

Economie

Peut-on encore oser prévoir l'inflation en zone euro ?

Jeudi 01 Décembre 2022

Bruno Cavalier - Chef Economiste

bruno.cavalier@oddo-bhf.com

+33 (0)1 44 51 81 35

Fabien Bossy - Economiste

fabien.bossy@oddo-bhf.com

+33 (0)1 44 51 85 38

<https://www.oddosecurities.com>

Tout au long de l'année, l'inflation en zone euro n'aura cessé de surprendre à la hausse. Par suite, les prévisionnistes, notamment ceux de la BCE, ont rehaussé l'altitude du pic d'inflation et décalé le moment où il serait franchi. Les derniers chiffres parus donnent une lueur d'espoir que ce pic est, sinon atteint, en tout cas plus très loin. Si tel est le cas, quel peut être le profil de désinflation en 2023 ? Pour tenter de répondre, nous identifions les facteurs qui ont conduit à sous-estimer le choc d'inflation. En combinant diverses hypothèses, il nous semble "raisonnable" d'attendre une inflation retombant vers 3% à la fin 2023, sous 2% en 2024.

Bilan des erreurs de 2022 – Projections sur 2023

En novembre 2022, selon l'estimation préliminaire, la hausse des prix à la consommation est ressortie à 10% sur un an en zone euro, en retrait de son pic le plus récent de 10.6% en octobre. En moyenne sur l'année, le taux d'inflation atteindra 8.5%, soit 6 points de plus que ce qui était envisagé en janvier. **L'envolée soudaine des prix – et l'erreur de prévision qui lui est associée – n'est pas un phénomène propre à la zone euro. Chine exceptée, l'inflation a surpris à la hausse à un degré inédit dans l'ensemble des pays du monde (tableau de gauche). Face à une telle erreur, de nombreux doutes ont été émis sur la qualité des modèles de prévision de l'inflation et le poids à leur accorder dans le guidage de la politique monétaire¹.**

Comme chaque trimestre, le staff de la BCE est en train de mettre à jour ses projections afin d'éclairer les délibérations de la BCE le 15 décembre. En septembre, sa projection médiane d'inflation partait de 9.2% à la fin 2022 pour aboutir à 2.2% à la fin 2024 (graphe de droite). Cette fois-ci, le point de départ sera un point plus haut. Cela doit-il amener à revoir le point d'arrivée ? **Dans cette note, nous examinons les causes de l'erreur de prévision, afin de mieux éclairer les projections des prochains mois et trimestres.**

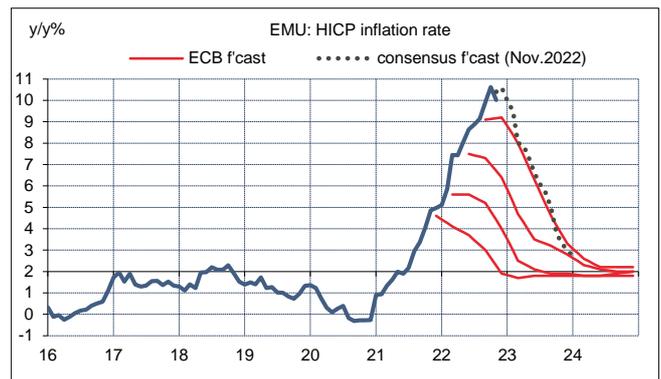
Inflation : erreur de prévision

	Consumer prices				Inflation surprise 2022 (b-a)
	Annual inflation rate (%)		Inflation surprise		
	2020	2021	2022 January fcast (a)	current fcast (b)	
US	1.2	4.7	4.5	8.1	3.6
Eurozone (HICP)	0.3	2.6	2.5	8.5	6.0
- Germany*	0.5	3.1	2.7	8.6	5.9
- France*	0.5	1.6	2.1	5.9	3.8
- Italy*	-0.1	1.9	2.3	8.2	5.9
- Spain*	-0.3	3.1	2.8	8.7	6.0
UK	0.9	2.6	4.0	9.0	5.0
Japan	0.0	-0.2	0.8	2.9	2.1
China	2.5	0.9	2.2	2.2	0.0
Global (proxy)	1.8	3.5	3.6	7.4	3.9

* for Eurozone countries, the consensus forecast is on the CPI, not the harmonized CPI

Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, Oddo BHF Securities

Inflation en zone euro : prévisions BCE et consensus



➤ **Erreurs de prévision** – Il y a un an, la BCE prévoyait de revenir sur sa cible d'inflation dès la fin de 2022. En réalité, l'écart à la cible sera d'environ 8 points. Il y a peu de doute que la "surprise" d'inflation vient avant tout du choc énergétique, et plus largement de facteurs liés à l'offre. Il est utile pour l'analyse de distinguer les phénomènes à l'œuvre.

1. **Sous-estimation du choc sur le prix des matières premières.** Fin 2021, le staff de la BCE avait une hypothèse de prix du pétrole de 78\$/baril pour 2022. En réalité, le prix moyen devrait avoisiner 100\$, avec des pics au-delà de 120\$. Cet écart est

¹ Les modèles macroéconomiques de l'inflation reposent sur une relation de Phillips liant l'inflation courante aux anticipations d'inflation et à une mesure de la position cyclique de l'économie, qui dépend elle-même de facteurs tels que la croissance du PIB et les conditions du marché du travail.

Risque de conflits d'intérêts:

ODDO BHF et/ou une de ses filiales peuvent être en situation de conflits d'intérêts avec certains des émetteurs mentionnés dans cette publication. Vous pouvez consulter l'ensemble des mentions des conflits d'intérêts en dernière page de ce document.

Le présent document n'est pas un document contractuel ; il est strictement destiné à l'usage privé du destinataire. Les informations qu'il contient se fondent sur des sources que nous estimons fiables, mais dont nous ne pouvons garantir l'exactitude ni l'exhaustivité. Les opinions exprimées dans le document sont le résultat de notre évaluation à la date de la publication. Elles peuvent donc être révisées à une date ultérieure.



certes large mais n'a rien d'inédit. Il est arrivé dans le passé que le prix du pétrole décale d'un montant ou d'un pourcentage plus important, par exemple en 2011 lors du précédent épisode de poussée d'inflation (ayant d'ailleurs induit un resserrement de politique monétaire). Ce qui est spécifique au choc énergétique de 2022 est qu'il n'est pas lié principalement au pétrole mais davantage au gaz, dont les prix ont plus que doublé par rapport aux hypothèses initiales. De plus, ce choc s'est transmis à l'électricité en raison du modèle de tarification au coût marginal – à quoi s'ajoutent les difficultés propres à la filière nucléaire en France. Concernant les matières premières non énergétiques, l'erreur d'hypothèse était assez modeste, moins de 10% en dollar (un peu plus quand on ajoute l'effet-change).

2. **Sous-estimation de l'élasticité du CPI aux prix de l'énergie.** Par le passé, les prix à la consommation réagissaient fortement et sans délai aux variations des prix du pétrole mais non aux autres prix de l'énergie. Ceux-ci intègrent une plus large part de coûts fixes et sont souvent régis par des contrats à long terme (Encadré en p.4). Cette fois, avec un tel choc sur les prix du gaz et de l'électricité, la répercussion sur l'inflation ne pouvait être ignorée d'autant que ce sont-là des sources d'énergie qui pèsent beaucoup plus que le pétrole dans les dépenses des ménages et comme intrants de l'activité industrielle. Il y a un effet direct sur le poste énergie du CPI mais aussi un effet induit sur les prix des produits manufacturés. Selon des estimations de la Banque d'Espagne², une hausse durable de 10% du prix du gaz pourrait pousser le CPI à la hausse de 0.2 points à l'horizon 12-18 mois. Vu la hausse des prix, cela expliquerait environ un tiers de l'inflation européenne.
3. **Sous-estimation des frictions des chaînes de production.** Dans la pandémie, la séquence confinement-réouverture a accentué le déséquilibre offre-demande dans plusieurs domaines, de la fabrication de puces au transport maritime. Le résultat en a été des délais de livraison plus longs, parfois des pénuries. Au bout du compte, ces tensions sur la chaîne de valeur ont contribué à la hausse des prix de biens à l'échelon mondial. La guerre en Ukraine a produit le même phénomène, mais plus spécifiquement concentré sur les relations commerciales entre l'UE et la Russie. Là encore, il faut souligner la spécificité du marché du gaz. L'essentiel des échanges gaziers avec la Russie transite par des pipelines. Si les infrastructures en question sont perturbées/détruites, il n'y a pas de substitut immédiat, ce qui prolonge la durée du choc. Il est plus long et plus coûteux de construire un nouveau terminal LNG que de dérouter un tanker chargé de pétrole. Outre le gaz, on peut citer d'autres marchés perturbés par la guerre et les sanctions, tels que l'approvisionnement en diésel (la Russie étant un large fournisseur de produits raffinés) ou les engrais. A chaque fois, pour se passer de la Russie, il faudrait créer de nouvelles capacités ou trouver des substituts, ce qui n'est pas instantané. Ces diverses frictions ont eu des effets en cascade sur les prix des biens intermédiaires et jusqu'au consommateur final. Les modèles standards étaient mal armés pour en tenir compte.
4. **Sous-estimation des tensions sur le marché du travail.** Sur les 8 points d'excès d'inflation observable à la fin 2022, on peut attribuer grossièrement 3 points au choc gazier, 3 points aux tensions mondiales sur les chaînes de production. Le résidu doit être imputé à des facteurs de demande, en particulier aux conditions d'emploi. En 2022, le taux de chômage devrait ressortir 0.6 point sous les attentes du début d'année, à un point bas historique de 6.6%. Les gains salariaux sont plus soutenus mais restent toujours bien inférieurs à l'inflation. **Même si rien ne vient prouver une spirale prix-salaires, il est évident que dans un marché du travail affichant des difficultés de recrutement, les chocs exogènes se diffusent davantage que dans un environnement de hausse du chômage.** C'est d'ailleurs l'argument principal de la BCE pour rendre la politique monétaire restrictive.

➤ **Projections d'inflation** – Les multiples sources d'erreur de prévision que nous venons d'examiner seront-elles toujours actives en 2023, si oui à quel degré ? C'est la question que l'on doit se poser pour dessiner le profil futur de l'inflation.

Il faut d'abord s'interroger sur le choc énergétique. Qu'il se résorbe aussi vite qu'il est survenu semble improbable, reconnaissons-le. Cela réclamerait une normalisation des relations commerciales entre l'UE et la Russie que rien ne laisse augurer. Que ce choc se poursuive avec la même intensité est l'autre extrémité. Une nouvelle escalade dans ce conflit, un hiver rigoureux, des perturbations chez les fournisseurs alternatifs d'énergie, sont des événements qu'on ne peut pas exclure. En tout état de cause, toute projection raisonnable doit être encadrée dans une large spectre de possibles. **Pour ce faire, nous croisons diverses hypothèses relatives à l'évolution des prix de l'énergie et à leur diffusion aux autres prix de biens et services.**

- Concernant les prix de l'énergie, nous considérons trois cas : 1) un retour rapide en un an des prix de l'énergie sur leur tendance antérieure à la guerre en Ukraine,

² Bank of Spain (2022), "The pass-through of higher natural gas prices to inflation in the Euro area and in Spain", Economic Bulletin

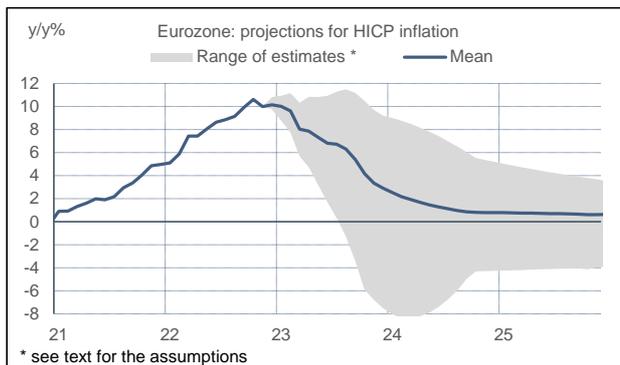


autrement-dit un large contre-choc énergétique : 2) une convergence plus lente sur trois ans, horizon où l'on peut présumer que la substitution sera largement avancée ; 3) un nouveau bond des prix de l'énergie de 20% et un retour à la normale encore plus long, étalé sur six ans.

- Concernant la diffusion des prix, on distingue deux cas. Le premier suppose une réaction rapide mais partielle aux variations des prix de l'énergie. En estimant cette réaction sur le passé, on obtient une élasticité faible des prix des services à l'énergie (5%), un peu supérieure pour les biens hors alimentation et énergie (10%) mais proche de l'unité pour l'alimentation. La second cas suppose que les prix des biens et services réagissent entièrement mais sur une longue période, de cinq ans pour les biens, de dix ans pour les services. La justification est que les prix relatifs reflètent des préférences fondamentales des agents qui devraient être inchangées par des chocs d'offre. Cette dernière hypothèse a été explorée par Philip Lane, l'économiste de la BCE³. Dans ces conditions, une accélération de l'inflation sous-jacente ou des salaires ne doit pas être interprétée comme le signe d'une surchauffe de l'économie mais avant tout comme l'effet décalé d'un choc exogène.

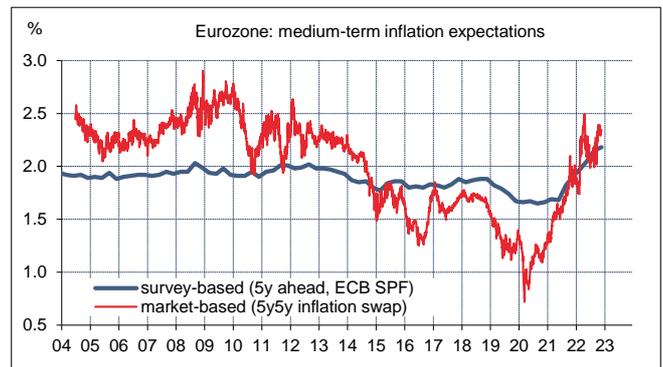
En croisant ces diverses hypothèses, cet exercice de projection nous permet de quantifier les scénarios extrêmes, si improbables soient-ils. Avec les hypothèses les plus défavorables (nouveau choc énergétique, forte diffusion), l'inflation resterait quasi-inchangée sur la majeure partie de 2023, refluerait très lentement en 2024 et dépasserait toujours 4% en 2025. A l'opposé, avec les hypothèses les plus favorables (retour rapide des prix de l'énergie sur leur tendance, faible élasticité de diffusion), l'inflation retomberait en territoire négatif dès le second semestre 2023 et y resterait par suite du contre-choc énergétique. Des hypothèses plus raisonnables devraient se situer à bonne distance de ces extrêmes. C'est en somme la moyenne des scénarios (graphe de gauche). **Dans ce scénario "raisonnable", l'inflation changerait peu dans les trois-quatre prochains mois au voisinage de 10%, avant de refluer véritablement à partir du printemps pour atteindre 3% en fin d'année et passer sous la cible BCE en 2024.**

UEM : projections d'inflation selon divers scénarios



Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, Oddo BHF Securities

UEM : anticipations d'inflation à moyen terme



➤ **Implications de politique monétaire** – Choc d'offre ou de demande, choc réversible ou persistant ? Les réponses à ces questions ne sont pas encore définitivement établies comme on vient de le voir.

Quand l'offre a un rôle prédominant dans la poussée d'inflation, comme c'est le cas aujourd'hui, la politique monétaire devrait normalement s'en accommoder et ne pas (trop) réagir. Toutefois, comme il s'agit cette fois non d'un choc unique mais d'une succession de chocs (pandémie, confinements, guerre en Ukraine), de surcroît de large amplitude, il y a bel et bien un risque que les anticipations d'inflation s'écartent de la cible. Ce risque, soulignons-le, ne s'est pas matérialisé en 2022. Les indices d'anticipations d'inflation ont rebondi après leur baisse de 2020 et se situent à des niveaux proches de la cible de 2% de la BCE (graphe de droite). **Au vu des dernières enquêtes, les agents économiques européens ne remettent pas en cause la capacité de la banque centrale de ramener l'inflation vers sa cible. Mais pour qu'il continue d'en aller ainsi, que doit faire la BCE ?**

Pour être juste, reconnaissons que sa tâche n'est pas facile, car elle opère dans le brouillard. La sous-estimation massive de l'inflation en 2022 a jeté le discrédit sur ses modèles de prévision. Pourtant, comme la politique monétaire se répercute sur l'activité et les prix avec des délais qui se mesurent en mois ou trimestres, aucune banque centrale ne peut s'affranchir de baser ses décisions sur des prévisions, même s'il faut les assortir d'une grande marge d'incertitude. **A ce jour, il n'y a pas de débat sur la direction des**

³ Lane (2022), *Inflation Diagnostics*, The ECB Blog, 25 novembre.



taux directeurs. Personne au Conseil des Gouverneurs ne juge que le resserrement a été poussé assez loin. Les taux de la BCE seront donc sans doute à nouveau relevés au moins lors des trois prochains réunions du Conseil en décembre, février et mars. La BCE prévoit aussi de fixer le mois prochain le cadre pour dégonfler de son bilan en 2023.

Il y a un débat par contre sur la vitesse du resserrement. Quand les taux directeurs approchent d'une zone de neutralité ($\approx 2\%$ à la BCE), il semblerait raisonnable d'avancer avec plus de doigté. Tout le monde n'est pas de cet avis, y compris parmi les membres les plus influents de la BCE, en l'occurrence Isabel Schnabel⁴. Du point de vue des "faucons", le recul de l'inflation en novembre est un signal insuffisant, imputable à des évolutions ponctuelles des prix de l'énergie. Pour être convaincu que la désinflation a commencé, il manque des signaux similaires dans les prix des biens et des services non-énergétiques.

On devrait normalement conclure cette note en prenant partie sur l'issue de la prochaine réunion du Conseil de la BCE : +50pdb ou +75pdb ? Les deux options ne sont pas également désirables pour une économie au bord de la récession mais elles nous semblent également probables.

Encadré : La transmission du choc énergétique dans la chaîne des prix

L'Europe fait face depuis 2021 à une crise énergétique sans précédent depuis les chocs pétroliers des années 1970. Cette fois, ce sont les prix de gros du gaz – et par contagion de l'électricité – qui en donnent l'image la plus visible, parfois exagérée. L'an dernier, ces prix avaient connu des épisodes de tension, mais rien de comparable avec les pics atteints cet été (vers 350€/Mwh pour le gaz). Depuis quelques mois, à la faveur de conditions météo plus clémentes que la normale cet automne et des efforts de stockage, de substitution et d'économies d'énergie, ces prix de gros ont reflué vers la zone de 100-150€/MWh, ce qui reste très élevé.

Les prix de détail ne suivent heureusement pas à l'identique des variations aussi extrêmes et, à l'exception des secteurs les plus énergivores, la plupart des utilisateurs finaux ne sont pas exposés à des changements dramatiques en temps réel. Tout d'abord, les prix de gros reflètent davantage le coût marginal que le coût moyen des approvisionnements. Ainsi, les livraisons de LNG sont plus coûteuses que celles transitant par les pipelines venant d'Afrique ou d'Asie centrale. Ensuite, certains utilisateurs sont couverts par des contrats longs. Parfois aussi, les prix sont ajustés sur la base de moyennes trimestrielles, ce qui produit des effets de palier dans la dynamique de l'inflation (exemple des prix de l'électricité en Italie). Selon les calculs de l'OCDE, depuis mars 2021, les prix de gros de gaz ont plus que décuplé dans les pays européens alors que les prix de détail n'ont pas tout à fait doublé (graphe de gauche). Le même phénomène, en plus atténué, concerne aussi les prix de l'électricité (graphe de droite). Enfin, la plupart des gouvernements européens ont mis en place des "boucliers tarifaires" (subventions, gel ou plafonnement des prix). Ces mesures visent à atténuer le choc sur le consommateur. Leur effet sur l'inflation est double. Primo, elles altèrent la diffusion normale du choc, contribuant à accentuer la volatilité des prix à court terme (chaque mesure ayant un effet négatif sur les prix lors de sa mise en œuvre a un effet inverse quand elle arrive à expiration). Secundo, elles altèrent l'élasticité-prix de la demande des ménages, ce qui risque de prolonger les tensions inflationnistes. Une critique récurrente de la BCE est d'ailleurs que ces mesures de protection sont trop généreuses et pas assez ciblées (voir référence en note 4).



⁴ Voir Schnabel (2022), "Finding the right mix: monetary-fiscal interaction at times of high inflation", Discours du 24 novembre



Disclaimer:

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs autres que des ressortissants des Etats-Unis :

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »), agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).
Lorsqu'elle est distribuée hors des Etats-Unis, l'étude est exclusivement destinée à des clients non américains d'ODDO ; elle ne saurait être divulguée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ODDO.

Le présent document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions personnelles avant sa publication. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts.

A la date de publication du présent document, ODDO et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de ODDO. Cette étude ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Cette étude s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Elle peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres personnes prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel.

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs ressortissants des Etats-Unis :

Merci de vous référer aux rapports de recherche sur les sociétés concernées pour une information complète et les mentions d'informations.

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »). Cette étude est distribuée aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis exclusivement par ODDO BHF New York Corporation (« ONY »), MEMBER: FINRA/SIPC. Elle s'adresse exclusivement aux clients d'ONY ressortissants institutionnels des Etats-Unis et ne saurait être communiquée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ONY. Ce document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. Ce document vous est fourni à titre d'information uniquement et ne constitue pas une base suffisante pour prendre une décision d'investissement.

A la date de publication du présent document, ODDO, et/ou l'une de ses filiales peuvent avoir noué des relations d'affaires avec le ou les émetteur(s) mentionnés dans ce document. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Cependant, ODDO n'a pas d'obligation de mettre à jour ou modifier l'information contenue dans ce document. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis.

Cette étude ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport n'est pas un rapport de recherche au sens de FINRA Rule 2241(a)(11) car ce rapport répond à l'une des exclusions de la définition de rapport de recherche au sens de la Règle 2241(a)(11)(A). Ce document s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas sûr d'être un investisseur institutionnel.

Informations à communiquer conformément à la Loi et aux Réglementations des Etats-Unis

Information Règle 15a-6 : Conformément à la Règle 15a-6 (a), toutes transactions réalisées par ODDO, et/ou par une de ses filiales avec un client institutionnel américain sur les titres décrits dans ce document réalisé hors des Etats-Unis, doivent être effectuées par l'intermédiaire d'ONY.

Coordonnées de la société chargée de la distribution de la recherche aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis : ODDO BHF New York Corporation, MEMBER: FINRA/SIPC est une filiale à 100 % d'ODDO BHF SCA ; Louis paul ROGER, Président (louis-paul.roger@oddo-bhf.com) 150 East 52nd Street New York, NY 10022 646-286-2137.

Vous pouvez consulter les mentions des conflits d'intérêts de toutes les sociétés mentionnées dans ce document sur le site de la recherche de Oddo & cie.