue le nouveau mantra.

Publications de Pascal Blanqué :

- Blanqué, P. (2010), *Money, Memory and Asset Prices*, Paris, Economica (distr. Brookings Institution).
- Blanqué, P. (1^{ère} éd. 2014) (2^e éd. 2016) (3^e éd. 2019), *Essays in Positive Investment Management*, Paris, Economica (distr. Brookings Institution).
- Blanqué, P. (2018), *The Economic and Financial Order*, Paris, Economica (distr. Brookings Institution).
- Blanqué, P. (2019), *The Road Back to the 70's. Implications for Investors*, Amundi Insights Paper, juin.
- Blanqué, P. (2020), *Pure Theory of Economic Time. Rovelli-simonian meditations*, Paris, Economica.
- Blanqué, P. (2020), *Covid-19: The Invisible Hand Pointing Investors Down the Road to the 70's*, Amundi Insights Paper, mai.
- Blanqué, P. (2021), *Ten weeks into Covid-19. Psyche, Money and Narratives. An interpretation of the crisis*, Paris, Economica.
- Blanqué, P. (2021), *Do Not Give Up on Fundamental Valuations*, Amundi Insights Paper, mai 2021.

AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS UNIT

L'Investment Insights Unit, qui fait partie de l'Institut Amundi, s'appuie sur l'expertise de son Directeur des investissements et sur les compétences d'Amundi en matière de placements afin de fournir des analyses et des outils concrets adaptés aux besoins des investisseurs. Alors que les investisseurs sont aujourd'hui exposés à de nombreuses sources d'informations, nous aspirons à devenir le partenaire privilégié de nos clients et à les aider à

prendre des décisions d'investissement éclairées en leur apportant des informations régulières, claires, opportunes, intéressantes et pertinentes.

Découvrez Amundi Investment Insights sur www.amundi.com

Définitions

- **Bêta** : le bêta est une mesure du risque liée à la volatilité du marché, 1 étant égal à la volatilité du marché et moins de 1 étant moins volatil que le marché.
- **Prélèvement** : le repli du pic au creux pendant une période d'enregistrement spécifique d'un investissement, d'un fonds ou d'une matière première, généralement exprimé en pourcentage entre le pic et le creux.
- **Investissement de qualité** : il vise à capter la performance des actions de croissance de qualité en identifiant les titres présentant un rendement élevé des capitaux propres (ROE), une croissance stable des bénéfices d'une année sur l'autre et un faible levier financier.
- **Style value** : il consiste à acheter des actions à des prix relativement bas, tels que l'indiquent les ratios cours/bénéfice, cours/valeur comptable et cours/ventes, ainsi que les rendements du dividende élevés. Secteurs de prédilection du style value : énergie, finance, télécommunications, services aux collectivités, immobilier.

Informations importantes

Traduit de l'anglais.

Ce document est uniquement destiné à des fins d'information. 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 référencés peuvent ne pas être enregistrés pour 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. Toutes les informations contenues dans ce document sont réservées à un usage interne et ne doivent pas être reproduites ou diffusées sous quelque forme que ce soit, ni ne doivent constituer la base ou un élément quelconque d'un instrument, produit ou indice financier. En outre, rien dans ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou d'investissement. Sauf indication contraire, toutes les informations figurant dans le présent document proviennent d'Amundi Asset Management S.A.S. et datent du **7 avril 2022**. La diversification ne constitue ni une garantie de profit ni une protection contre toute perte éventuelle. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'entière responsabilité liée à l'utilisation qu'il fait de ces informations. Les données historiques et les analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie concernant toute analyse, prévision ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées sur les tendances du marché et de l'économie sont celles des auteurs et pas nécessairement celles d'Amundi Asset Management S.A.S., et sont susceptibles d'être modifiées à tout moment en fonction de la situation du marché ou d'autres conditions. Par ailleurs, rien ne garantit que les pays, marchés ou secteurs réaliseront la performance prévue. Ces opinions ne sauraient être considérées comme un conseil en investissement, une recommandation de titre ou une incitation à la négociation d'un quelconque produit Amundi. Tout investissement comporte des risques, notamment de marché, politiques, de liquidité et de change. De plus, Amundi ne pourra en aucun cas être tenu responsable de tout dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans limitation, la perte de bénéfices) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation : **13 avril 2022**.

Document émis par Amundi Asset Management, société par actions simplifiée - SAS au capital de 1 143 615 555 € - Société de gestion de portefeuille réglementée par l'AMF sous le numéro GP04000036 - Siège social : 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com.

Rédacteurs en chef

Pascal BLANQUÉ
Président, Institut Amundi

Vincent MORTIER
Directeur des investissements Groupe

