

Flash Economie

N° 57

22 mai 2025

L'inflation reste un problème dans la zone euro, ce qui n'est pas mentionné pour l'instant par la BCE

Si l'inflation sur un an de la zone euro n'est que de 2,2% en avril 2025, l'inflation hors énergie et aliments non transformés est remontée à 2,7% sur un an (contre 2,5% en mars 2025), en raison de l'accélération des prix des services (3,9% de hausse sur un an en avril 2025 contre 3,5% en mars).

Le rythme d'inflation reste cohérent avec la croissance des salaires (4,1% au 4^{ème} trimestre pour les salaires négociés, probablement 3,5% à la fin de 2025), dans une situation d'absence de gains de productivité (ce qui accroît l'inflation) et de baisse des marges des entreprises (ce qui réduit l'inflation). Dans ses perspectives économiques de mars 2025, la BCE prévoit une hausse du coût salarial unitaire de 3% en 2025, puis de 2% en 2026, avec un redémarrage de la productivité, surtout en 2026, et une baisse des marges des entreprises, surtout en 2025. Si la productivité ne redémarre pas et si les taux de marge des entreprises se stabilisent, l'inflation sous-jacente sera proche de 3% à la fin de 2025 et non voisine de 2%.

Il y a donc un risque majeur que l'inflation reste nettement supérieure à 2% à la fin de 2025, ce qui peut faire douter du scénario des marchés financiers qui anticipent encore deux baisses de taux d'intérêt de la BCE (ramenant le taux de dépôt à 1,75%) pendant l'année 2025 ; de même, la perspective des marchés financiers pour l'inflation anticipée à long terme est probablement trop optimiste.

Patrick Artus

Conseiller économique senior

patrick.artus-ext@ossiam.com

✕ @PatrickArtus

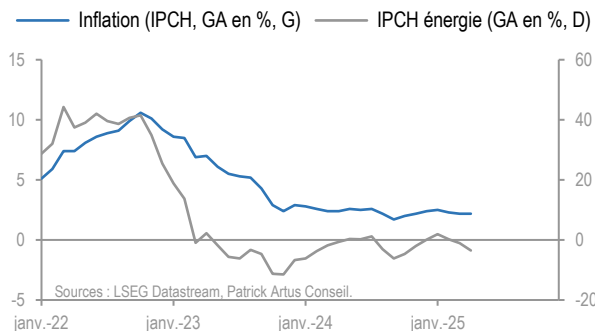
📺 Patrick Artus

Communication marketing : ce document n'a pas été élaboré selon les dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières et ses auteurs ne sont pas soumis à l'interdiction d'effectuer des transactions sur l'instrument concerné avant la diffusion de la communication.

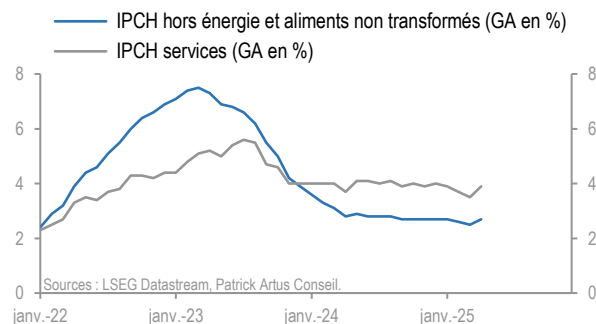
L'inflation sous-jacente ne ralentit plus dans la zone euro

L'inflation totale continue à ralentir dans la zone euro (2,2% en avril 2025), en raison de la baisse des prix de l'énergie (**Graphique 1**) ; mais l'inflation sous-jacente (hors énergie et aliments non transformés) reste forte (2,7% en avril) en raison du maintien d'une hausse forte des prix des services (**Graphique 2**).

Graphique 1
Zone euro : inflation et indice des prix à la consommation de l'énergie



Graphique 2
Zone euro : inflation sous-jacente et inflation des services (en %)



L'inflation s'explique par la hausse des coûts salariaux unitaires et par l'évolution des marges bénéficiaires des entreprises

La croissance du **salaire par tête** est de 4,10% au 4^{ème} trimestre, et **celle du coût salarial unitaire** est de 3,7% aussi au 4^{ème} trimestre (**Graphique 3**).

Graphique 3
Zone euro : salaire nominal par tête et coût salarial unitaire (GA en %)



La zone euro est pénalisée **par l'absence de gains de productivité** (du travail) depuis 2017, qui pousse à la hausse le coût salarial unitaire (**Graphique 4**).

Graphique 4
Zone euro : Productivité par tête (GA en %)



En sens opposé, l'inflation est réduite par **la baisse du taux de marge bénéficiaire des entreprises** (Graphique 5), visible depuis le début de 2023.

Graphique 5
Zone euro : ratio entre le prix du PIB et le coût salarial unitaire (100 : 2010.T1)



Si la productivité ne redémarre pas, et si les marges bénéficiaires des entreprises se stabilisent, l'inflation sous-jacente de la zone euro va rester nettement supérieure à 2%

Si on regarde les prévisions économiques de la BCE publiées en mars 2025 (ECB staff macroeconomic projections for the euro area, March 2025), on voit que la BCE prévoit :

- un coût salarial unitaire en hausse de 3% en 2025, puis 2% en 2026 ;
- un redémarrage de la productivité en 2026 ;
- une baisse des marges des entreprises, en 2025.

En conséquence, elle arrive à une inflation sous-jacente de 2,2% en 2025 (grâce à la baisse des marges) et de 2% en 2026, le même chiffre que la hausse du coût salarial unitaire (grâce au redémarrage de la productivité).

Mais la BCE n'envisage pas que les marges des entreprises se stabilisent dès 2025 et que la productivité du travail ne se redresse pas.

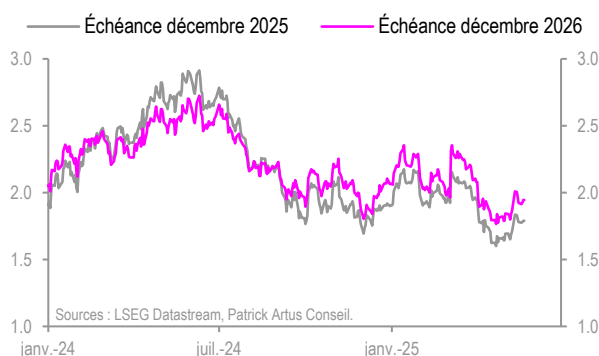
Si effectivement les marges des entreprises se stabilisent, (à la fin de 2024, elles se réduisent nettement moins qu'en 2023 et au début de 2024) et si la productivité du travail n'accélère pas (ce qui est le cas en 2024) ; **l'inflation sous-jacente restera supérieure à 2,5%, peut-être même proche de 3%, à la fin de 2025.**

Synthèse : le scénario des marchés financiers est à prendre avec prudence

Les marchés financiers pensent :

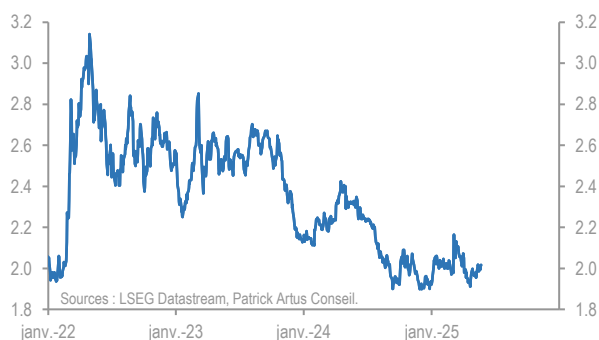
- **que la BCE va baisser ses taux d'intérêt encore de 50 points de base en 2025 et ne va que peu les remonter en 2026 ;**

Graphique 6
Zone euro : contrat Euribor (3 mois)



- que l'inflation sera, à long terme, stabilisée à 2% par an (Graphique 7).

Graphique 7
Zone euro : swaps d'inflation à 10 ans (en %)



Les deux hypothèses faites sur les marchés financiers se révéleront être erronées si l'inflation sous-jacente reste proche de 3% : il y aura alors arrêt de la baisse des taux d'intérêt et redressement de l'inflation anticipée à long terme.

Avertissement

Ossiam, filiale de Natixis Investment Managers, est un gestionnaire d'actifs français agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (Agrément n° GP-10000016). Bien que l'information contenue dans le présent document provienne de sources jugées fiables, Ossiam ne fait aucune déclaration et ne donne aucune garantie quant à l'exactitude de toute information dont elle n'est pas la source. Les informations présentées dans ce document sont basées sur les données du marché à un moment donné et peuvent changer de temps à autre. Le présent document a été préparé uniquement à des fins d'information et ne doit pas être considéré comme une offre, une sollicitation d'offre, une invitation ou une recommandation personnelle d'acheter ou de vendre des actions participantes, tout titre ou instrument financier d'un Fonds Ossiam, ou de participer à toute stratégie de placement, directement ou indirectement. Il est destiné à être utilisé uniquement par les destinataires auxquels Ossiam le met directement à disposition. Ossiam ne traitera pas les destinataires de ce document comme ses clients du fait qu'ils aient reçu ce document. Tous les renseignements sur la performance présentés dans ce document sont fondés sur des données historiques et, dans certains cas, sur des données hypothétiques, et peuvent refléter certaines hypothèses à propos des frais, des impôts, des charges de capital, des attributions et d'autres facteurs qui influent sur le calcul de rendements. Toutes les opinions exprimées dans ce document sont des énoncés de notre jugement à cette date et sont susceptibles de changer sans préavis. Ossiam n'assume aucune responsabilité fiduciaire pour les conséquences, financières ou autres, provenant d'un placement dans un titre ou un instrument financier décrit dans ce document ou dans tout autre titre, ou de la mise en œuvre d'une stratégie de placement. Les informations contenues dans ce document ne sont pas destinées à être distribuées ou utilisées par une personne ou une entité, par un pays ou une juridiction, où cela serait contraire à la loi ou à la réglementation ou qui assujettirait Ossiam à toute exigence d'inscription dans ces juridictions. Ce document ne peut être distribué, publié ou reproduit, en entier ou en partie.