

ZONE EURO : LA DÉSINFLATION DE 2023, ENTRE ESPOIR ET INCERTITUDE

La dernière enquête des prévisionnistes professionnels de la BCE met en évidence une révision à la baisse des perspectives de croissance et un ajustement à la hausse des prévisions d'inflation. Pour l'année à venir, la question véritable porte non sur la direction de l'inflation mais sur la rapidité et l'ampleur de son déclin. Un ralentissement trop lent pourrait convaincre la BCE de la nécessité de poursuivre la hausse des taux au-delà de ce que prévoient actuellement les marchés, ce qui augmenterait le coût pour l'économie des efforts déployés pour juguler l'inflation. La désinflation pourrait se faire attendre plus longtemps que prévu. Au cours des deux années écoulées, une série de facteurs ont conduit à une inflation exceptionnellement élevée mais également à large spectre. Tous les chocs ne sont pas survenus simultanément, et leurs effets tardent souvent à se faire ressentir dans la chaîne économique, depuis le producteur jusqu'au grossiste et au distributeur. Ce phénomène crée une inertie dans la dynamique inflationniste.

La dernière enquête des prévisionnistes professionnels de la BCE donne à réfléchir. Les perspectives de croissance ont été revues à la baisse : le PIB réel devrait chuter aux troisième et quatrième trimestres de cette année et au premier trimestre de l'année prochaine, tandis que les prévisions d'inflation ont été revues à la hausse¹.

Par ailleurs, malgré le relèvement important des taux directeurs décidé par la BCE et la détérioration des conditions financières – hausse des rendements des obligations souveraines, augmentation des écarts de rendement des obligations d'entreprises, baisse des marchés actions, et resserrement des conditions de prêt² –, l'incertitude sur les perspectives d'inflation (à en juger par la distribution des prévisions) ne cesse de croître. En outre, le pourcentage de participants aux enquêtes tablant sur une inflation supérieure à 5 % l'année prochaine a grimpé en flèche (Graphique 1).

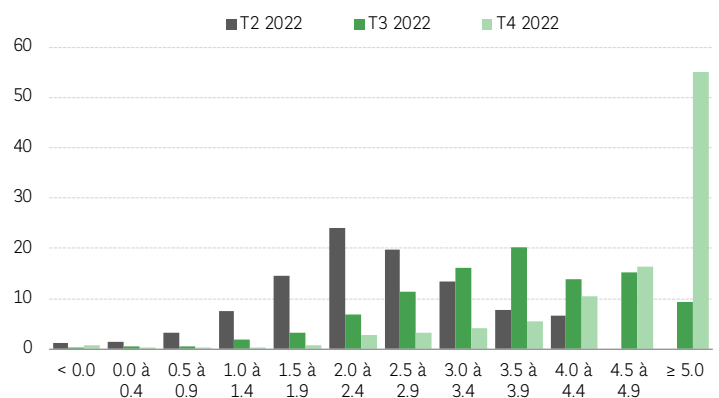
L'année 2023 devrait néanmoins être marquée par une désinflation en zone Euro en raison d'effets de base favorables, d'un ralentissement de la demande, et d'un relâchement des goulets d'étranglement au niveau de l'offre. En ce qui concerne l'offre, les données d'enquête sur les pressions inflationnistes – moyenne de l'évaluation des coûts des intrants et des délais de livraison – sont orientées à la baisse ce qui, compte tenu du lien historique avec l'inflation sous-jacente, constitue une évolution qui porte à l'optimisme (Graphique 2).

Les dernières prévisions de la BCE, du FMI et des économistes du secteur privé tablent toutes sur une baisse de l'inflation d'ici la fin de l'année prochaine³. Il semble, donc, que la question véritable porte non sur la

direction de l'inflation – elle devrait s'orienter à la baisse – mais sur la rapidité et l'ampleur de son déclin. Autrement dit, existe-t-il un risque que les prévisions d'inflation continuent, comme c'est le cas depuis près de deux ans, à pêcher par excès d'optimisme, et que de nouveaux ajustements à la hausse s'avèrent nécessaires ? La réponse a son importance pour les taux d'intérêt ainsi que pour les perspectives de croissance. Une baisse plus lente qu'attendu pourrait convaincre la BCE de la nécessité de poursuivre la hausse des taux au-delà de ce que prévoient actuellement les marchés, ce qui augmenterait le coût pour l'économie des efforts déployés pour juguler l'inflation.

Consensus Economics (octobre 2022) anticipe 3,0 % pour décembre 2023, et les projections de septembre des équipes de la BCE tablent sur une inflation de 3,3 % au T4 2023

ZONE EURO : DISTRIBUTION DE LA PROBABILITÉ AGRÉGÉE SUR LA PROJECTION DE L'INFLATION EN 2023



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BCE, BNP PARIBAS

1 Pour 2023, pour une inflation totale à 5,8 % (3,6 %) et une inflation sous-jacente à 3,9 % (2,9 %) (les chiffres entre parenthèses indiquent les prévisions de l'enquête du T3).

2 D'après la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire de la BCE, publiée le 25 octobre 2022, « Les banques de la zone Euro ont indiqué avoir encore durci leurs critères d'octroi pour les prêts ou les lignes de crédit aux entreprises au troisième trimestre ». Elles évoquent également un « fort resserrement en net des critères d'octroi pour les prêts immobiliers, mais également, quoique dans une moindre mesure, pour les crédits à la consommation, au troisième trimestre 2022 ».

3 Pour l'IPCH de la zone Euro, le FMI (Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2022) prévoit 4,5 % à fin 2023. Le consensus des économistes interrogés par Bloomberg avance une prévision de 3,4 % pour le T4 2023 (données téléchargées le 21 octobre 2022). L'entreprise

Malgré quelques signes d'espoir, les risques inflationnistes demeurent clairement orientés à la hausse, la désinflation attendue l'année prochaine pourrait donc se faire attendre plus longtemps que prévu.



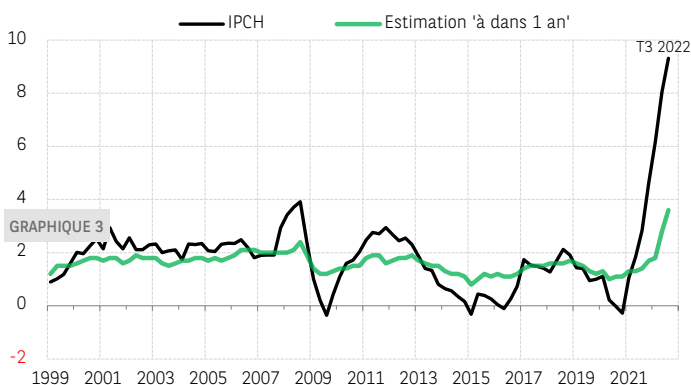
Pour tenter de répondre à la question de la fiabilité des prévisions d'inflation, commençons par nous pencher sur l'histoire de ces projections. Il ressort du graphique 3 que les prévisions d'inflation totale pour les 12 prochains mois sont fortement influencées par l'inflation actuelle, c'est-à-dire par le rythme des hausses de prix au cours des 12 mois écoulés. Les prévisions sont moins volatiles que l'inflation observée.

Or, les chocs sur les prix de l'énergie jouent un rôle important dans les fortes variations de l'inflation observée. Ce phénomène explique également la corrélation élevée entre les erreurs de prévisions inflationnistes et l'écart entre inflation totale et inflation sous-jacente (Graphique 4)⁴. Ainsi, sauf nouveaux chocs sur les prix de l'énergie et des denrées alimentaires, il s'agit de se concentrer sur l'inflation sous-jacente. L'historique de l'enquête des prévisionnistes professionnels pour l'inflation sous-jacente ne remonte malheureusement qu'au T4 2016, soit une période trop brève pour une évaluation adéquate de la qualité des prévisions lorsque l'inflation diminue. Pour autant, on est en droit de supposer que la désinflation pourrait se faire attendre plus longtemps que prévu. Au cours des deux années écoulées, une série de facteurs⁵ ont conduit à une inflation exceptionnellement élevée et très largement répandue. Tous les chocs ne sont pas survenus simultanément, et leurs effets tardent souvent à se faire ressentir dans la chaîne économique, depuis le producteur jusqu'au grossiste et au distributeur. Ce phénomène crée une inertie dans la dynamique inflationniste, ce que confirment les récents contacts entre la BCE et les entreprises de la zone Euro (Encadré).

4 Cette différence traduit l'effet direct du choc des prix de l'énergie et des denrées alimentaires.

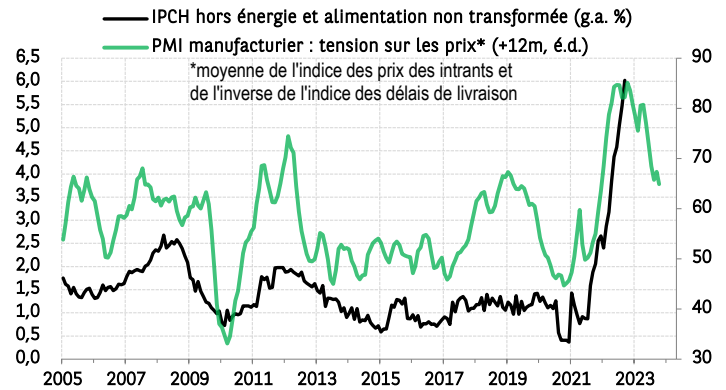
5 Certains secteurs ont bénéficié d'une demande très dynamique, ce qui, conjugué aux disruptions sur le front de l'offre (effectifs, matières premières), a créé des goulets d'étranglement. Les coûts de transport ont grimpé en flèche sous l'effet des disruptions apparues dans les chaînes de valeur mondiales. Les prix de l'énergie, des denrées alimentaires et d'autres matières premières ont très fortement augmenté. La faiblesse de l'euro a entraîné une augmentation des prix à l'importation. L'inflation élevée et la pénurie de main d'œuvre ont donné lieu à une accélération de la hausse des salaires.

IPCH : OBSERVÉ VERSUS ESTIMATION À 1 AN



SOURCES: BCE, BNP PARIBAS

ZONE EURO : PMI MANUFACTURIER ET INFLATION



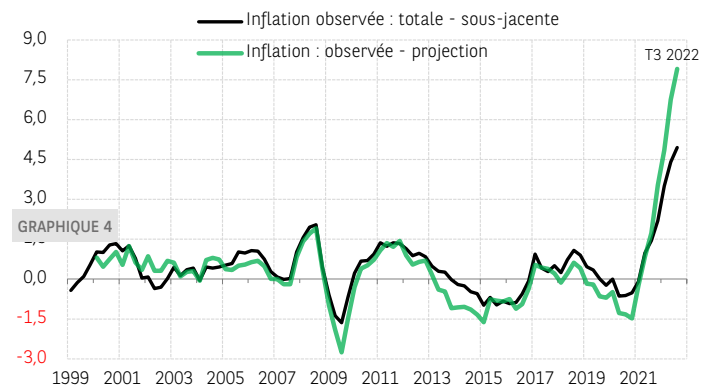
GRAPHIQUE 2

SOURCES : S&P GLOBAL, EUROSTAT, BNP PARIBAS

En conclusion et malgré quelques notes optimistes – enquêtes de conjoncture mettant en évidence une atténuation des pressions inflationnistes, baisse des cours des matières premières –, les risques demeurent clairement orientés à la hausse, et la désinflation pourrait donc se faire attendre plus longtemps que prévu. Un tel scénario aurait des conséquences significatives sur l'évolution des taux d'intérêt, la rentabilité des entreprises et le pouvoir d'achat des ménages.

William De Vijlder

ERREUR D'ESTIMATION DE L'INFLATION OBSERVÉE ET ÉCART ENTRE LES INFLATIONS TOTALE ET SOUS-JACENTE



SOURCES: BCE, BNP PARIBAS



COMMENTAIRES DES ENTREPRISES

« Le prix de certaines matières premières et de certains produits de base s'était soit stabilisé, soit avait diminué au cours des derniers mois, même si l'effet de cette évolution sur les coûts de production a souvent été soit faible, soit plus que compensé par la faiblesse du taux de change de l'euro doublée du fait que les augmentations passées des coûts (notamment énergétiques) n'avaient pas encore été pleinement répercutées sur les prix par bon nombre de fournisseurs. »

« Les prix du transport et de la logistique ont globalement continué à croître ; les taux de fret spot ont certes diminué sur certaines grandes routes maritimes, mais cette baisse ne s'est guère reflétée dans les coûts de transport, principalement déterminés par des contrats à long terme. »

S'agissant des prix du gaz et de l'électricité : « Une part importante des contacts ont déclaré que l'impact sur les coûts de leur entreprise se ferait ressentir principalement, voire uniquement, en 2023 et au-delà une fois que les contrats de couverture et d'approvisionnement énergétiques à long terme seraient parvenus à échéance. »

« La plupart des contacts perçoivent encore des pressions élevées sur les coûts, et ont continué à ajuster leurs prix plus fréquemment et plus fortement qu'à l'accoutumée, avec un ralentissement seulement modeste du taux trimestriel de variation actuellement anticipé au cours du ou des deux prochains trimestres. »

« Les pressions salariales ont continué de croître. »

« Parmi ceux qui ont fourni des indications quantitatives de leurs anticipations de progression des salaires, une grande majorité jugeait probables des augmentations d'au moins 4 % (et souvent sensiblement plus élevées) en 2023. »

SOURCE: PRINCIPAUX ENSEIGNEMENTS À TIRER DES CONTACTS RÉCENTS ENTRE LA BCE ET LES ENTREPRISES NON FINANCIÈRES, BCE, BULLETIN ÉCONOMIQUE N°7/2022, 28 OCTOBRE 2022.

