

# LA CRISE EST-ELLE SOURCE D'INFLATION OU DE DÉFLATION ?

23 Avril 2020



**Guy ERTZ**  
Chief Investment Advisor

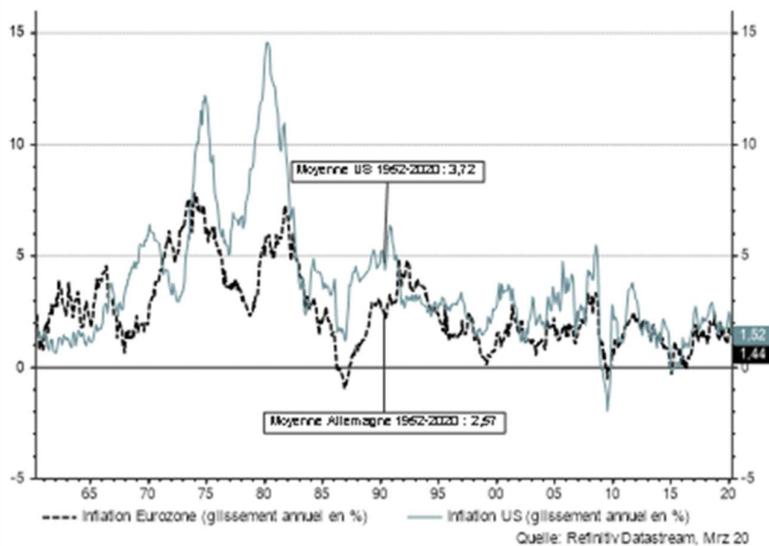
## **En un mot :**

À moyen terme, nous pensons que les risques de déflation restent dominants. Notre scénario central est toutefois de voir l'inflation se redresser progressivement à mesure que les mesures politiques sont mises en œuvre et soutiennent le sentiment des entreprises et des ménages. Cela devrait contribuer à normaliser la dynamique du marché de l'emploi et des salaires ainsi que la croissance du crédit au cours des deux prochaines années.

La dynamique de l'inflation est un mécanisme complexe entre l'offre et la demande de biens et de services. L'approche habituelle passe par la dynamique dite des salaires. Lorsque la demande de biens et de services augmente, l'économie atteint des contraintes d'offre. C'est surtout le cas via des pénuries de main d'œuvre. La croissance des salaires s'accélère et la hausse du pouvoir d'achat génère une demande excessive de biens et de services. Il en résulte une spirale dite entre les salaires et les prix. D'autres mécanismes peuvent jouer un rôle comme les chocs extérieurs. C'est le cas par exemple des chocs pétroliers. Les changements structurels tels que les chocs de productivité, la création monétaire excessive et/ou la mondialisation peuvent également jouer un rôle. Les principaux moteurs des dernières décennies ont conduit à une baisse de l'inflation. Il s'agit de la mondialisation qui a donné accès à des biens et services bon marché (via

une main d'œuvre bon marché), d'un chômage structurel élevé (surtout en Europe), d'un ciblage discipliné de l'inflation par les banques centrales et de la faiblesse des prix du pétrole. Tout cela a entraîné une baisse des anticipations d'inflation à long terme. Cela affecte les négociations sur les prix et les salaires et maintient l'inflation actuelle à des niveaux bas.

Graphique 1 : Inflation au cours des dernières années



### Une inflation très faible cette année

A court terme, nous prévoyons que l'environnement de récession consécutif au choc du Covid-19 conduira à une trajectoire désinflationniste, en particulier pour les économies développées. Il y aura à la fois des effets d'offre et de demande en jeu, mais nous prévoyons que la forte baisse de la demande ne s'inversera que progressivement au cours des mois à venir. Même si des contraintes temporaires sur la chaîne d'approvisionnement pourraient exercer une certaine pression, l'effet dominant sur l'inflation devrait être négatif. Si l'on regarde de plus près la dynamique sectorielle, la conclusion reste la même. En effet, nous devrions assister à de fortes pressions déflationnistes dans des secteurs tels que les loisirs et le tourisme. Il en va de même pour les secteurs qui consomment beaucoup d'énergie. Pour 2020, l'inflation ne devrait atteindre que 1% dans l'ensemble des économies développées tout en se stabilisant à un niveau proche de zéro pour la zone euro et le Japon.

### Inflation ou déflation à moyen terme ?

Un argument fréquemment utilisé par ceux qui prévoient une forte hausse de l'inflation est lié à l'injection massive de monnaie par les banques centrales et aux politiques budgétaires expansionnistes. Regardons d'abord les mesures fiscales. Il y a des mesures à court et moyen terme. Les premières visent à limiter les effets négatifs sur le marché du travail (à la fois en soutenant les revenus des travailleurs et des indépendants) mais aussi en donnant aux entreprises la possibilité de recourir à un régime de chômage temporaire tel qu'elles ne supportent plus les coûts et évitent les licenciements (comme le modèle allemand « Kurzarbeit »). Les mesures à moyen terme visent à augmenter la demande une fois que les périodes de confinement se termineront progressivement.

Nous ne voyons aucune raison de nous inquiéter à ce stade des politiques budgétaires qui conduisent les prix à croître à un rythme plus rapide. L'inflation s'accélère alors que la demande dépasse l'offre. Cela ne devrait pas être le cas dans l'immédiat. En effet, il faudra un certain temps avant que la vie quotidienne ne se normalise et que des mesures de relance de la demande entrent en vigueur. Comme cela a également été mentionné, la plupart des gouvernements font tout ce qui est en leur pouvoir pour éviter la faillite des entreprises et licencier des travailleurs qualifiés. L'offre et la demande devraient ainsi se redresser en parallèle.

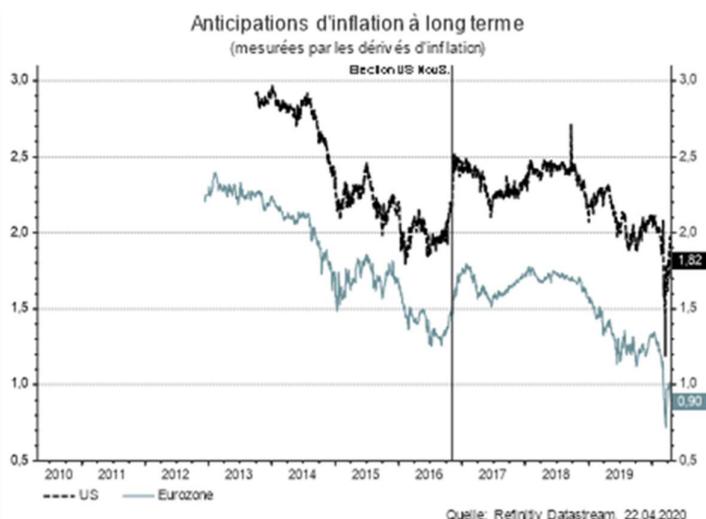
Qu'en est-il de la politique monétaire ? On se pose souvent la question de savoir où va la monnaie de la banque centrale. Les banques centrales achètent principalement des emprunts d'État et, dans une moindre mesure, des obligations d'entreprises. Ils offrent également des financements à court terme aux banques pour soutenir le crédit. Nous l'avons constaté lors de la grande crise financière de 2008 et aucune accélération de l'inflation au-delà de l'objectif de 2% n'a été observée. Pire, les anticipations d'inflation à long terme se sont dangereusement rapprochées de zéro dans la zone euro et de près de 1% aux États-Unis. Comment cela peut-il être le cas ? La clé, c'est ce que l'on appelle le multiplicateur monétaire. C'est le mécanisme par lequel l'argent injecté par les banques centrales via des achats d'obligations par exemple et qui revient sous forme de dépôts auprès des banques commerciales et peut être prêté à nouveau (compte tenu d'un certain ratio de réserves). Le multiplicateur monétaire dépend principalement de la demande de crédit des entreprises et des ménages. Cela est principalement lié aux opportunités d'investissement, à la confiance dans la croissance économique future et aux gains de productivité. Les dernières années ont été marquées par un manque de demande de crédit, précisément en raison de la faiblesse du sentiment des entreprises et des consommateurs. Les multiplicateurs monétaires ont ainsi baissé parallèlement à la création monétaire par les banques centrales. Une grande partie de l'argent créé était « coincée » au niveau des banques commerciales et n'entraînait pas une hausse de la demande via les crédits. Nous ne voyons aucune raison de nous attendre à ce que cela soit différent dans les années à venir. Bien sûr, il sera important de surveiller la croissance du crédit. Si nécessaire, les banques centrales peuvent aussi réduire la masse monétaire comme l'a prouvé la Fed ces dernières années.

Il est trop tôt pour conclure que même les risques de déflation à moyen terme sont hors de portée. En effet, les risques de déflation sont toujours dominants. Les moteurs de la déflation sont la faible croissance économique potentielle (en raison de la faible

productivité et démographie), une période de transition caractérisée par un taux de chômage plus élevé, des taux d'épargne plus élevés (les gens réévaluent leur « revenu permanent » et les effets négatifs sur la richesse boursière) ainsi que des pressions baissières sur les prix dues à la numérisation et au commerce électronique. Une inconnue essentielle est l'évolution des cours du pétrole. Nous prévoyons une reprise progressive des cours du pétrole au cours de l'année à venir, avec une réduction drastique de l'offre à mesure que certains producteurs sortent de l'activité, que les investissements sont réduits par les leaders du secteur pétrolier et que de nouvelles baisses coordonnées de la production (OPEP+) pourraient être décidées. A court terme, les prix pourraient rester extrêmement bas puisque l'offre actuelle dépasse massivement la demande et que les capacités de stockage sont saturées. Au cours de l'année à venir, le prix du pétrole (Brent) devrait revenir à la fourchette \$45-55.

Les anticipations d'inflation ont joué un rôle clé ces dernières années. Elles sont tombées à des niveaux historiquement bas. Les anticipations d'inflation mesurées par les dérivés d'inflation (contrats de swap) ont baissé encore plus ces dernières semaines en dépit de toutes les mesures politiques annoncées. Les anticipations d'inflation basées sur les enquêtes sont toujours à la traîne et nous devons surveiller les chiffres au cours des prochains mois.

Graphique 2 : Anticipations d'inflation à long terme



## Conclusion

À moyen terme, nous pensons que les risques de déflation restent dominants. Notre scénario central est toutefois de voir l'inflation se redresser progressivement à mesure que les mesures politiques sont mises en œuvre et soutiennent le sentiment des entreprises et des ménages. Cela devrait contribuer à normaliser la dynamique du marché de l'emploi et des salaires au cours des deux prochaines années. Pour 2021, l'inflation devrait se rapprocher de 2% dans la plupart des économies développées tout en se stabilisant à près de 1% dans la zone euro. Au Japon, l'inflation resterait proche de zéro.



## NOTRE ÉQUIPE DE STRATÉGISTES

### France

**Florent BRONES**  
Chief Investment Officer

### Asie

**Prashant BHAYANI**  
Chief Investment Officer, Asia

**Grace TAM**  
Chief Investment Advisor, Asia

### Belgique

**Philippe GIJSELS**  
Chief Investment Advisor

**Xavier TIMMERMANS**  
Senior Investment Strategy, PRB

**Alain GERARD**  
Senior Investment Advisor, Equities

**Pol TANSENS**  
Head of Real Estate Strategy

### Luxembourg

**Guy ERTZ**  
Chief Investment Advisor

**Edouard DESBONNETS**  
Investment Advisor, Fixed Income

### Suisse

**Roger KELLER**  
Chief Investment Officer

## AVERTISSEMENT

Le présent document marketing est communiqué par le Métier Wealth Management de BNP Paribas, Société Anonyme française au capital de 2.499.597.122 Euros, Siège Social 16 bd des Italiens 75009 Paris – France, immatriculée au RCS Paris sous le numéro 662 042 449, agréée en France en tant que banque auprès de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). En tant que document marketing, il n'a pas été produit conformément aux contraintes réglementaires visant à assurer l'indépendance de la recherche en investissement et n'est pas soumis à l'interdiction de transaction préalable à sa diffusion. Il n'a pas été soumis à l'AMF ou à une autre autorité de marché. Ce document est confidentiel et destiné uniquement à une utilisation par BNP Paribas SA, BNP Paribas Wealth Management SA et les sociétés de leur groupe (« BNP Paribas ») et les personnes à qui ce document est délivré. Il ne peut pas être distribué, publié, reproduit ou révélé par leurs destinataires à d'autres personnes ou faire l'objet de référence dans un autre document sans le consentement préalable de BNP Paribas.

Ce document est fourni uniquement à titre d'information et ne constitue en aucun cas une offre ou une sollicitation dans un Etat ou une juridiction dans lequel une telle offre ou sollicitation n'est pas autorisée, ou auprès de personnes envers lesquelles une telle offre, sollicitation ou vente, est illégale. Il n'est pas, et ne doit en aucune circonstance être considéré comme un prospectus. Bien que les informations fournies aient été obtenues de sources publiques ou non publiques pouvant être considérées comme fiables, et bien que toutes les précautions raisonnables aient été prises pour préparer ce document, BNP Paribas n'atteste et ne garantit explicitement ou implicitement ni son exactitude ni son exhaustivité et n'accepte aucune responsabilité en cas d'inexactitude, d'erreur ou omission. BNP Paribas n'atteste pas et ne garantit aucun succès prévu ou attendu, profit, retour, performance, effet, conséquence ou bénéfice (que ce soit d'un point de vue juridique, réglementaire, fiscal, financier, comptable ou autre) quelque soit le produit ou l'investissement. Les investisseurs ne doivent pas accorder une confiance excessive à l'égard des informations historiques théoriques se rapportant aux performances historiques théoriques. Ce document peut faire référence à des performances historiques ; les performances passées ne présagent pas des performances futures. L'information contenue dans ce document a été rédigée

sans prendre en considération votre situation personnelle et notamment votre situation financière, votre profil de risque et vos objectifs d'investissement. Avant d'investir dans un produit, l'investisseur doit comprendre entièrement les risques, notamment tout risque de marché lié à l'émetteur, les mérites financiers et l'adéquation de ces produits et consulter ses propres conseillers juridiques, fiscaux, financiers et comptables avant de prendre une décision d'investissement. Tout investisseur doit entièrement comprendre les caractéristiques de la transaction et, en absence de disposition contraire, être financièrement capable de supporter la perte de son investissement et vouloir accepter un tel risque. L'investisseur doit se rappeler que la valeur d'un investissement ainsi que les revenus qui en découlent peuvent varier à la baisse comme à la hausse et que les performances passées ne sauraient préfigurer les performances futures. Tout investissement dans un produit décrit est soumis à la lecture préalable et à la compréhension de la documentation constitutive du produit, en particulier celle qui décrit en détail les droits et devoirs des investisseurs ainsi que les risques inhérents à un investissement dans ce produit. En absence de disposition écrite contraire, BNP Paribas n'agit pas comme conseiller financier de l'investisseur pour ses transactions.

Les informations, opinions ou estimations figurant dans ce document reflètent le jugement de leur auteur au jour de sa rédaction ; elles ne doivent ni être considérées comme faisant autorité ni être substituées par quiconque à l'exercice de son propre jugement, et sont susceptibles de modifications sans préavis. Ni BNP Paribas ni toute entité du Groupe BNP Paribas ne pourra être tenue pour responsable des conséquences pouvant résulter de l'utilisation des informations, opinions ou estimations contenues dans le présent document.

En tant que distributeur des produits présentés dans ce document, BNP Paribas peut recevoir des commissions de distribution sur lesquelles vous pouvez obtenir de plus amples informations sur demande spécifique. BNP Paribas, ses employés ou administrateurs peuvent détenir des positions sur des produits ou être en relation avec leurs émetteurs.

En recevant ce document, vous acceptez d'être lié par les limitations ci-dessus.

© BNP Paribas (2020). Tous droits réservés

