

THÉMATIQUE  
GLOBAL VIEWS

**Didier BOROWSKI,**  
*Responsable de la recherche sur  
les politiques macroéconomiques*

*Le décalage persistant entre la demande et l'offre, conduit en définitive à une inflation plus persistante, plus généralisée et plus élevée que ce qui était anticipé jusqu'au printemps*

## L'inattention rationnelle au cœur de la stratégie des banques centrales

**L'origine de l'inflation n'est pas toujours bien comprise. Certains économistes avaient certes mis en garde contre une inflation imminente dès l'an dernier mais peu avaient anticipé le déplacement radical des dépenses des services vers les biens et les effets d'un tel déplacement. Il est probable que le fait que les anticipations d'inflation restent modérées soit dû au phénomène dit « d'inattention rationnelle ». Auquel cas, les anticipations d'inflation seraient une variable retardée et, en l'absence de resserrement monétaire, un désancrage des anticipations d'inflation serait inévitable.**

Le retour de l'inflation est devenu le sujet économique central. De son niveau et de son évolution attendue dépendent en particulier les politiques publiques et les marchés financiers.

Son origine n'est pourtant pas toujours bien comprise. Le plus frappant depuis le début de l'année, c'est l'erreur d'anticipation des économistes professionnels. Au cours des derniers mois, ces derniers n'ont cessé de revoir à la hausse leurs prévisions d'inflation, et à la baisse celles de croissance économique d'abord pour l'année en cours, et plus récemment pour 2023.

Certains économistes avaient certes mis en garde contre une inflation imminente dès l'an dernier, mais peu avaient anticipé le déplacement radical des dépenses des services vers les biens et les effets d'un tel déplacement dans une économie où les pénuries de main-d'œuvre dans certains secteurs ont entraîné des contraintes d'offre persistantes. Rappelons qu'au printemps 2021, la Fed prévoyait un pic d'inflation à 2,4 % et qu'en Europe, l'inflation n'était même pas une préoccupation à l'automne dernier.

La combinaison de chocs d'offre et de demande depuis la crise du Covid, avec les politiques publiques mises en place, a rendu les modèles inopérants. L'expérience de la stagflation des années 1970 avait déjà conduit à reconsidérer certaines hypothèses utilisées alors dans les modèles. La critique de Lucas (1976) suggère que l'utilisation de paramètres basés sur l'expérience passée ne permet pas d'évaluer les effets des changements dans les politiques macroéconomiques. L'importance relative des chocs de demande globale et d'offre diffère selon les pays. Sur la période récente, les facteurs de demande globale ont joué un rôle plus important dans l'explication de l'inflation américaine, alors que les chocs d'offre négatifs – problèmes d'approvisionnement et choc sur les prix de l'énergie – jouent un rôle prépondérant en Europe. En Europe, l'une des premières sources d'erreur de prévision a été l'évolution des prix du gaz qui est pour les économistes un facteur exogène. Dans un premier temps, la hausse des prix était donc vue comme un choc d'offre temporaire

appelé à se dissiper à mesure que les prix de l'énergie se stabiliseraient et que les chaînes logistiques se normaliseraient. Les salaires n'étant pas indexés sur l'inflation, il n'y avait pas à craindre de mécanisme inflationniste auto-entretenu.

**Mais le prix de l'énergie est l'arbre qui cache la forêt.** Le rebond économique post-pandémie a coïncidé avec des problèmes de chaînes d'approvisionnement. Il en a résulté un **décalage persistant entre la demande et l'offre, qui conduit en définitive à une inflation plus persistante, plus généralisée et plus élevée que ce qui était anticipé jusqu'au printemps.**

Au fil des mois, il est ainsi apparu de plus en plus clairement que des facteurs de demande étaient prépondérants aux États-Unis où l'inflation avait commencé à se matérialiser dès l'an dernier, avec un marché du travail très tendu et des hausses de salaires. Outre atlantique, l'excès de demande s'explique en grande partie par la *policy mix* expansionniste poursuivi pendant la crise du Covid. Le cas américain aurait dû alerter plus tôt.

Dans ce contexte, il est frappant d'observer que les grandes banques centrales portent une attention soutenue au concept d'**inattention rationnelle**<sup>1</sup>, explicitement mis en avant par Powell à Jackson Hole. Ce concept permet de comprendre comment l'inflation réelle influe (ou non) sur les anticipations. L'inattention rationnelle vient du fait que les agents économiques ont une capacité limitée à comprendre les interactions entre les variables économiques. Leurs anticipations n'évoluent que progressivement et insuffisamment en raison de l'incertitude sur les signaux plus élevés. En d'autres termes, les anticipations d'inflation sont une variable retardée!

Les modèles économiques ont été enrichis depuis 10 ans avec la prise en compte de cette inertie dans les anticipations. Cette littérature est prise en considération par les banques centrales. Il faut des conditions monétaires moins accommodantes (les taux réels sont toujours très négatifs) pour ancrer durablement les anticipations d'inflation, fût-ce au prix d'une récession.

*Achévé de rédiger le 31 août 2022*

<sup>1</sup> La BCE consacrait un [document de travail](#) à une revue de la littérature sur ce sujet en juin 2021

## Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications  
sur le site :  
[research-center.amundi.com](https://research-center.amundi.com)

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

### INFORMATION IMPORTANTE

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 02 septembre 2022. 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: 12 septembre 2022.

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée – SAS au capital de 1143615555 euros – Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social: 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

Photo crédit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Stephen Simpson

#### Directeur de la publication

**BLANQUÉ Pascal**, *Chairman d'Amundi Institute*

#### Rédacteur en chef

**DEFEND Monica**, *Directrice d'Amundi Institute*

#### Contributeurs Amundi Institute

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

**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*

**DELBO'Debora**, *Stratégiste Senior Marchés émergents*

**DI SILVIO Silvia**, *Macrostratégiste, Recherche Cross Asset*

#### Contributeurs Plateformes d'investissement

**LEMONNIER Patrice**, *Responsable Actions, Marchés émergents*

#### Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

**BERTINO Claudia**, *Responsable d'Amundi Investment Insights Unit*

**CARULLA Pol**, *Spécialiste Investment Insights & Client Division*

#### Conception et support

**BERGER Pia**, *Spécialiste communication*

**PONCET Benoit**, *Spécialiste communication*

Matériel marketing à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier

#### Rédacteurs en chef adjoints

**BOROWSKI Didier**, *Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques*

**PANELLI Francesca**, *Spécialiste Investment Insights & Client Division*

**PERRIER Tristan**, *Macroeconomiste et Spécialiste Investment Insights*

**DROZDZIK Patryk**, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

**GEORGES Delphine**, *Stratégiste Senior Taux*

**HERVÉ Karine**, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

**HUANG Claire**, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

**MIJOT Éric**, *Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés*

**PANELLI Francesca**, *Spécialiste Investment Insights & Client Division*

**PORTELLI Lorenzo**, *Responsable de la Recherche Cross Asset*

**TONIATO Joao**, *Stratégiste Recherche Actions*

**USARDI Annalisa**, *CFA, Macrostratégiste Senior, Recherche Cross Asset*

**VARTANESYAN Sosi**, *Analyste Souverains Senior*

**MC CONWAY Nick**, *Responsable des actions Asie hors Japon*

**FIOROT Laura**, *Responsable Investment Insights & Client Division*

**DHINGRA Ujjwal**, *Spécialiste Investment Insights & Client Division*