

LE THÈME DU MOIS

## Quelles pourraient être les causes et les conséquences d'une baisse plus rapide que prévu de l'inflation ?



**Mahmood PRADHAN,**  
Responsable macroéconomie,  
Amundi Institute



**Annalisa USARDI, CFA**  
Économiste senior, Amundi Institute

**L'inflation élevée n'a pas déclenché de boucle prix-salaires dans les économies avancées. Le resserrement monétaire a permis de contenir les anticipations d'inflation et la poursuite de cette politique rigoureuse fera baisser l'inflation, peut-être même plus rapidement que prévu.**

Il existe aujourd'hui un large consensus pour considérer que le rythme de progression des indices généraux d'inflation a atteint un pic et devrait suivre une trajectoire descendante, aussi bien aux États-Unis qu'en Europe. En revanche, l'inflation sous-jacente reste trop élevée pour que les banques centrales s'en accommodent, notamment en Europe, où elle continue d'augmenter. Notre scénario central prévoit que la Fed et la BCE poursuivront le resserrement jusqu'au second semestre 2023 et qu'elles maintiendront une politique monétaire restrictive. Le soutien budgétaire devant également s'atténuer progressivement, doit-on s'attendre à une diminution des pressions inflationnistes au second semestre 2023 et à un recul plus rapide de l'inflation ? Nous examinons ici certains des facteurs qui pourraient entraîner une baisse de l'inflation plus rapidement que prévu par notre scénario central.

Aux États-Unis, notre scénario central d'une inflation générale à 4,3 % est légèrement plus positif que les prévisions officielles (le point médian du *dot plot* de la Fed), car nous tablons sur une croissance plus modérée pour 2023 et 2024, avec une probabilité relativement élevée (40 %) de récession au second semestre 2023. Parmi les principales composantes, les prix des biens diminuent à un rythme plus rapide que ce que nous avons prévu, tandis que l'inflation des services et du logement ne

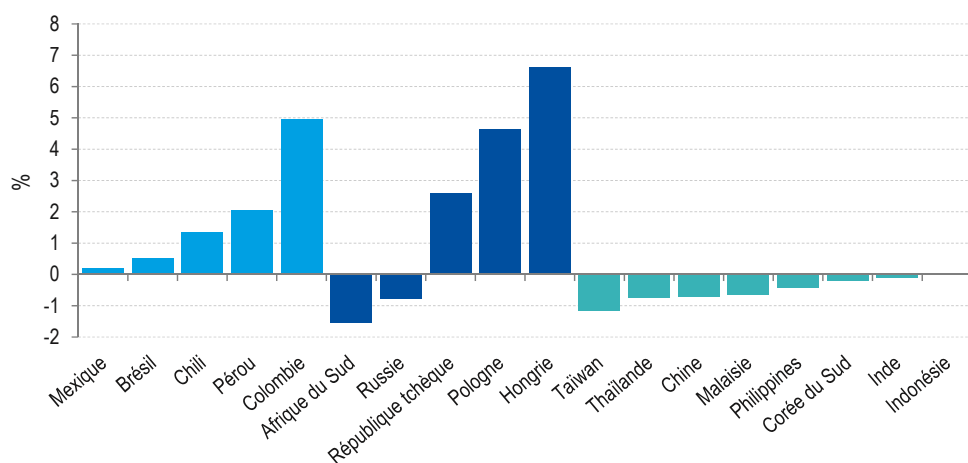
diminuera que progressivement, maintenant l'inflation sous-jacente à un niveau obstinément élevé pendant un certain temps encore. Cela dit, l'indice général et l'indice sous-jacent se sont tous deux retournés de façon décisive.

En Europe, nous nous attendons à ce que la baisse des prix de l'énergie continue à exercer une forte pression baissière sur l'inflation générale, tandis que l'inflation sous-jacente restera élevée, ne diminuant que très progressivement pour atteindre un peu moins de 4 % à la fin de cette année. Ceci reflète notre prévision d'une hausse de la masse salariale globale (rémunération du travail) qui restera modérée, soit environ 3,5 % cette année et l'année prochaine. Par conséquent, à court terme, les autorités monétaires n'envisageront des pauses qu'avec la plus grande prudence tant que l'inflation sous-jacente ne sera pas clairement engagée sur une trajectoire baissière.

Dans les économies émergentes, l'inflation a également atteint un pic, mais à partir de niveaux très élevés et avec de fortes disparités entre les pays. De manière générale, la réouverture de la Chine devrait réduire l'inflation dans ces pays à mesure que les chaînes d'approvisionnement se normaliseront, même si cet effet sera atténué par les pressions haussières générées sur les matières premières.

*Le soutien budgétaire devrait s'atténuer, ce qui pourrait entraîner une diminution des pressions inflationnistes au second semestre de 2023 et un recul plus rapide de l'inflation*

### 1/ T4 2023 Variations des anticipations d'inflation par rapport à la borne haute de la cible des BC



Source : CEIC, Bloomberg et Amundi Institute. Données au 24 janvier 2023.



LE THÈME DU MOIS

Un scénario de baisse proportionnelle de l'inflation globale et de l'inflation sous-jacente serait très positif pour la plupart des classes d'actifs

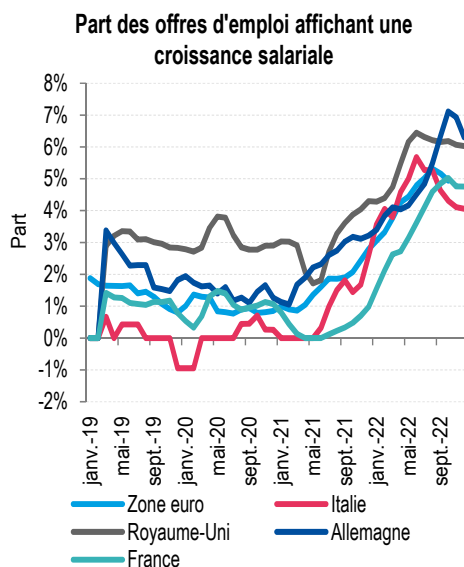
Quelles pourraient être les causes d'un repli plus rapide que prévu de l'inflation ?

- Risque de boucle prix-salaires plus faible que d'habitude.** Au cours de nombreuses phases passées de hausse de l'inflation, la croissance des salaires n'a pas accéléré lorsque les salaires réels étaient en baisse et que les anticipations d'inflation restaient ancrées du fait du resserrement monétaire. Une [étude](#) récente du FMI confirme cette configuration lors de 22 périodes similaires de hausse de l'inflation dans les économies avancées. L'épisode actuel d'inflation élevée, qui ne provient pas des marchés de l'emploi, présente de telles caractéristiques, tant en Europe qu'aux États-Unis — des salaires réels en baisse malgré une progression des salaires nominaux, avec une politique monétaire qui devrait rester restrictive. Aux États-Unis, où les tensions sur le marché du travail ont été plus fortes, le salaire moyen est déjà en train de décélérer et les employeurs semblent proposer désormais des augmentations de salaire plus faibles sur les offres d'emploi publiées (comparées avec la croissance du salaire médian des postes déjà pourvus).
- Les conditions financières vont se durcir.** Malgré un resserrement monétaire déjà conséquent, les conditions financières se sont récemment détendues, les marchés étant rassurés par la résilience de la croissance. Toutefois, au vu des délais habituels avec lesquels les politiques monétaires exercent leurs effets, l'action

des banques centrales finira par se faire sentir, les coûts d'emprunt pour les entreprises et les ménages ayant déjà considérablement augmenté. Par ailleurs, compte tenu du fait qu'il y a peu de chances que la demande bénéficie d'un soutien budgétaire durable, la politique macroéconomique ne devrait pas, d'une façon générale, aggraver les pressions inflationnistes. Même en Europe, les gouvernements devraient avoir du mal à maintenir les niveaux actuels de prise en charge de la hausse des factures énergétiques.

- La réouverture de la Chine atténuera les pressions inflationnistes.** La normalisation progressive de l'activité économique chinoise soulagera les chaînes d'approvisionnement et réduira les pressions inflationnistes au niveau mondial. Cet effet devrait plus que compenser celui de la hausse de la demande intérieure en Chine qui affectera largement la consommation, générant une demande mondiale nettement plus élevée de matières premières (à l'exception de certaines matières premières industrielles). De plus, toute hausse significative de l'inflation en Chine pourrait entraîner un resserrement monétaire.
- Des perspectives de croissance encore faibles.** La croissance aux États-Unis et en Europe devrait rester très modérée (bien en dessous du potentiel) cette année et l'année prochaine, avec une

2/ Croissance des salaires : zone euro vs États-Unis



Source : Amundi Institute, Datastream. Données au 25 janvier 2023.

## LE THÈME DU MOIS

probabilité importante de récession de part et d'autre de l'Atlantique. Les marges de manœuvre budgétaires et

monétaires étant très réduites, une période de faiblesse prolongée devrait peser sur l'inflation.

**Et si l'inflation baissait bien plus vite que prévu ?**

En ce qui concerne les prix des actifs, le scénario le plus favorable serait une baisse proportionnelle des indices généraux et sous-jacents d'inflation sous l'effet d'une modération des coûts salariaux, d'une baisse durable des prix de l'énergie et des effets différés du durcissement monétaire déjà engagé. Une telle évolution serait très positive pour la plupart des classes d'actifs — et permettrait un « bon » atterrissage en douceur. En revanche, si l'inflation sous-jacente se révèle persistante (alors que l'inflation générale continue de baisser), les banques centrales se trouveront dans une situation délicate. Elles continueront de s'inquiéter de l'accélération probable des salaires et des anticipations d'inflation. Une attitude moins patiente des banques centrales

augmenterait les risques d'atterrissage plus brutal, ce qui déprimerait les marchés d'actions et entraînerait un aplatissement baissier des marchés obligataires.

Cependant, une baisse plus rapide de l'inflation pourrait être un bienfait mitigé. Si l'inflation chute en raison d'une baisse plus importante que prévu de la croissance, les risques de récession plus marquée et de faiblesse prolongée seraient importants, d'autant plus que, cette fois-ci, la marge de réponse monétaire et budgétaire est faible. Au-delà des actifs obligataires, la plupart des classes d'actifs seraient soumises à une pression prolongée.

*Achévé de rédiger le 2 février 2023*

## 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 Policies  
Sovereign Bonds High Forecasts  
ESG Quant Fixed Income Yield Real Estate  
Investment Strategies Asset 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 7 février 2023. 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 : 7 février 2023.

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 - Laurent Renault / EyeEm

### Directeurs de la publication

**DEFEND Monica**, Directrice d'Amundi Institute  
**MORTIER Vincent**, CIO Groupe

### Rédactrices en chef

**BERTINO Claudia**, Responsable d'Amundi Investment Insights & Publishing  
**FIOROT Laura**, Responsable Investment Insights & Client Division

### Contributeurs Amundi Institute

**AINOUZ Valentine**, Responsable de la stratégie Taux, CFA  
**BERARDI Alessia**, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique  
**BERTONCINI Sergio**, Stratégiste Senior Taux  
**BOROWSKI Didier**, Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques  
**CESARINI Federico**, Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset  
**DROZDZIK Patryk**, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents  
**GEORGES Delphine**, Stratégiste Senior Taux

### 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

**HERVÉ Karine**, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents  
**HUANG Claire**, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents  
**PANELLI Francesca**, Spécialiste Investment Insights & Client Division  
**PORTELLI Lorenzo**, Responsable de l'équipe Recherche Cross Asset, Responsable de la Recherche Amundi SGR Italy  
**PRADHAN Mahmood**, Responsable macroéconomie  
**USARDI Annalisa**, Economiste Senior, CFA  
**VARTANESYAN Sosi**, Analyste Souverains Senior

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

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

**NIALL Paula**, Spécialiste Investment Insights & Client Division

### Conception et support

**BERGER Pia**, Spécialiste communication  
**PONCET Benoît**, Spécialiste communication

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