

Le risque de stagflation dans la zone euro

Avant même le déclenchement de la guerre au Moyen-Orient, l'économie de la zone euro s'orientait vers un équilibre stagflationniste (avec inflation assez forte et croissance faible), en raison :

- de l'absence de gains de productivité ;
- de la hausse forte des prix des métaux et des semi-conducteurs.

Bien sûr, la guerre au Moyen-Orient, si elle dure, renforce le risque de basculement dans une stagflation, avec le choc négatif d'offre qui résulte de la hausse des prix du pétrole et du gaz naturel. La BCE réagirait probablement à l'apparition d'une stagflation en passant à une politique monétaire plus restrictive, d'autant plus que la guerre au Moyen-Orient se prolongera et que la hausse des prix des énergies fossiles conduira à des hausses plus fortes des salaires et des prix de l'ensemble des biens et services. Remarquons enfin que, si une stagflation menace la zone euro, ce n'est pas le cas aux Etats-Unis.

Patrick Artus

Conseiller économique senior

patrick.artus-ext@ossiam.com

✕ @PatrickArtus

in Patrick Artus

Isabelle Gravet

Assistante de recherche

isabelle.gravet-ext@ossiam.com

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.

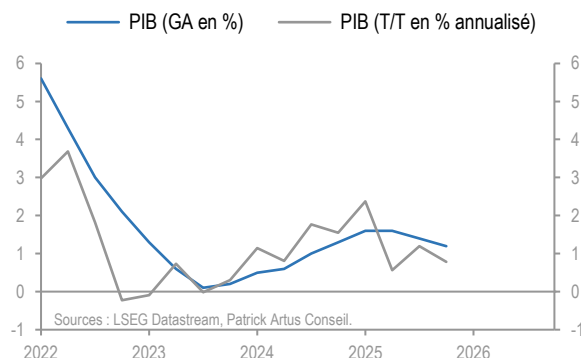
Avant le déclenchement de la guerre au Moyen-Orient, la zone euro s'orientait vers un équilibre stagflationniste

Rappelons qu'une **stagflation est une situation de croissance faible et d'inflation forte**.

Avant le déclenchement de la guerre au Moyen-Orient, la zone euro était caractérisée :

- **par une croissance faible** (1,1 % en 2025, mais seulement 0,9 % si on enlève l'Irlande, dont la croissance forte de 12,3 % résulte du poids des exportations de services technologiques et de produits pharmaceutiques), **Graphique 1** ;

Graphique 1
Zone euro : PIB (volume)



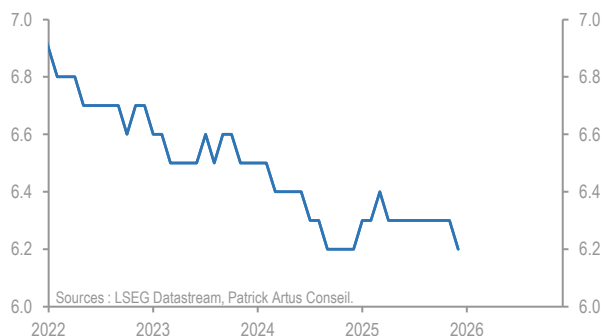
- **par l'absence de gains de productivité (Graphique 2), ce qui contribue à la faiblesse de la croissance et qui est inflationniste par le biais de plusieurs mécanismes :**

Graphique 2
Zone euro : productivité par tête (100 : 2010.T1)

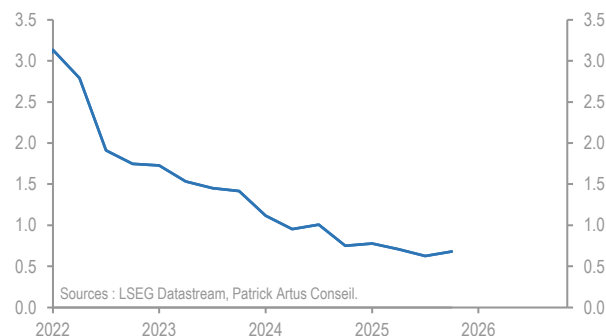


- une hausse rapide du coût salarial unitaire identique à la hausse du salaire par tête (**Graphique 8, plus bas**) ;
- le maintien d'une tension forte sur le marché du travail (**Graphique 3a**) due à ce que, même si la croissance est faible, l'absence de gains de productivité conduit au maintien de créations d'emplois (**Graphique 3b**) ;

Graphique 3a
Zone euro : taux de chômage (en %)

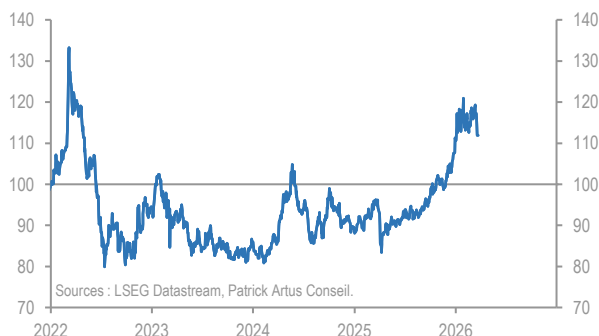


Graphique 3b
Zone euro : emploi (GA en %)

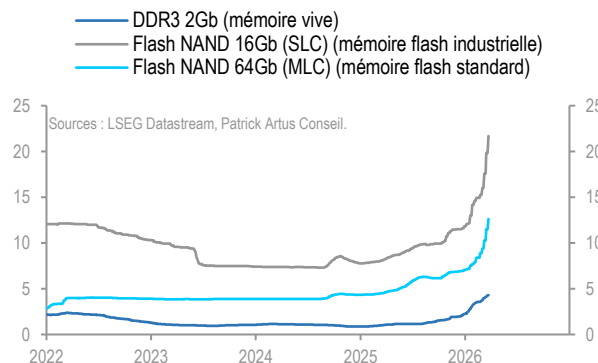


- par la hausse forte des prix des métaux industriels (Graphique 4a) et des semi-conducteurs (Graphique 4b), qui résulte en particulier de la forte demande liée au développement de l'intelligence artificielle, et qui est clairement inflationniste.

Graphique 4a
Prix des métaux industriels (100 : 01.01.2022)

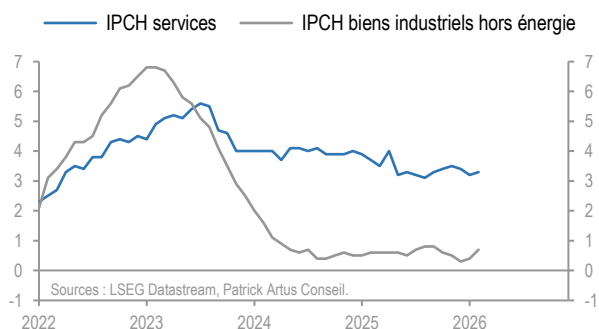


Graphique 4b
Prix des semi-conducteurs (en dollars)

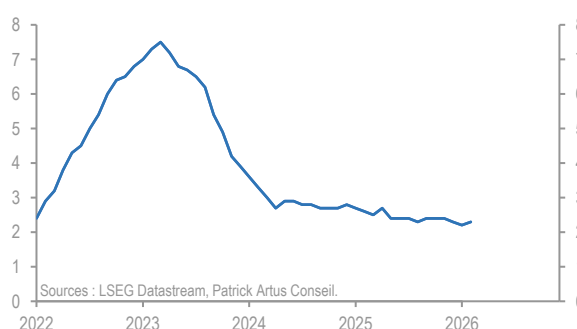


Les prix des produits industriels sont tirés à la baisse par la concurrence de la Chine et par la faiblesse de la demande de produits industriels, mais les prix des services reflètent la croissance rapide des salaires (Graphique 5), et, au total, l'inflation sous-jacente reste supérieure à 2 % (Graphique 6).

Graphique 5
Zone euro : indices des prix à la consommation des services et des biens industriels hors énergie (GA en %)



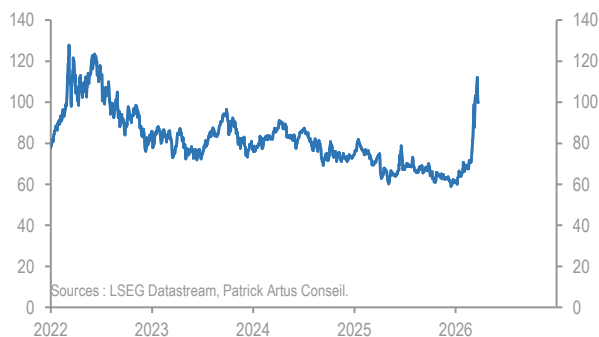
Graphique 6
Zone euro : inflation sous-jacente (IPCH hors énergie et aliments non-transformés, GA en %)



La guerre au Moyen-Orient renforce le risque de stagflation dans la zone euro

Il est possible que la guerre au Moyen-Orient dure assez longtemps. Si c'est le cas, la zone euro sera confrontée à un choc défavorable d'offre dû à la hausse des prix du pétrole et du gaz naturel (Graphiques 7a/b).

Graphique 7a
Prix du pétrole (Brent, \$/baril)



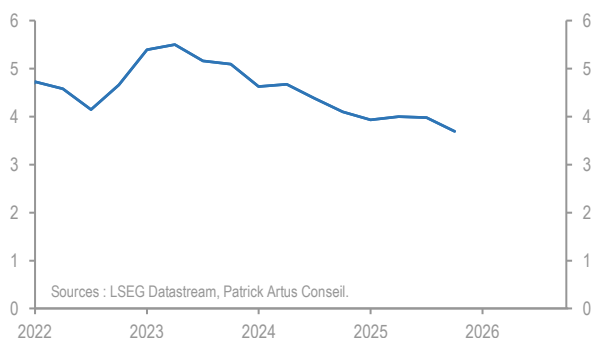
Graphique 7b
Europe : prix du gaz naturel (€/MWh)



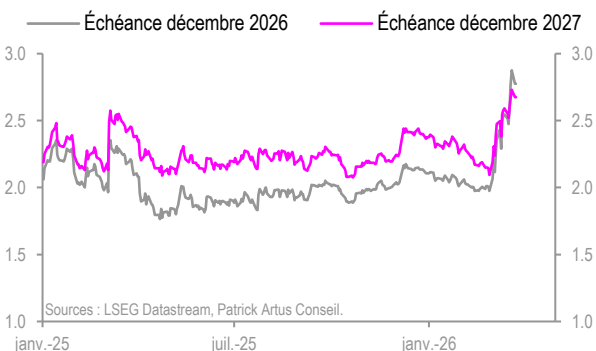
Ce choc négatif d'offre sera probablement amplifié, si la hausse de prix des énergies fossiles se prolonge, par :

- des hausses plus rapides de salaires (Graphique 8), et de l'ensemble des prix ;
- la réaction de la BCE, qui passerait probablement à une politique monétaire plus restrictive (ce qu'anticipent les intervenants des marchés financiers, Graphique 9), d'où un freinage de la croissance et particulièrement de l'investissement des entreprises.

Graphique 8
Zone euro : salaire nominal (GA en %)



Graphique 9
Zone euro : contrat Euribor (3 mois)

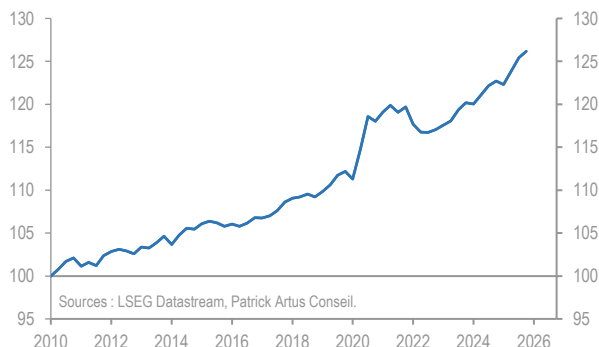


Synthèse : une situation dans la zone euro très différente de celle des Etats-Unis

La zone euro se dirige donc vers un équilibre stagflationniste (inflation assez forte, croissance faible), d'autant plus que la guerre au Moyen-Orient sera durable. La situation de la zone euro est très différente de celle des Etats-Unis :

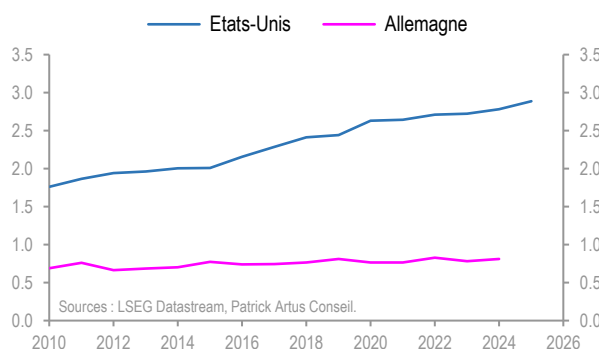
- les Etats-Unis bénéficient de gains de productivité importants, probablement liés au développement de l'intelligence artificielle (**Graphique 10**), ce qui exerce une influence désinflationniste ;

Graphique 10
Etats-Unis: productivité par tête (100 : 2010.T1)



- les Etats-Unis sont exportateurs de pétrole et de gaz naturel, dont la hausse des prix ne freine donc pas la croissance des Etats-Unis ;
- la croissance des Etats-Unis est tirée par le développement de l'intelligence artificielle et par l'investissement en logiciels, ce qui n'est pas le cas de la zone euro, **Graphique 11**.

Graphique 11
Investissement en logiciels (en % du PIB valeur)



Avertissement

Ossiam, filiale de Natixis Investment Managers, est un gestionnaire d'actifs français agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (Agréement 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.