

ECO FLASH

April 2020

Eurozone: a disinflationary bias in the short and the medium term?

Louis Boisset

- The Covid-19 crisis will result in a sharp contraction of eurozone GDP. However, its effect on inflation is still unclear.
- The impact could be disinflationary over the short term, although no consensus has emerged as to the likely medium term trend.
- In March, total inflation in the eurozone fell significantly, also reflecting the effect of lower energy prices.
- The destruction of a portion of the productive capacity could constrain supply in the medium term, whilst public policies will support demand, thus encouraging an acceleration in prices.
- Conversely, a lack of demand relative to potential supply could maintain a disinflationary bias in the eurozone.

The Covid-19 pandemic will cause a short but deep economic recession in developed countries, and particularly in the eurozone. That being said, its impact on prices remains uncertain. Unlike a 'normal' recession, in which economic activity is hit by a lack of demand, the current situation weighs on both supply and demand. One of the questions therefore is which of these two shocks will dominate. The recent publication of inflation figures for March clearly do not allow us to identify such trends, but they do provide initial information.

Slower prices in March linked to slower 'transport' prices

Total inflation in the eurozone, as measured by the Harmonised Consumer Price Index (H CPI), fell significantly in March 2020, to 0.7% y/y, from 1.2% in February (Figure 1).

This was in part due to the marked fall in the energy component (decrease by -4.5%) as a result of tumbling oil prices. The core inflation (corrected for the most volatile

■ Total and core inflation in the eurozone (y/y, %)



Figure 1

Source: Eurostat

■ Inflation by HCPI component (y/y, %)



Figure 2

Source: Eurostat

DIRECTION DES ETUDES
ECONOMIQUES



BNP PARIBAS



La banque
d'un monde
qui change

components) was also down, albeit by less, falling from 1.2% to 1.0%, in line with its average since early 2012.

Inflation has fallen in nearly all sectors (Figure 2). By far the most noticeable fall came in the 'transport' component, and this alone explains virtually all of the overall fall in inflation (Figure 3). Having risen by 1.8% in February 2020, prices in transport fell by 0.6% in March. Although prices in this sector are naturally sensitive to oil prices, this was nevertheless the biggest fall since mid-2016. Inflation in the 'transport services' segment saw a particularly sharp fall, from 2% in February to 0.2% in March (Figure 4), driven especially by the fall in 'air transport' (from 6% to 1%). This suggests that the rapid spread of Covid-19, both within countries and internationally, quickly weakened households' confidence and their wish to travel.

The three components for which inflation increased in March were food, health and clothing.

In 'food' firstly, the increase in inflation was fairly remarkable, jumping from 1.8% to 2.3%, the biggest monthly inflation since June 2018. It is worth noting that there was a similar trend in Japan¹. This might reflect stockpiling by consumers in anticipation of a negative supply shock. The structure of food purchasing might also have shifted to more locally produced goods, given the significant disruptions to global production and supply chains, which may also have driven an acceleration in prices.

Meanwhile, in the 'health' component, the slight rise in inflation potentially reflected the increased demand for medical products during the epidemic. Lastly, the 'clothing' sector might be seeing a shift of consumers' demand from physical shops to online purchases.

Needless to say, all of these trends should be considered with caution in the absence of more data. For the time being, the initial signs suggest a disinflationary bias in the short term. Although not necessarily a consensus, this view is fairly widespread amongst observers. In the short term, the sudden drop in demand would dominate the negative supply shock. The latter could also be limited by adequate inventory levels in developed countries.

Is there a medium term risk of strong inflationary pressures?

Although market expectations of inflation continue to fall (Figure 5), some analysts have highlighted the risk of significant inflationary pressures over the medium term. Others take a much more sceptical view.

- o *The arguments for a medium term increase in inflation*

As in periods of war or natural disasters we are seeing the emergence of fears that demand stimulus, through the current monetary and fiscal support, will combine with a lasting reduction of supply caused by the destruction of productive capacity (materialized today by bankruptcies). As a result, a significant increase in inflation is to be expected once the epidemic is over. The quicker the return to pre-crisis production levels, the greater the public support will be pro-cyclical, and therefore leads to more inflation. In this framework, central banks, may be unable to tackle the rising

¹ T. Watanabe, *The responses of consumption and prices in Japan to the Covid-19 crisis and the Tohoku earthquake*, VoxEu, April 2020

Components of eurozone inflation (pp)

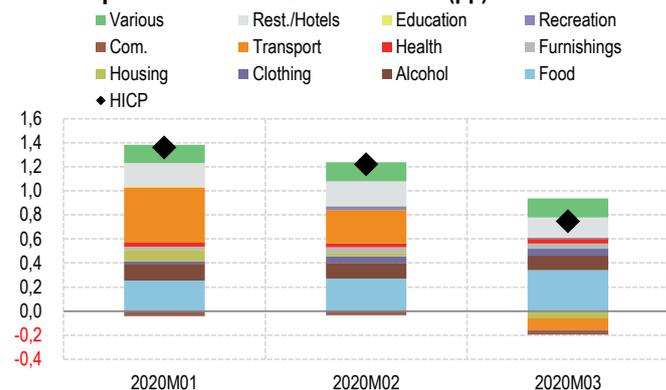


Figure 3

Source: Eurostat

Inflation in the 'transport' sector (y/y, %)

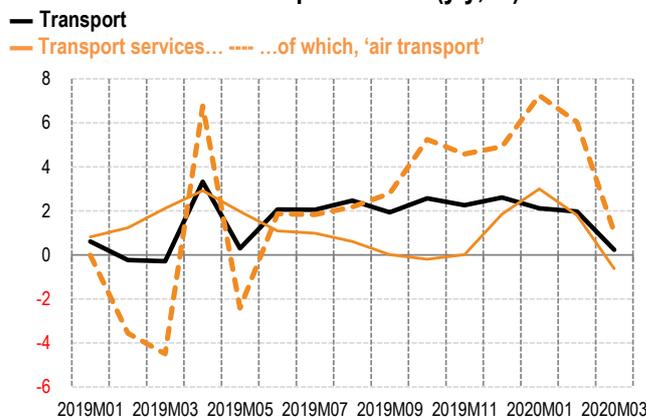


Figure 4

Source : Eurostat

Market expectations of eurozone inflation



Figure 5

Source: ECB

trend in inflation by raising interest rates, given the surplus of debt. Stronger inflation will thus be justified as compensating for several years of below-target inflation².

² C. Goodhart et al., *Future imperfect after coronavirus*, VoxEu, March 2020

In addition, growing consumers' concerns could lead to a significant rise in relative demand for certain essential goods. If the lockdown continues, the stimulus to demand from government measures could lead to an increase in the relative prices of these essential goods and scarcity of supply. Inflation for these goods would therefore be greater³.

More structurally, the current crisis could lead to acceleration in the process of shortening of global value chains. The resulting loss of economic efficiency will push production costs upwards and ultimately feed through into consumer prices.

- *The arguments for a medium term decrease in inflation*

For supporters of a disinflationary bias, the risk of a destruction of productive capacity is admittedly real, but much more limited than in wartime or after natural disasters. The economic policy measures taken, notably in the eurozone, will help limit business failures (through measures to support their cash-flow) and the increase in 'traditional' unemployment. On this point, the widespread implementation in Europe of short-time working schemes will help to partially offset the shock to employment from the Covid-19 crisis⁴. Moreover, in wartime, the government generally plays the role of employer of first resort and buys a large quantity of products, thus pushing up inflation. This is unlikely to be the case today.

It is true that once the lockdown is lifted, the recovery in demand could be significant. Households' purchasing power has been protected by public measures and the collapse in commodity prices, financial conditions remain favourable and the forced savings built up during the lockdown can be fully spent once it ends. However, three factors could attenuate the recovery in demand and hence the risk of inflation:

- There could be a 'rush' from consumers as soon as the lockdown is lifted, but massive, simultaneous purchases of durable goods (cars for example) are unlikely;
- Precautionary behaviours could persist in an economic climate that will remain particularly uncertain⁵;
- A significant supply shock can lead to business failures and layoffs, resulting in a lack of aggregate demand (consumption and investment). This demand shock can thus cause an additional negative impact on production and employment⁶.

We might also expect that once social-distancing measures are relaxed, many sectors significantly affected by the Covid-19 crisis could offer sharp discounts to attract clients. In the 'transport' and 'hotels and restaurants' sectors, for example – which account for around 25% of the HCPI in the eurozone – a reduction in prices would have a non-negligible effect on overall inflation.

³ R. Baldwin, *The supply-side matters: Guns vs butter, Covid-style*, VoxEu, March 2020

⁴ C. Berson et al, *Short-time work: a useful tool in times of crisis*, Banque de France, April 2020

⁵ S.R. Baker, *Covid-induced economic uncertainty*, NBER, April 2020

⁶ V. Guerrieri et al., *Macroeconomic implications of Covid-19: Can negative supply shocks cause demand shortages?*, NBER, April 2020

■ Effective growth and output gap in the eurozone

— Output gap (as % of potential GDP)

— Real effective growth



Figure 6

Sources: IMF, AMECO

Inflation dynamics will depend on the profile of the post-crisis recovery

Preliminary estimates suggest that the impact of the Covid-19 crisis in the eurozone countries will be temporary but substantial⁷. The profile of the economic recovery will determine the pattern of inflation. As has often been said, the nature of this recovery is particularly difficult to predict, and will be influenced by several factors: whether consumption is recoverable or not; levels of precautionary savings; potential fiscal consolidation to tackle debt surplus; the recovery in global trade; and so on.

The latest International Monetary Fund (IMF) forecasts⁸ suggest that the eurozone GDP will contract by 7.5% in 2020, before recovering by 4.7% in 2021 (Figure 6). The output gap would as a result widen significantly⁹, thus favouring a disinflationary bias in the eurozone.

In conclusion, there does not yet seem to be a consensus over future price trends, particularly when it comes to the medium term. In any event, the eurozone has seen a number of years of relatively low inflation relative to the target of 2% over the medium term, and the ECB could be willing to accept greater inflationary pressures over the next few months. So whilst an increase in inflation can not be ruled out, this may be limited and focused on certain groups of products.

Louis Boisset

louis.boisset@bnpparibas.com

⁷ *Evaluating the initial impact of Covid containment measures on activity*, OECD, March 2020

⁸ *World Economic Outlook, Chapter 1: The great lockdown*, May 2020, IMF

⁹ Assuming estimated potential growth in the eurozone of 1.3% in 2019 and stable in 2020 and 2021.

Recherche Economique Groupe

William De Vijlder
Chief Economist

+33 1 55 77 47 31 william.devijlder@bnpparibas.com

ADVANCED ECONOMIES AND STATISTICS

Jean-Luc Proutat
Head – United States, United Kingdom

+33 1 58 16 73 32 jeanluc.proutat@bnpparibas.com

Hélène Baudchon
France – Labour markets

+33 1 58 16 03 63 helene.baudchon@bnpparibas.com

Louis Boisset
European Central Bank watch, Euro area global view, Japan

+33 1 57 43 02 91 louis.boisset@bnpparibas.com

Frédérique Cerisier
Euro area (European governance and public finances), Spain, Portugal

+33 1 43 16 95 52 frederique.cerisier@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten
Germany, Netherlands, Austria, Switzerland – Energy, climate – Long-term projections

+33 1 42 98 53 99 raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Tarik Rharrab
Statistics

+33 1 43 16 95 56 tarik.rharrab@bnpparibas.com

BANKING ECONOMICS

Laurent Quignon
Head

+33 1 42 98 56 54 laurent.quignon@bnpparibas.com

Laure Baquero

+ 33 1 43 16 95 50 laure.baquero@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54 celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+ 33 1 40 14 30 77 thomas.humblot@bnpparibas.com

EMERGING ECONOMIES AND COUNTRY RISK

François Faure
Head – Argentina

+33 1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier
Deputy Head – Greater China, Vietnam, South Africa

+33 1 42 98 56 27 christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby
Africa (French-speaking countries)

+33 1 42 98 02 04 stephane.alby@bnpparibas.com

Stéphane Colliac
Turkey, Ukraine, Central European countries

+33 1 42 98 26 77 stephane.colliac@bnpparibas.com

Sara Confalonieri
Africa (Portuguese & English-speaking countries)

+33 1 42 98 43 86 sara.confalonieri@bnpparibas.com

Pascal Devaux
Middle East, Balkan countries

+33 1 43 16 95 51 pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot
Korea, Thailand, Philippines, Mexico, Andean countries

+33 1 42 98 33 00 helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad
Latin America

+33 1 42 98 74 26 salim.hammad@bnpparibas.com

Johanna Melka
India, South Asia, Russia, CIS

+33 1 58 16 05 84 johanna.melka@bnpparibas.com

CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

+33 1 42 98 05 71 michel.bernardini@bnpparibas.com



NOS PUBLICATIONS

**CONJONCTURE**

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

**EMERGING**

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes

**PERSPECTIVES**

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

**ECOFLASH**

Un indicateur, un évènement économique majeur. Le détail ...

**ECOWEEK**

L'actualité économique de la semaine et plus...

**ECOTV**

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images

**ECOTV WEEK**

Quel est l'évènement de la semaine ?
La réponse dans vos deux minutes d'économie

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'emploi ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquels il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagé par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudential et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudential (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudential et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 (Regulated Activity Types 1, 4 et 6) en vertu de la Securities and Futures Ordinance. Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques – BNP PARIBAS

Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS

Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34 –

Internet : groupparibas.com - www.economic-research.bnpparibas.com

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

VOUS POUVEZ VOUS ABONNER SUR
NOTRE SITE ONGLET ABONNEMENT
<http://economic-research.bnpparibas.com>

ET

NOUS SUIVRE SUR LINKEDIN
<https://www.linkedin.com/showcase/bnp-paribas-economic-research/>
OU TWITTER
https://twitter.com/EtudesEco_BNPP

