

ECO FLASH

Avril 2020

Zone euro : un biais désinflationniste à court et moyen terme ?

Louis Boisset

- La crise du Covid-19 va entraîner une forte contraction du PIB de la zone euro. Toutefois, son effet sur l'inflation est incertain.
- L'impact sur la dynamique des prix pourrait être désinflationniste à court terme, tandis qu'un consensus ne semble pas se dégager à moyen terme.
- En mars, l'inflation totale en zone euro a nettement diminué, sous l'effet aussi de la baisse des prix de l'énergie.
- La destruction d'une partie du capital productif pourrait contraindre l'offre à moyen terme, tandis que les politiques publiques soutiendraient la demande, favorisant ainsi l'accélération des prix.
- Le déficit de demande par rapport à l'offre potentielle pourrait, à l'inverse, maintenir un biais désinflationniste en zone euro.

La pandémie du Covid-19 va entraîner une courte mais profonde récession économique dans les pays développés, et notamment en zone euro. Son impact sur la dynamique des prix demeure néanmoins incertain. À la différence d'une récession « normale », période pendant laquelle l'activité économique souffre d'un déficit de demande, aujourd'hui à la fois la demande et l'offre sont négativement affectées. L'une des questions est de savoir quel choc dominera. La récente publication de données d'inflation pour le mois de mars, sans bien sûr pouvoir renseigner sur la tendance, offre de premières informations.

Ralentissement des prix en mars en lien avec le prix des « transports »

L'inflation totale en zone euro, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), a baissé de manière marquée en mars 2020 s'établissant à +0,7%, en glissement annuel (g.a.), contre +1,2% en février (cf. graphique 1).

■ Inflation totale et sous-jacente en zone euro (g.a., en %)



Graphique 1

Source : Eurostat

■ Inflation par composante de l'IPCH (g.a., en %)



Graphique 2

Source : Eurostat

DIRECTION DES ETUDES
ECONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change



Cette dynamique s'explique en partie par la baisse sensible des prix de la composante énergétique (-4,5%) en lien avec la chute des prix du pétrole. La composante sous-jacente de l'inflation (i.e. corrigée des composantes les plus volatiles), s'est également inscrite en baisse, quoique moins marquée, passant de +1,2% à +1,0%, soit sa moyenne depuis début 2012.

L'inflation a diminué dans la quasi-totalité des secteurs (cf. graphique 2). La baisse la plus notable a concerné sa composante « transports », et explique quasi-exclusivement le repli général de l'inflation (cf. graphique 3). Après avoir progressé de +1,8% en février 2020, les prix dans les transports ont en effet diminué de -0,6% en mars. Si l'évolution des prix dans ce secteur est sensible à l'évolution du prix du pétrole, il s'agit néanmoins du plus important repli depuis mi-2016. L'inflation des « services de transports » a, en particulier, diminué de +2% en février à +0,2% en mars (cf. graphique 4) tirée notamment à la baisse par le « transport par air » (de +6% à +1%). Cette dynamique indiquerait que la propagation rapide du Covid-19 au sein des pays ou à l'échelle internationale a très nettement renforcé la frilosité des consommateurs à se déplacer.

Les trois composantes pour lesquelles l'inflation a augmenté en mars sont l'alimentation, la santé et le textile.

Dans « l'alimentation », tout d'abord, la hausse de l'inflation est assez remarquable, passant de +1,8% à 2,3%, soit la plus forte progression depuis juin 2018. Nous pouvons observer une dynamique similaire au Japon¹. Ceci pourrait témoigner de comportements de stockage du côté des consommateurs, qui anticipent alors un choc d'offre négatif. La structure des biens alimentaires a également pu être modifiée en faveur des produits locaux, compte tenu des distorsions importantes sur les chaînes mondiales de production et de livraison, favorisant une accélération des prix.

Par ailleurs, au sujet de la composante « santé », la légère hausse de l'inflation reflèterait le besoin accru de produits médicaux en cette période d'épidémie. Enfin, le secteur du textile pourrait bénéficier d'un effet de report de la demande des consommateurs qui, ne pouvant être satisfaite en raison de la fermeture de magasins, s'oriente vers des achats en ligne.

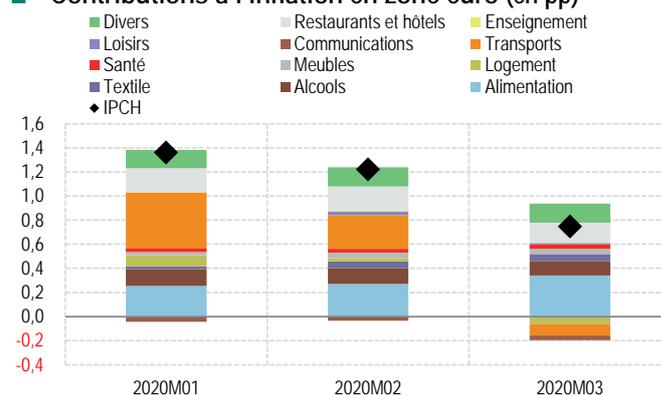
L'ensemble de ces dynamiques est évidemment à analyser avec précaution en l'absence de davantage de données. Pour l'heure, les premières indications tendent à suggérer un biais désinflationniste à court terme. Sans toutefois faire consensus, cette réflexion est relativement bien partagée par les observateurs. À court terme, la baisse marquée de la demande l'emporterait sur le choc négatif du côté de l'offre. Ce dernier pourrait de surcroît être atténué par la présence de stocks suffisants dans les pays développés.

À moyen terme, un risque de pression forte sur l'inflation ?

Si l'inflation anticipée par les marchés reste orientée à la baisse (cf. graphique 5), certaines analyses font état d'un risque de fortes pressions inflationnistes à moyen terme. D'autres apparaissent nettement plus sceptiques.

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

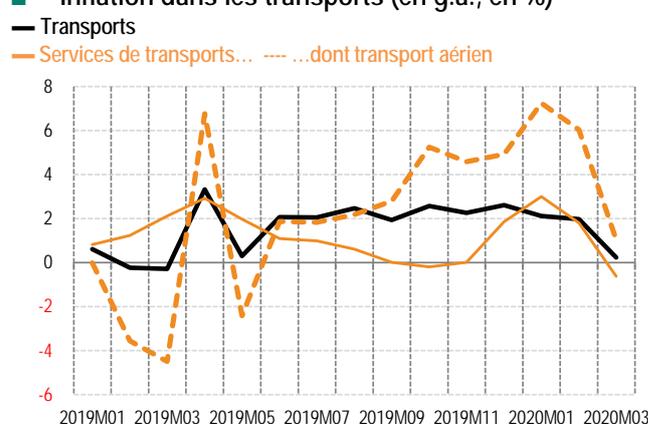
■ Contributions à l'inflation en zone euro (en pp)



Graphique 3

Source : Eurostat

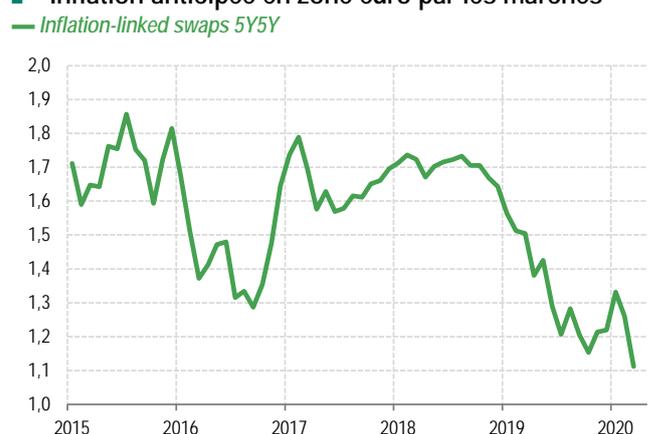
■ Inflation dans les transports (en g.a., en %)



Graphique 4

Source : Eurostat

■ Inflation anticipée en zone euro par les marchés



Graphique 5

Source : BCE

- Les arguments en faveur d'une tendance inflationniste à moyen terme

Comme lors de périodes de guerre ou de sinistres climatiques, commence à émerger la crainte que le soutien de la demande, via l'actuel stimulus monétaire et budgétaire, se combine à une réduction durable de l'offre, via la destruction

des capacités de production (qui se matérialiserait aujourd'hui par des faillites d'entreprises). Ainsi, une hausse marquée de l'inflation peut être anticipée une fois l'épidémie passée. Plus le rattrapage du niveau de production d'avant-crise sera rapide, plus les mesures de soutien public seront procycliques et donc inflationnistes. Dans ce contexte, les banques centrales pourraient ne pas être en mesure de lutter contre cette dynamique en augmentant les taux d'intérêt compte tenu du surplus de dette accumulé. Cette inflation plus forte serait alors justifiée par la compensation de plusieurs années d'inflation inférieure à la cible².

Par ailleurs, l'inquiétude grandissante des consommateurs peut mener à une hausse sensible de la demande relative pour certains biens essentiels. Si les mesures sanitaires de confinement se prolongeaient, la stimulation de la demande par le soutien public entraînerait une hausse des prix relatifs de ces biens essentiels et une raréfaction de l'offre. L'inflation pour ce type de biens serait alors plus forte³.

Plus structurellement, l'épisode de crise actuel pourrait mener à une accélération du processus de raccourcissement des chaînes mondiales de valeur. La perte d'efficacité économique qui en découlerait ferait pression à la hausse sur les coûts de production et *in fine* sur les prix à la consommation.

o *Les arguments en faveur d'une tendance désinflationniste à moyen terme*

Pour les tenants de la thèse du biais désinflationniste, le risque de destruction des capacités de production est certes réel mais nettement plus limité que lors d'épisodes de guerre ou de sinistres climatiques. Les mesures de politique économique mises en œuvre, notamment en zone euro, permettraient en effet de limiter les faillites d'entreprises (par le biais de mesures de soutien à leur trésorerie) et la hausse du chômage « traditionnel ». Sur ce point, le recours quasi-généralisé en Europe à des dispositifs de réductions des heures travaillées (chômage partiel) permettrait d'amortir le choc de la crise du Covid-19 sur l'emploi⁴. De plus, pendant les périodes de guerre, l'État joue habituellement le rôle d'employeur en premier ressort et achète une quantité importante de produits, créant ainsi davantage d'inflation. Ce n'est pas le cas aujourd'hui⁵.

Il est vrai qu'une fois les mesures sanitaires levées, le rebond de la demande pourrait être marqué. Le pouvoir d'achat des ménages a été soutenu par les mesures budgétaires et la chute des prix des matières premières, les conditions financières restent favorables et l'épargne forcée constituée pendant le confinement peut désormais être pleinement dépensée. Trois facteurs pourraient toutefois atténuer le rebond de la demande et ainsi le risque inflationniste :

- Un phénomène de « *rush* » du côté des consommateurs pourrait être observé immédiatement les mesures sanitaires levées, mais

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

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

⁴ C. Berson, et al., *L'activité partielle, un outil précieux en temps de crise*, Banque de France, avril 2020

⁵ D. Miles, *Will inflation make a comeback after the crisis ends*, VoxEu, avril 2020

des achats massifs et coordonnés de biens durables (automobile par exemple) sont peu probables ;

- Des comportements de précaution pourraient perdurer dans un climat économique encore particulièrement incertain⁶ ;
- Un choc d'offre important peut mener à des faillites et des licenciements, induisant une insuffisance de la demande agrégée (consommation et investissement). Ce choc de demande peut alors davantage peser sur la production et l'emploi⁷ et, *in fine*, sur la dynamique des prix.

De manière plus conjoncturelle, nous pouvons anticiper que lorsque les mesures de distanciation sociale seront levées, de nombreux secteurs sensiblement affectés par la crise du Covid-19 mettront en place des réductions de prix pour attirer la demande. Dans les « transports » et « l'hôtellerie et restauration », par exemple, compte tenu de leur poids dans l'IPCH en zone euro (de l'ordre de 25%), une réduction de prix aurait un effet non négligeable sur la dynamique globale de l'inflation.

La dynamique d'inflation dépendra du profil du rebond économique post-crise

Selon des évaluations préliminaires, l'impact de la crise du Covid-19 sur les pays de la zone euro, bien que temporaire, serait d'une ampleur très significative⁸. Le profil du rebond de l'activité économique sera ensuite déterminant pour la dynamique d'inflation. Comme cela a été souvent répété, ce rebond est particulièrement difficile à prévoir et plusieurs facteurs pourront l'influencer : le caractère rattrapable ou non de la consommation, l'épargne de précaution, la consolidation budgétaire potentielle pour faire face au surplus d'endettement, la reprise du commerce mondial, etc.

Selon les dernières prévisions du Fonds monétaire international (FMI)⁹, le PIB en zone euro se contracterait de -7,5% en 2020 avant de se redresser de +4,7% en 2021 (cf. graphique 6). L'écart de production resterait ainsi nettement creusé¹⁰, favorisant un biais désinflationniste en zone euro.

En conclusion, un consensus ne semble pas se dégager concernant la dynamique des prix, en particulier à moyen terme. En tout état de cause, la zone euro fait face depuis plusieurs années à une inflation relativement faible au regard de la cible de 2% à moyen terme et la BCE pourrait accepter

⁶ S.R. Baker, *Covid-induced economic uncertainty*, NBER, avril 2020

⁷ V. Guerrieri et al., *Macroeconomic implications of Covid-19: Can negative supply shocks cause demand shortages?*, NBER, avril 2020

⁸ *Evaluating the initial impact of Covid containment measures on activity*, OCDE, mars 2020

⁹ World Economic Outlook, *Chapter 1: The great lockdown*, mai 2020, FMI

¹⁰ En tenant compte d'une estimation de croissance potentielle de la zone euro à 1,3% en 2019 et stable en 2020 et 2021.

des pressions inflationnistes plus intenses au cours des prochains mois. Si une hausse de l'inflation n'est donc pas à exclure, celle-ci pourrait n'être que limitée et concentrée sur certaines catégories de produits.

Louis Boisset

louis.boisset@bnpparibas.com

■ Croissance effective et écart de production en zone euro

■ Ecart de production (en % du PIB potentiel)

— Croissance réelle effective



Graphique 6

Sources : FMI, AMECO

Recherche Economique Groupe

William De Vijlder Chef économiste	+33 1 55 77 47 31	william.devijlder@bnpparibas.com
ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES		
Jean-Luc Proutat Responsable – Etats-Unis, Royaume-Uni	+33 1 58 16 73 32	jeanluc.proutat@bnpparibas.com
Hélène Baudchon France – Marché du travail	+33 1 58 16 03 63	helene.baudchon@bnpparibas.com
Louis Boisset Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon	+33 1 57 43 02 91	louis.boisset@bnpparibas.com
Frédérique Cerisier Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal	+33 1 43 16 95 52	frederique.cerisier@bnpparibas.com
Raymond Van Der Putten Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse – Energie, climat – Projections à long terme	+33 1 42 98 53 99	raymond.vanderputten@bnpparibas.com
Tarik Rharrab Statistiques	+33 1 43 16 95 56	tarik.rharrab@bnpparibas.com
ECONOMIE BANCAIRE		
Laurent Quignon Responsable	+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
ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS		
François Faure Responsable – Argentine	+33 1 42 98 79 82	francois.faure@bnpparibas.com
Christine Peltier Adjointe – Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud	+33 1 42 98 56 27	christine.peltier@bnpparibas.com
Stéphane Alby Afrique francophone	+33 1 42 98 02 04	stephane.alby@bnpparibas.com
Stéphane Colliac Turquie, Ukraine, Europe Centrale	+33 1 42 98 26 77	stephane.colliac@bnpparibas.com
Sara Confalonieri Afrique lusophone et anglophone	+33 1 42 98 43 86	sara.confalonieri@bnpparibas.com
Pascal Devaux Moyen-Orient, Balkans	+33 1 43 16 95 51	pascal.devaux@bnpparibas.com
Hélène Drouot Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins	+33 1 42 98 33 00	helene.drouot@bnpparibas.com
Salim Hammad Amérique latine	+33 1 42 98 74 26	salim.hammad@bnpparibas.com
Johanna Melka Inde, Asie du Sud, Russie, CEI	+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



ECOFASH

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 celle (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 loi 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 desquelles 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 engagés 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 Prudentiel 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 Prudentiel (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 Prudentiel et est soumise à une réglementation limitée par la 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 : group.bnpparibas.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

