Flash Economie

N° 52
10 décembre 2024

La difficulté pour la BCE qui résulte des fortes différences entre l'inflation dans les services et l'inflation dans l'industrie

La BCE est confrontée à une situation où :

- l'inflation totale est légèrement supérieure à 2% (2,3% en novembre 2024) ; hors énergie et alimentation elle est de 2,7% (sur un an en novembre) et, la baisse sur un an des prix de l'énergie allant disparaître, l'inflation va rejoindre le niveau de l'inflation sous-jacente ;
- la hausse des prix des services (3,9% sur un an en novembre 2024) reflète la hausse des coûts salariaux unitaires (4,5% sur un an) ;
- la hausse des prix des produits industriels (0,7% sur un an en novembre 2024) est faible malgré la hausse des coûts salariaux unitaires dans l'industrie (plus de 5% sur un an au 3ème trimestre 2024) en raison de la baisse forte des marges bénéficiaires de l'industrie ;
- les salaires nominaux continuent à augmenter rapidement (4,5% sur un an au 3ème trimestre 2024), ce qui résulte de la tension persistante sur le marché du travail qui provient de l'absence de gains de productivité.

Si la BCE se concentre sur l'inflation totale ou bien l'inflation sous-jacente ou encore sur l'inflation salariale, elle dispose de marges de manœuvre faibles pour baisser les taux d'intérêt ; mais si elle se concentre sur la faiblesse de l'inflation manufacturière et sur le recul des marges bénéficiaires et de la production de l'industrie, elle peut être tentée de baisser fortement les taux d'intérêt pour soutenir l'industrie.

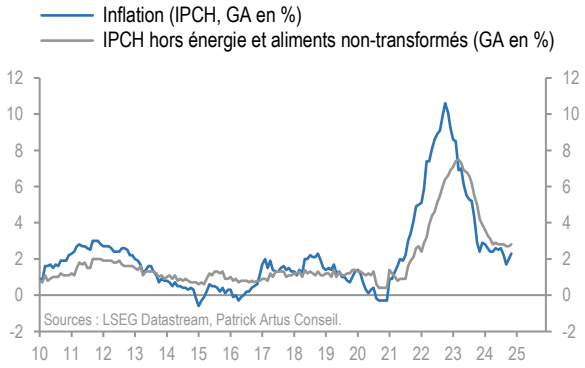
Patrick Artus
Conseiller économique senior
patrick.artus-ext@ossiam.com
@PatrickArtus

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.

Différence forte entre l'inflation dans les services et l'inflation dans l'industrie manufacturière dans la zone euro

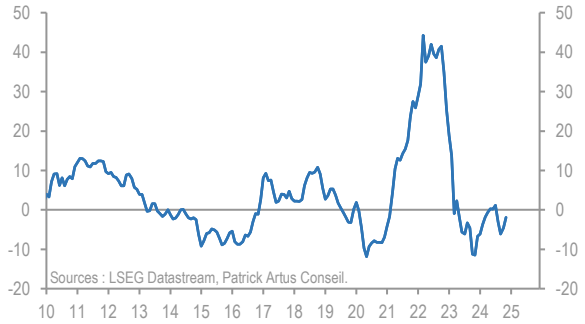
L'inflation totale est de 2,3% sur un an dans la zone euro en novembre 2024, elle remonte progressivement depuis le mois de septembre ; **l'inflation sous-jacente** hors énergie et aliments non-transformés est de 2,7% sur un an en novembre 2024, elle est stable depuis plusieurs mois (**Graphique 1**).

Graphique 1
Zone euro : inflation et inflation sous-jacente



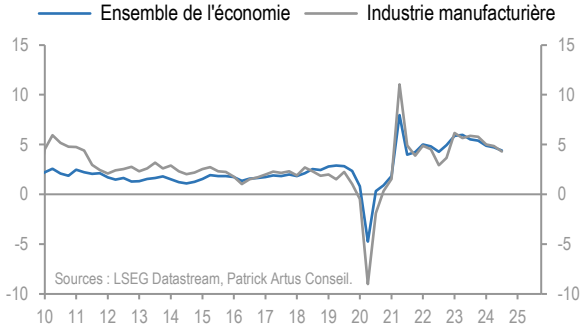
La baisse des **prix de l'énergie** va disparaitre dans quelques mois (**Graphique 2**), et donc **l'inflation totale va revenir au niveau de l'inflation sous-jacente.**

Graphique 2
Zone euro : indice des prix à la consommation de l'énergie (GA en %)



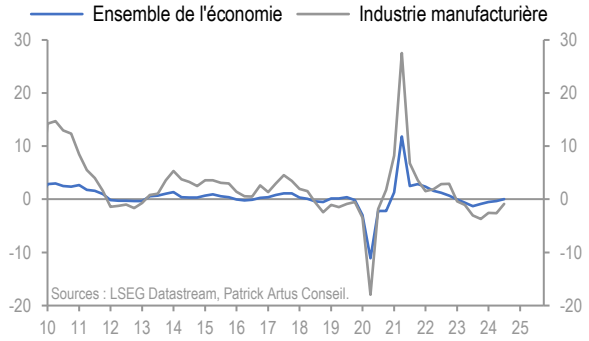
Les salaires continuent à augmenter de 4,5% sur un an tant dans l'ensemble de l'économie que dans l'industrie (**Graphique 3**).

Graphique 3
Zone euro : salaire nominal par tête dans l'ensemble de l'économie et dans l'industrie (GA en %)

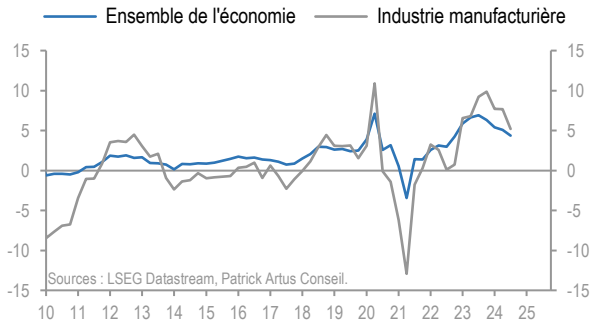


Puisque **la productivité du travail** recule au moins aussi vite dans l'ensemble de l'économie que dans l'industrie manufacturière (**Graphique 4**), **les coûts salariaux unitaires** (**Graphique 5**) augmentent comme les salaires, c'est-à-dire rapidement (**Graphique 5**).

Graphique 4
Zone euro : productivité par tête dans l'ensemble de l'économie et dans l'industrie manufacturière (GA en %)

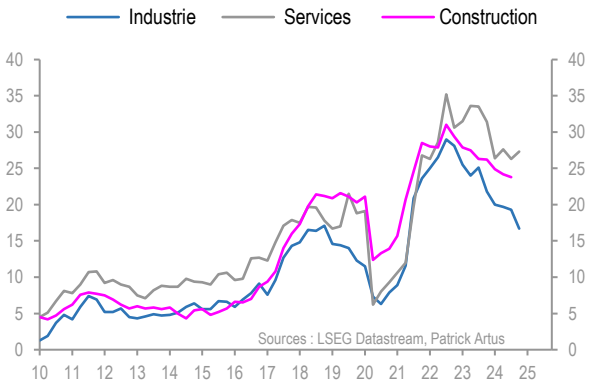


Graphique 5
Zone euro : coût salarial unitaire dans l'ensemble de l'économie et dans l'industrie manufacturière (GA en %)



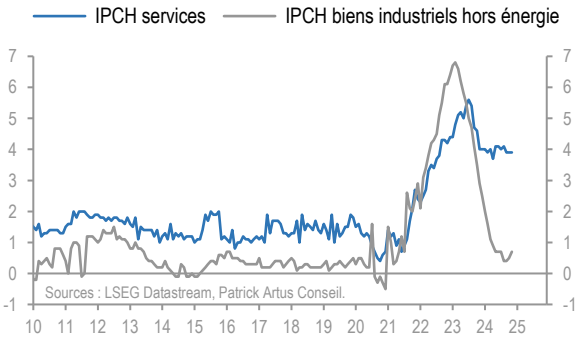
L'absence de gains de productivité implique que même si la croissance reste faible, l'emploi continue à augmenter, et puisque la population en âge de travailler recule, **la tension sur le marché du travail reste forte** (**Graphique 6**), ce qui explique que les hausses de salaire restent importantes.

Graphique 6
Zone euro : entreprises rencontrant des difficultés de recrutement (en %)



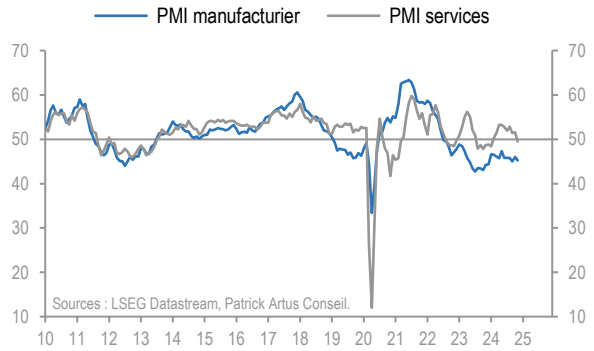
On voit que **les prix des services augmentent à peu près au même rythme que le coût salarial unitaire**, **alors que les prix des produits manufacturés augmentent très lentement** (0.7% sur un an en novembre 2024), **Graphique 7**.

Graphique 7
Zone euro : indices des prix à la consommation des services et des biens industriels hors énergie (GA en %)

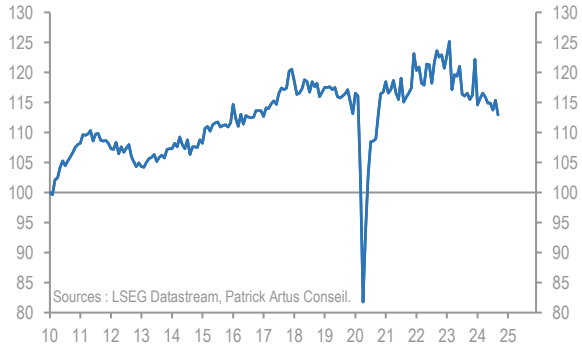


Cette grosse différence entre les hausses des prix des services et celles des prix des produits manufacturés vient de la concurrence étrangère ; qui freine les prix industriels, et du recul de la production dans l'industrie (**Graphiques 8/9**).

Graphique 8
Zone euro : PMI manufacturier et PMI services (indices)

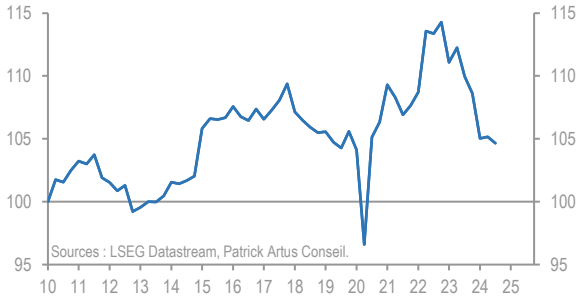


Graphique 9
Zone euro : production manufacturière (100 : 2010.M1)



Elle a comme conséquence **un recul important des marges bénéficiaires de l'industrie manufacturière** (**Graphique 10**) depuis de début de 2022.

Graphique 10
Zone euro : ratio entre le prix de la valeur ajoutée et le coût salarial unitaire dans l'industrie manufacturière (100 : 2010.T1)



Cette différence entre la hausse des prix des services et celles des prix des produits manufacturés a des conséquences importantes :

- découragement des investissements dans l'industrie, et **déformation de l'économie en faveur des services** (la « maladie hollandaise ») ;
- **difficultés pour le choix de l'orientation de la politique monétaire de la BCE.**

Synthèse : A quoi va réagir la BCE ?

Si la BCE réagit essentiellement aux perspectives pour l'inflation, pour l'inflation sous-jacente et pour les coûts salariaux unitaires, puisque l'inflation va rester nettement supérieure à 2% (elle converge vers l'inflation sous-jacente), **elle dispose d'une marge limitée de baisse des taux d'intérêt** (le taux des dépôts est aujourd'hui de 3,25%).

Mais les marchés pensent que la BCE va beaucoup baisser ses taux d'intérêt (le taux d'intérêt à court terme à la fin de 2025 est anticipé être de 1,80%, **Graphique 11**).

Graphique 11
Zone euro : contrat Euribor
(échéance décembre 2025, 3 mois)



Cela montre que les opérateurs des marchés financiers font l'hypothèse **que la BCE va réagir à la faiblesse de l'activité dans l'industrie, au recul des marges bénéficiaires de l'industrie**, et non à l'inflation globale ou à la hausse des coûts salariaux unitaires.

Il y a un risque que les marchés surestiment l'ampleur de la baisse des taux directeurs de la BCE, puisqu'il est difficile de croire que la BCE baisse agressivement ses taux d'intérêt si l'inflation, dans quelques mois, est supérieure à 2,5%.

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 susceptible 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.