



## MACROECONOMIC *view*

7 juillet 2022



Bruno Cavalier  
Chef économiste ODDO BHF

### *Doit-on sacrifier la croissance pour combattre l'inflation ?*



#### POINTS CLÉS

- L'inflation est devenu le problème n°1 des consommateurs.
- Les banques centrales n'ont plus le luxe d'attendre que la désinflation arrive d'elle-même.
- Cela impose un resserrement monétaire brutal, qui pèsera sur les conditions d'activité.
- Le sacrifice revient à préférer une petite récession aujourd'hui plutôt qu'une grave demain.



La politique économique consiste à stabiliser l'inflation autour d'une cible basse en général fixée à 2% et à piloter la croissance de l'activité au plus près de son potentiel. Les deux objectifs sont également désirables pour la bonne marche des affaires.

Pendant plus de trente ans, dans les pays développés, l'inflation étant faible et peu volatile, les responsables de politique économique ont pu croire qu'ils avaient définitivement résolu une partie du problème et qu'il leur suffisait de se concentrer sur l'autre. Quand l'économie tombait en récession, la réaction était évidente : il suffisait d'assouplir la politique économique, en particulier la politique monétaire, pour soutenir la demande et l'emploi sans craindre un fort dérapage des prix. On faisait ainsi d'une pierre deux coups.

Le problème est tout autre maintenant. L'inflation ne cesse de monter et n'est pas loin de 10% en zone euro, cinq fois plus que la cible. Idem aux Etats-Unis. Après une accélération exceptionnelle en 2021, la croissance économique a fortement ralenti. De plus, comme la guerre en Ukraine a amplifié la crise énergétique au point de faire craindre un rationnement l'hiver prochain, le risque de récession augmente. Cette fois-ci, les deux

objectifs appellent des réactions contraires de politique économique. Combattre l'inflation réclame un resserrement monétaire ce qui pèsera sur la croissance et provoquera une hausse du chômage.

**Que faut-il sacrifier en priorité, la stabilité des prix ou bien la stabilité de l'emploi ?** Le choix n'est pas aussi blanc/noir qu'il n'y paraît à première vue. Il y a cinquante nuances de gris dans cet arbitrage. Pour trouver la bonne, il faut considérer tout d'abord la nature du choc d'inflation, ensuite la répartition des coûts.

**Le choc d'inflation est historique, tant par son ampleur que par sa soudaineté.** En 2020, l'économie mondiale a été mise à l'arrêt pour stopper la circulation du coronavirus. Ce fut la plus grave récession de l'histoire moderne. Le rebond a été spectaculaire (reprise en V), mais sur le moment, ce résultat n'allait pas de soi. Beaucoup craignaient une reprise plus molle (profil en U), avec des rechutes (profil en W), voire pas de reprise du tout (profil en L). Les préoccupations touchant à l'inflation étaient en tout cas inexistantes. Or, en quelques mois, l'inflation s'est imposée comme le problème principal à peu près partout.



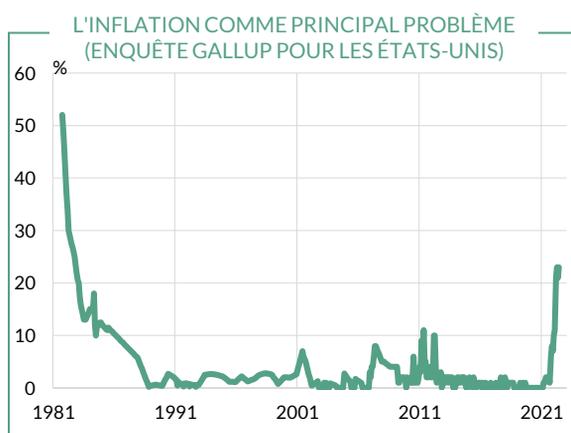
Une illustration frappante nous est donnée par un sondage que conduit Gallup depuis le début des années 1980 auprès d'un panel d'Américains. Il leur faut classer les problèmes économiques par ordre de sévérité. Pendant longtemps, l'inflation n'était presque jamais citée comme un souci, ou de manière marginale. Aujourd'hui, environ un quart des sondés voient l'inflation comme le problème principal, au plus haut depuis quarante ans (graphe). **Tout indique que les Européens sont aussi angoissés que les Américains par l'envolée des prix.**

**Il y a toutefois des différences entre les deux zones. Aux Etats-Unis, l'inflation vient pour 30% environ de l'énergie,** le reste résultant de la vigueur de la demande en biens et services non-énergétiques. **En zone euro, cette part dépasse 50%.** En simplifiant beaucoup, on serait tenté de dire que l'inflation américaine est due en majorité à un excès de demande tandis que l'inflation européenne résulte surtout de problèmes d'offre (retards de livraisons, pénuries). Cette distinction est importante car la politique monétaire peut certes affecter la consommation des ménages ou l'investissement des entreprises mais n'a pas de prise directe sur la production et la distribution d'énergie.

**Quoi qu'il en soit, le changement de psychologie des consommateurs impose désormais à tous les banquiers centraux de viser la désinflation sans tarder.** Il y aura fatalement un coût en termes de croissance ou d'emplois perdus mais il doit être mis en balance avec des bénéfices espérés à plus long terme. Dans ces conditions, faut-il réagir de manière graduelle ou brutale ? L'expérience historique montre qu'en général, quand il faut resserrer la politique monétaire, les banquiers

centraux optent pour le gradualisme. La raison est simple. La politique monétaire agissant sur l'économie réelle avec des délais, cette approche permet de minimiser les erreurs de calibrage. **Il y a encore six mois, la Réserve fédérale et la BCE privilégiaient la manière douce. Ce n'est plus le cas.**

**Sans une réaction forte (quitte à être trop forte), les banques centrales perdraient toute crédibilité par rapport à leur mandat fixant l'inflation-cible à 2%.** Les ménages pourraient être conduit à penser que 10% d'inflation sont un nouveau régime permanent, ajuster leurs revendications salariales en conséquence, aboutissant à une spirale entre les prix et les salaires. Une telle situation s'est produite dans les années 1970. Seule une grave crise économique avait alors permis de réduire les anticipations d'inflation. **En 2022, le sacrifice revient donc à risquer une petite récession aujourd'hui plutôt qu'une grave récession demain.**



Sources : ODDO BHF Securities, Gallup

#### Avertissement

Ce document a été préparé par ODDO BHF dans un but purement informatif. Il ne saurait créer de quelconques obligations à charge de ODDO BHF. Les opinions émises dans ce document correspondent aux anticipations de marché de ODDO BHF au moment de la publication de document. Elles sont susceptibles d'évoluer en fonction des conditions de marché et ne sauraient en aucun cas engager la responsabilité contractuelle de ODDO BHF. Toute référence à des valeurs individuelles a été incluse à des fins d'illustration uniquement. Avant d'investir dans une quelconque classe d'actifs, il est fortement recommandé à l'investisseur potentiel de s'enquérir de manière détaillée des risques auxquels ces classes d'actifs sont exposées notamment le risque de perte en capital.

#### ODDO BHF

12, boulevard de la Madeleine - 75440 Paris Cedex 09 France - Tél. : 33(0)1 44 51 85 00 - Fax : 33(0)1 44 51 85 10 - [www.oddo-bhf.com](http://www.oddo-bhf.com) ODDO BHF SCA, société en commandite par actions au capital de 70 000 000 € - RCS 652 027 384 Paris - agréée en qualité d'établissement de crédit par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et immatriculée à l'ORIAS en qualité de courtier d'assurance sous le numéro 08046444. - [www.oddo-bhf.com](http://www.oddo-bhf.com)