

ZONE EURO : LA DEMANDE CONTENUE DES MÉNAGES ET DES ENTREPRISES DEVRAIT ENTRAÎNER UNE ACCÉLÉRATION DE L'INFLATION

La pandémie de Covid-19 a provoqué une baisse de l'inflation et, dans la plupart des pays de la zone euro, a accru les différences d'inflation entre les secteurs. Il faudra beaucoup de temps avant que l'activité retrouve une dynamique suffisante pour créer des tensions sur le marché du travail, condition nécessaire — en l'absence de chocs exogènes — à une hausse générale et durable de l'inflation. Il faut donc s'attendre, pour les années à venir, à ce que l'inflation oscille autour d'une tendance légèrement à la hausse. En 2021, la libération de la demande contenue — dans l'hypothèse d'un déploiement suffisamment large d'un vaccin — pourrait provoquer un rebond temporaire de l'inflation. À cet égard, la diminution de l'élasticité-prix de la demande constituera un élément-clé.

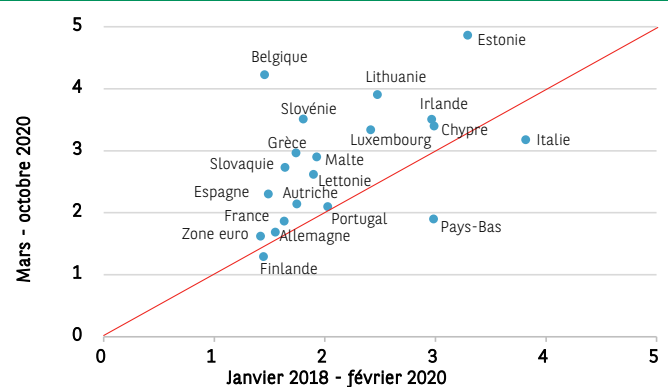
L'inflation est principalement analysée d'un point de vue macroéconomique : son lien avec l'orientation de la politique monétaire, l'existence de goulets d'étranglement sur le marché du travail, etc. Cependant, elle est en grande partie le résultat de millions de décisions prises par les ménages et les entreprises en termes de dépenses, de production ou de stratégie commerciale. En général, les décisions des particuliers auront tendance à être très corrélées — les variations de la confiance des ménages en sont une bonne illustration — et cela vaut également pour les entreprises. Cela justifie une approche macroéconomique de l'inflation. Cependant, l'hétérogénéité est parfois un facteur important, se traduisant par des variations de prix très différentes d'un secteur à l'autre. C'est aussi ce que montre l'expérience récente.

La pandémie de Covid-19 entraîne un fort ralentissement des prix dans la zone euro. Le taux d'inflation (mesuré par la variation annuelle de l'indice des prix à la consommation harmonisé) s'est inscrit en octobre 2020 en territoire négatif depuis le troisième mois consécutif (-0,3 % en glissement annuel, g.a.). Certes, des événements exogènes, comme l'abaissement temporaire du taux de TVA en Allemagne, jouent un rôle, mais l'inflation sous-jacente renvoie également une image de très faible progression des prix. Elle s'est établie à un niveau historiquement bas de +0,2 % en octobre comme en septembre. Cette faible dynamique est commune aux quatre plus grands pays de la zone euro.

Le choc désinflationniste que constitue la crise est particulièrement visible dans certains secteurs les plus touchés par les restrictions sanitaires. Comme le montre le graphique 1, dans la majorité des pays de la zone euro, les différences d'inflation entre les secteurs ont plutôt augmenté cette année comparé aux deux années précédentes. Ainsi, les prix des « services de transports » ont sensiblement chuté depuis l'été, en particulier en Italie (-7,9 % en g.a. en octobre) et en France (-6 %). Parallèlement et compte tenu des restrictions de mouvement drastiques, les prix des « services relatifs aux forfaits touristiques et hébergement » ont également marqué une baisse brutale et en premier lieu en Espagne (environ -8,0 % sur les quatre derniers mois), dont l'économie est très dépendante du tourisme.

On constate, en général, que pour la plupart des couples pays-secteur, l'inflation est plus faible cette année que sur la période 2018-2019 (graphique 2). La seconde vague épidémique qui traverse actuellement les États membres, avec une intensité il est vrai différente, devrait maintenir une pression baissière sur l'inflation en zone euro. Celle-ci risque donc de s'éloigner davantage de l'objectif de la BCE et c'est une des raisons pour lesquelles le Conseil des gouverneurs devrait assouplir à nouveau sa politique monétaire lors de sa réunion du 10 décembre. L'orientation très accommodante devra être maintenue pendant plusieurs années. En effet, il faudra beaucoup de temps avant que l'activité retrouve une dynamique suffisante pour créer des tensions sur le marché du travail, condition nécessaire — en l'absence de chocs exogènes — à une remontée générale et durable de l'inflation. Il convient également de garder à l'esprit l'expérience de 2017 et 2018 : à l'approche du pic du cycle économique, la transmission de

DISPERSION SECTORIELLE DE L'INFLATION ANNUELLE*



*Ce graphique montre l'écart-type entre les secteurs des observations mensuelles de l'inflation annuelle.

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

En 2021, la libération de la demande contenue — dans l'hypothèse d'un déploiement suffisamment large d'un vaccin — pourrait provoquer un rebond temporaire de l'inflation. À cet égard, la diminution de l'élasticité-prix de la demande constituera un élément-clé.



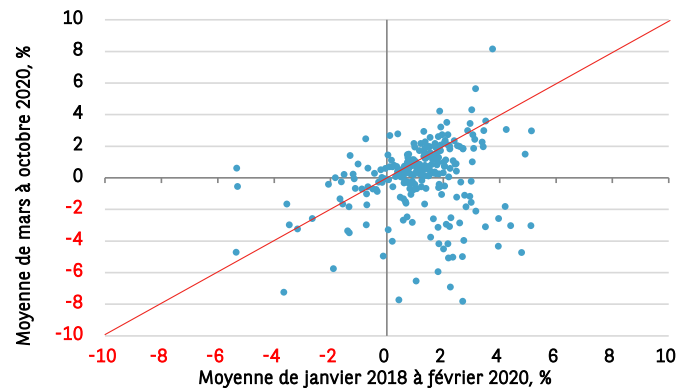
l'accélération de la croissance salariale à l'inflation était assez limitée. Il faut donc s'attendre, dans les années à venir, à ce que l'inflation oscille autour d'une tendance légèrement à la hausse.

Dans le courant de l'année 2021, la remontée de l'inflation pourrait — temporairement — connaître une légère accélération. Le rebond mécanique de l'économie, consécutif au confinement actuel dans plusieurs pays européens, se fera sur fond de perspectives de plus en plus concrètes de déploiement de vaccins. La diminution de l'incertitude devrait ainsi ramener la confiance. Les entreprises qui ont pu conserver une bonne rentabilité pourraient être plus disposées à accroître leurs investissements, ce qui, à son tour viendrait renforcer la confiance des ménages dans les perspectives du marché du travail. Dans certains secteurs, le redémarrage de la demande pourrait se heurter à des problèmes d'approvisionnement, faisant suite aux mesures de confinement. La distribution de vaccins permettra de libérer la demande contenue des ménages, qui, ayant accumulé une épargne forcée pendant le confinement, seront impatients, en fonction de leur situation financière, de se remettre à voyager, à aller au restaurant, à faire du shopping, etc.

C'est en cela que l'approche microéconomique de l'inflation revêt une pertinence particulière. Dans un tel environnement, l'élasticité-prix de la demande pourrait très bien diminuer. Les ménages pourraient avoir envie de dépenser, même si cela leur coûte un peu plus cher : associé à un retour à la normale, l'acte de consommation a un effet réparateur. Les entreprises pourraient en profiter pour augmenter légèrement leurs marges et restaurer ainsi leur situation financière. En conséquence, on pourrait assister, pendant un certain temps, à une inflation supérieure à la tendance. À l'évidence, l'ampleur de cette hausse dépendra du poids des secteurs qui seraient concernés par ces réactions. Ce devrait être aussi un phénomène temporaire : par définition, la libération de la demande contenue ne dure qu'un temps.

William De Vijlder et Louis Boisset

INFLATION MOYENNE ANNUELLE PAR PAYS ET SECTEUR (DONNÉES MENSUELLES)*



* Autriche, Allemagne, Belgique, Chypre, Espagne, Estonie, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Lettonie, Lituanie, Luxembourg, Malte, Pays-Bas, Portugal, Slovaquie, Slovénie.

Secteurs: total, total hors énergie, alimentation, alcool et tabac, habillement, logement, équipements ménagers, santé, transport, communications, loisirs et culture, enseignement, restaurants et hôtels, divers.

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS