

Shifts & Narratives

#13 | Janvier 2022

*Monnaie et psychologie de
l'inflation : le point de vue
d'un investisseur*

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Auteur



Pascal BLANQUÉ

CIO Groupe

L'inflation aura été la grande surprise de 2021. Au début de l'année, les économistes tablaient en moyenne sur une inflation américaine d'environ 2 % pour la fin de l'année 2021. Or les derniers chiffres pour novembre sont ressortis à 6,8 % en glissement annuel, soit le niveau le plus élevé depuis 1982.

Certains facteurs psychologiques pourraient avoir joué un rôle majeur dans la sous-estimation de l'inflation. En effet, peu de gens se souviennent aujourd'hui de la grande période d'inflation des années 1970 (moins de 25 % de la population des États-Unis est âgée de 55 ans et plus), ce qui peut expliquer pourquoi le souvenir de la dernière décennie de stagnation séculaire a pu faire croire que la reprise de l'inflation attendue dans la phase de redémarrage post-Covid allait être de courte durée, alors qu'il n'en a rien été.

De fait, la dimension psychologique est l'un des principaux moteurs des anticipations d'inflation, mais les forces monétaires jouent également un rôle essentiel. Sur ce point, la relation traditionnelle entre la création monétaire et l'inflation semble avoir été mise en sommeil au cours de la dernière décennie, ce qui complique d'autant l'anticipation des dynamiques d'inflation. Or, l'évaluation de la direction que prendront l'inflation, les anticipations d'inflation et la politique monétaire constitue désormais la tâche la plus importante des investisseurs. En effet,

cela ne sera pas seulement à l'origine d'opportunités à court terme, mais pourrait également signaler un changement de régime économique et financier, qui aura de profondes répercussions sur l'allocation stratégique des actifs.

Forces monétaires et inflation

Sur le plan monétaire, l'inflation est liée au concept de vitesse de circulation de la monnaie (V)¹. Celle-ci dépend de P = le niveau général des prix, de T = la quantité totale de biens et services produits et de M = la quantité totale de monnaie en circulation et peut être exprimée par l'équation quantitative $V = PT/M$ défendue dans la théorie quantitative de la monnaie.

La formule de la vélocité de la monnaie montre le taux auquel une unité de monnaie en circulation s'échange contre des biens et des services dans une économie et se calcule généralement de manière indirecte.

Traditionnellement, on suppose que la vitesse de circulation de la monnaie est plus ou moins constante, ce qui implique que l'inflation augmente lorsque la base monétaire s'élargit. Pourtant, dernièrement, cette relation stable semble avoir disparu. **Depuis la fin des années 90, la vitesse de circulation de la monnaie a continué à baisser et après la crise de 2008 a commencé à descendre en dessous de sa fourchette de long terme.** La

¹. Voir également le Discussion Paper n.52 - décembre 2021 par Pascal Blanqué, "Money and its velocity matter: the great comeback of the quantity equation of money in an era of regime shift".

Figure 1. Effondrement de la vitesse de circulation de l'argent avec le QE

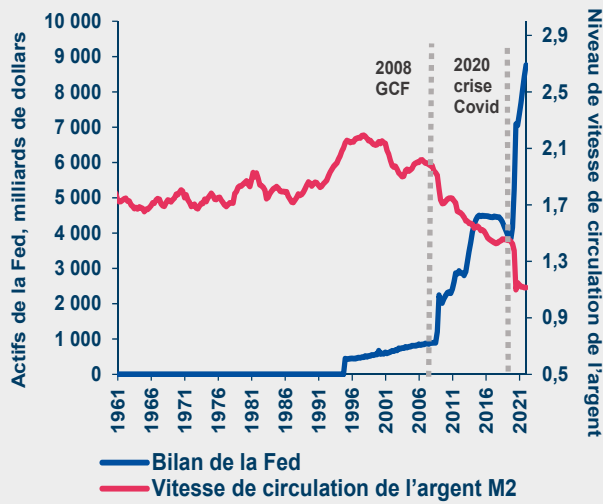
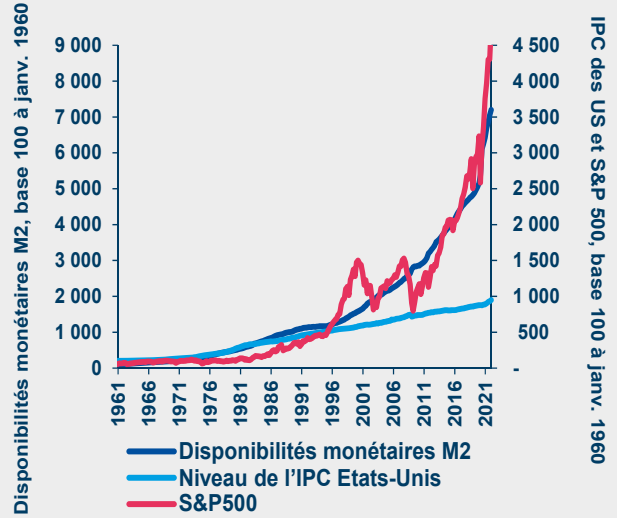


Figure 2. Base monétaire vs inflation réelle et financière



Source : calculs d'Amundi à partir de données Bloomberg, au vendredi 7 janvier 2022.

crise de Covid-19 a exacerbé cette tendance, reflétant le faible niveau d'activité, ainsi que l'expansion monétaire et budgétaire.

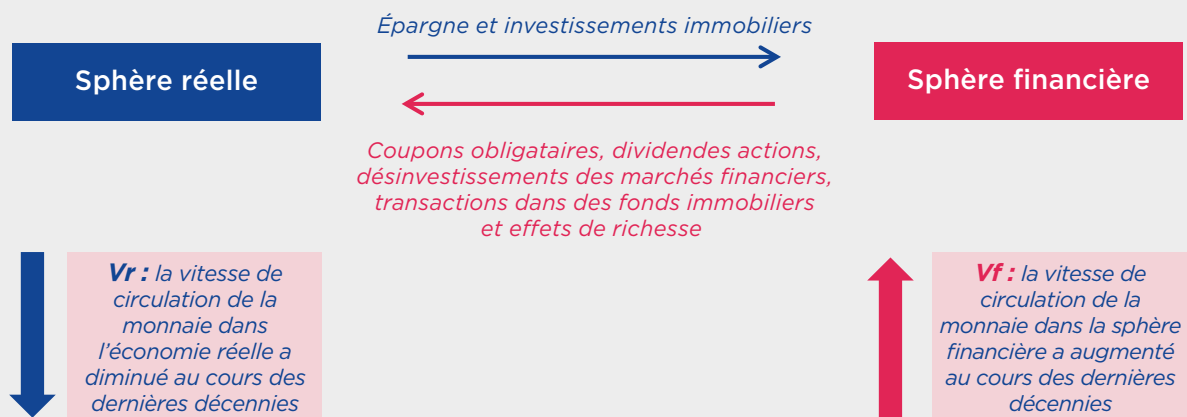
Cette tendance s'explique notamment par l'expansion rapide du bilan des banques centrales à la suite de la crise de 2008 et de celle du Covid en 2020, qui a quelque peu transféré la dynamique de l'inflation de l'économie réelle à la sphère financière.

En effet, il existe un lien étroit entre l'économie réelle et la sphère financière. C'est aussi la raison pour laquelle une crise financière entraîne souvent une récession économique. L'épargne des ménages alimente les marchés financiers, tandis que les désinvestissements

d'actifs financiers et les versements liés aux actifs (comme les dividendes actions et les coupons obligataires) transfèrent l'argent dans l'économie réelle où il peut être déployé ou réinjecté dans les marchés financiers. Il y a également un effet de richesse provenant de la hausse de la valeur des investissements qui peut avoir un effet indirect sur l'économie réelle en affectant les modes de consommation et d'investissement.

L'équation quantitative n'a pas failli. Si l'on consolide la finance et l'économie réelle en une seule notion de V, la vitesse de circulation de la monnaie apparaît plus stable. **Un processus inflationniste a effectivement eu lieu, car les niveaux plus élevés de la monnaie M**

Figure 3. Lien entre la sphère financière et l'économie réelle



Source : Amundi, à titre d'illustration.

se traduisent par une augmentation du prix des actifs. De fait, le surplus de liquidité dans l'économie réelle (surplus de monnaie par rapport à ce qui est nécessaire pour financer un niveau donné de transactions de biens et services) se produit généralement en bas de cycle d'activité (faible activité), lorsque l'accommodation monétaire permet de transférer le surplus de liquidité vers la sphère financière. Ce surplus est finalement réabsorbé dans l'économie réelle à mesure que le prix de la liquidité (c'est-à-dire les taux) augmente, à moins que des mesures monétaires/budgétaires supplémentaires ne retardent encore ce processus.

Par conséquent, selon nous, V devrait tenir compte des transactions (économie réelle et sphère financière) par unité de monnaie (c'est-à-dire basé sur les transactions). Cela signifie que le niveau général des prix (c'est-à-dire tous les prix de l'économie réelle et de la sphère financière) dépend du V général/total. Le V dans l'économie réelle alimente l'inflation des prix des biens et services, le V dans la sphère financière alimente l'inflation des prix des actifs. Un V plus élevé/bas dans une sphère se fait au détriment d'un V plus bas/haut dans l'autre - bien que des séquences d'expansion/contraction simultanées puissent se produire (expansion ou surplus de liquidités suffisant pour financer les deux sphères).

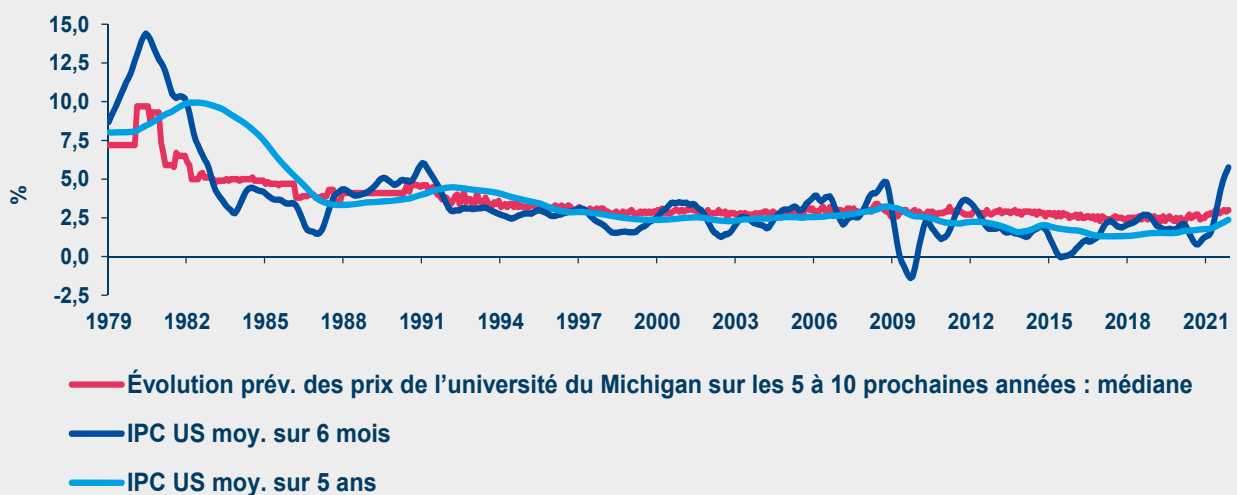
Psychologie de l'inflation

L'inflation a également une dimension psychologique essentielle **qui dépend des forces puissantes de la mémoire et de l'oubli.** Ainsi, lorsqu'il y a un changement progressif ou soudain d'orientation dans les données les plus récentes, cela peut raviver certains schémas de mémoire à long terme et réactiver le processus inflationniste dans la sphère de l'économie réelle. Nous verrons dans cette section que c'est probablement là où nous en sommes aujourd'hui.

Si l'on se penche sur les anticipations d'inflation des consommateurs pour les cinq à dix prochaines années (ligne rouge du graphique), on constate qu'elles se sont alignées sur la moyenne des niveaux d'inflation à moyen terme (moyenne sur cinq ans, ligne bleu clair). Toutefois, à certaines périodes, elles ont aussi été déterminées par les tendances inflationnistes à court terme (moyenne sur 6 mois, ligne bleu foncé).

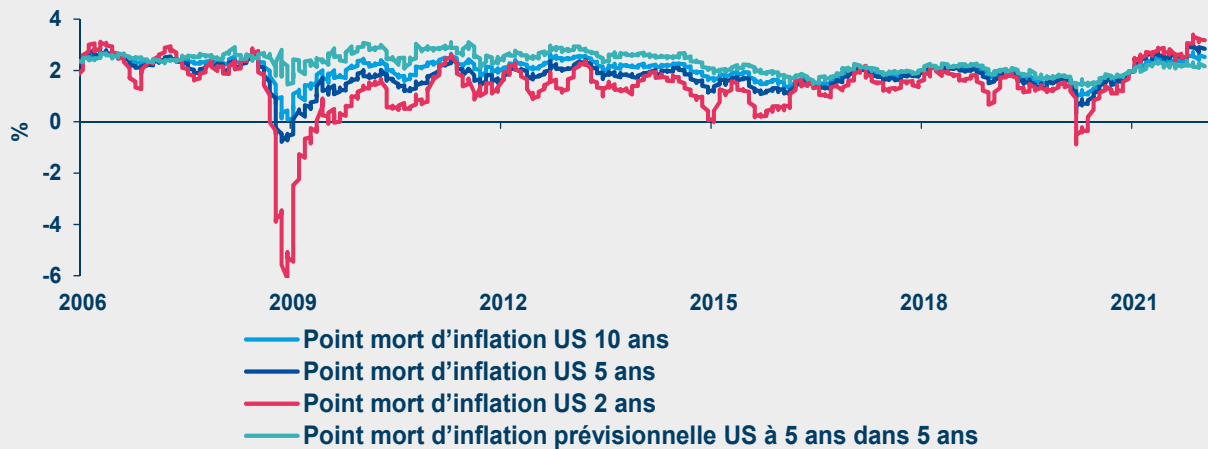
Au début des années 1980, à l'apogée du cycle d'inflation, les tendances inflationnistes à court terme furent un des principaux déterminants des anticipations. Cette tendance se poursuit durant les années suivantes, les consommateurs évaluant l'efficacité des mesures de politique monétaire (avec l'arrivée de Volcker à la tête de la Réserve fédérale en août 1979) et

Figure 4. Anticipations d'inflation des consommateurs



Source : calculs d'Amundi à partir de données Bloomberg, au vendredi 7 janvier 2022.

Figure 5. Anticipations d'inflation du marché



Source : calculs d'Amundi à partir de données Bloomberg, au vendredi 7 janvier 2022.

s'attendant à ce que l'inflation soit beaucoup plus faible que ce qu'impliquait l'inflation moyenne sur 5 ans. Le facteur oublié fut à l'œuvre durant cette phase de transition, la crédibilité de l'action de Volcker l'emportant sur le souvenir de l'inflation récente.

Après ce tournant, les anticipations d'inflation restèrent bien ancrées à environ 3 %. Nous remarquons également qu'elles eurent tendance à être biaisées vers le haut, les consommateurs s'inquiétant davantage des hausses de l'inflation que de la désinflation. Les prévisions ne furent pas impactées durant les périodes où l'inflation s'orientait à la baisse (2010-2020). En revanche, lorsque l'inflation à court terme dépassait la moyenne à long terme, les prévisions repartaient à la hausse.

Voilà où nous en sommes aujourd'hui : les chiffres de l'inflation à court terme n'ont jamais autant dépassé la moyenne à long terme depuis 1981. La médiane des prévisions des consommateurs pour l'année à venir ressort à 4,9 %, son niveau le plus élevé depuis 2008 et au-dessus de la médiane des estimations des économistes à 4,35 %. Néanmoins, les prévisions d'inflation à long terme des consommateurs restent bien ancrées de même que les prévisions d'inflation des marchés financiers, qui malgré leur flambée, n'ont pas perdu leur ancrage.

Si l'on examine la tendance récente des anticipations d'inflation implicites du marché pour les cinq à dix prochaines années (point mort d'inflation à 5 ans dans 5 ans - ligne verte), on constate qu'elle reste dans sa fourchette historique. En outre, elle se situe en dessous des points morts d'inflation à 2 et 5 ans, ce qui indique que **le marché estime que la hausse de l'inflation est temporaire** et que nous ne nous dirigeons pas vers un régime d'inflation durablement plus élevée.

Cela montre que la Fed a réussi à donner l'impression qu'elle gérait le risque d'inflation avant même d'agir concrètement.

À mesure que l'inflation se fera plus persistante et que les souvenirs de désinflation/déflation s'estomperont, l'attention du marché reviendra probablement aux épisodes inflationnistes passés, tels que les années 1970 (en oubliant peut-être la dernière décennie et en réveillant de vieux souvenirs dormants jusque-là).

Ce processus n'est pas linéaire. Il peut être parfois brusque et s'auto-entretenir. Lors d'un changement de régime, caractérisé par des écarts par rapport à un environnement « normal, de référence, stable », **on peut rapidement accorder une attention accrue aux données les plus récentes, surtout si elles continuent à confirmer de fortes divergences par rapport aux tendances**

précédentes. C'est précisément où nous en sommes aujourd'hui avec l'inflation.

De quoi l'avenir sera-t-il fait ?

Nous pensons que nous sommes en train d'opérer une transition vers un nouveau régime économique et financier, dans lequel la résurgence de l'inflation est un aspect essentiel. L'inflation, le niveau du PIB, M (la masse monétaire), sa vitesse de circulation (V) et la dette sont autant de variables interconnectées qui seront essentielles pour évaluer la transition vers ce nouveau régime.

Dans ce nouveau régime, les gouvernements prendront le contrôle de la monnaie tout en maintenant une croissance monétaire importante, supérieure à 10 %, pendant plusieurs années, pendant que s'opérera une transition plus large des forces du marché libre, des banques centrales indépendantes et des politiques fondées sur des règles vers un modèle d'économie dirigée.

D'énormes mesures d'assouplissement budgétaire seront nécessaires pour financer la reprise post-Covid-19, qui a déjà fait grimper la dette à des sommets historiques. **Le financement de la transition énergétique, par exemple, nécessitera probablement un surplus de création monétaire**, l'humanité étant confrontée au défi majeur qu'est la lutte contre le changement climatique. Cette

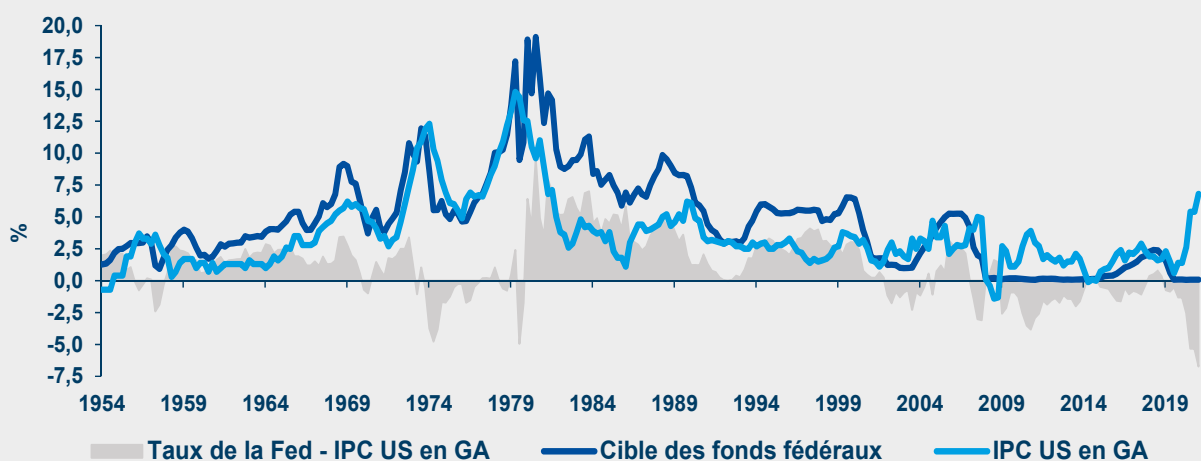
expansion budgétaire supplémentaire **devra se faire dans le cadre d'un maintien de la répression financière, les banques centrales continuant de laisser filer l'inflation** pour permettre une nouvelle expansion de la dette à des coûts supportables.

Cela pourrait créer les conditions du financement et de l'expansion simultanés de la sphère financière et de l'économie réelle et devrait entraîner une augmentation des prix des actifs et des prix des biens et services pendant un certain temps au moins.

Dans ce scénario, un délai supplémentaire pourrait s'écouler avant que la hausse de l'inflation ne se traduise par une augmentation des taux d'intérêt (car les taux pourraient être plafonnés pendant un certain temps) avant que les autorités ne perdent le contrôle des courbes de rendement, entraînant ainsi un nouvel ordre monétaire (autre caractéristique du nouveau régime). Cela ne se produira que lorsque les forces psychologiques commenceront à se concentrer sur les données les plus récentes et à remettre en question la crédibilité des banques centrales.

Ce n'est pas encore le cas aujourd'hui. La communication est un élément clé de la dimension psychologique de l'inflation et, à cet égard, la Fed a fait un excellent travail. Cependant, **nous reconnaissons que la**

Figure 6. La Fed n'a jamais autant laissé filer l'inflation



Source : calculs d'Amundi à partir de données Bloomberg, au vendredi 7 janvier 2022.

Fed a laissé filer l'inflation comme jamais auparavant et que, par conséquent, toute pression supplémentaire sur les prix et/ou tout retard dans le cycle de hausse pourrait entraîner une remise en question de sa crédibilité. Jusqu'à présent, les discours ont suffi pour entretenir la confiance des marchés, mais ceux-ci détermineront si la Fed joint vraiment le geste à la parole à l'avenir.

Les investisseurs doivent repenser leur allocation stratégique afin de s'adapter à un monde d'incertitudes accrues quant à l'inflation et aux réactions des banques centrales. Les indices de référence traditionnels sont confrontés à des défis : côté obligataire le défi sera celui de la duration (indices mondiaux avec une duration élevée et un faible rendement), côté actions, le défi sera celui du risque de concentration (en particulier aux États-Unis) autour de dix valeurs à forte croissance avec des valorisations élevées et une forte sensibilité aux hausses de taux.

En 2022, l'environnement pourrait encore être propice à la prise de risque. Les banques centrales étant perçues comme crédibles, les taux d'intérêt réels restent bas et les taux nominaux sont plafonnés, de sorte que les stratégies d'« achat de la baisse » se poursuivent. Cependant, il est temps de se concentrer sur la résistance à l'inflation des portefeuilles, car une surprise inflationniste pourrait se concrétiser.

Sur les marchés obligataires il convient d'adopter une approche non contrainte, de privilégier les durations courtes et d'envisager une allocation aux actifs bénéficiant de l'inflation, et aux actifs à rendement plus élevé dont le risque de duration est plus faible (obligations des

marchés émergents, à haut rendement ou subordonnées). **Les divergences de politique des banques centrales et de dynamique d'inflation pourraient créer des opportunités de valeur relative (courbe des taux, devises), qui étaient peu nombreuses quand les banques centrales agissaient de manière plus synchronisée.**

Les marchés actions restent mieux placés que les marchés obligataires. Dans ce domaine, il convient de s'intéresser aux entreprises disposant d'un pouvoir de fixation des prix plus élevé, tout en gardant à l'esprit que les valorisations actuelles des marchés et les marges élevées vont commencer à se normaliser.

Au niveau de la construction de portefeuilles, la dynamique de corrélation va également devenir plus instable, avec une possible corrélation positive entre les actions et les obligations durant les phases de risque inflationniste. Ceci plaide pour une diversification accrue sous la forme de stratégies faiblement corrélées, d'alternatives liquides et d'actifs réels, notamment ceux pouvant bénéficier de périodes d'inflation plus élevées (immobilier, infrastructures).

À plus long terme, la dimension psychologique de l'inflation pourrait entraîner une accélération de la vitesse de circulation de la monnaie dans l'économie réelle, à mesure que les consommateurs désinvestissent pour leur consommation future et par crainte de l'inflation. Lorsque cela se produira, l'inflation dans l'économie réelle augmentera encore, les anticipations perdront leur ancrage et la crédibilité des banques centrales aura disparu. Le changement de régime sera alors achevé et les primes de risque débiteront un rapide réajustement.

Contributeurs

Claudia Bertino

Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

Laura Fiorot

Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit



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 [7 janvier 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 [2 février 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