

La faiblesse de la croissance va-t-elle réduire l'inflation de la zone euro, comme le croit la BCE ?

La BCE est très confiante en ce qui concerne les perspectives d'inflation.

Dans son communiqué de presse du 30 janvier 2025, elle écrit : « La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente laissent entrevoir une stabilisation durable de l'inflation autour de l'objectif. » Ce dernier étant de 2%.

C'est cette perspective favorable pour l'inflation qui permet à la BCE de mener une politique monétaire de moins en moins restrictive pour soutenir l'activité.

Dans le passé, (au début de 2001, à la fin de 2008, à la fin de 2011) lorsque la BCE a commencé à baisser ses taux d'intérêt, l'inflation était nettement supérieure à 2% (en juin 2001 elle est de 2,9 %, au printemps 2008 elle atteint 4%, en octobre 2011, elle est de 3%), mais, assez rapidement (au printemps 2002, à la fin de 2008, au premier trimestre 2013) la faiblesse de l'activité fait retomber l'inflation en dessous de 2%.

En sera-t-il de même aujourd'hui ? On peut avoir des doutes puisque :

- la zone euro n'est pas en récession mais seulement en croissance faible (les prévisions de croissance des différentes institutions pour 2025 vont de 0,8% à 1,3%) ;
- l'absence de gains de productivité implique que, même avec une croissance faible, l'emploi progresse, et donc que le marché du travail reste tendu, avec une inflation salariale, en particulier dans les services, forte.

Patrick Artus

Conseiller économique senior

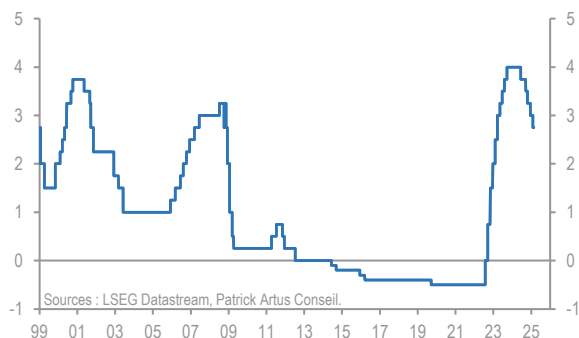
patrick.artus-ext@ossiam.com

✕ @PatrickArtus

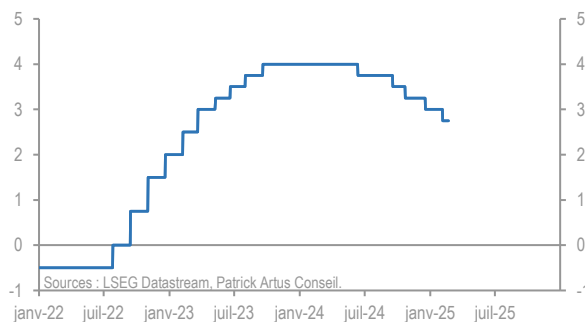
La BCE baisse ses taux d'intérêt puisqu'elle croit au retour de l'inflation vers l'objectif de 2% à la fin de 2025

La BCE a baissé le taux de dépôt à 2,75% à la fin de janvier 2025 ([Graphiques 1a/b](#)), et a manifesté sa confiance dans le retour de l'inflation et de l'inflation sous-jacente vers 2% à la fin de l'année 2025.

Graphique 1a
Zone euro : Taux de dépôt de la BCE (en %)

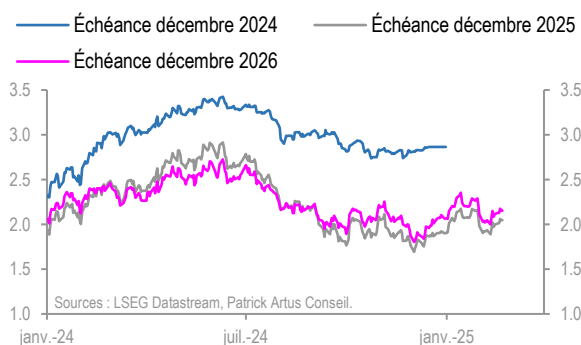


Graphique 1b
Zone euro : Taux de dépôt de la BCE (en %)

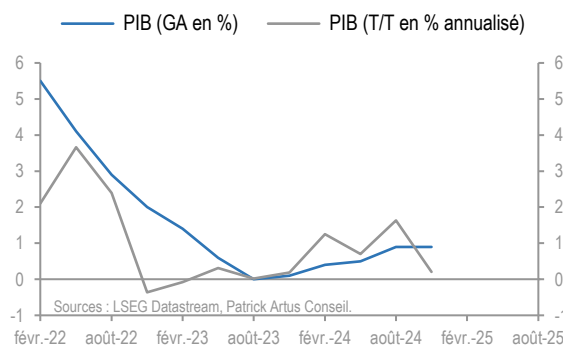


Il est donc normal, si la BCE forme cette prévision d'inflation, qu'elle baisse ses taux d'intérêt directs (les marchés financiers attendent un taux final de la BCE autour de 2%, [Graphique 2](#)), puisque l'économie de la zone euro est faible ([Graphiques 3, 4](#)).

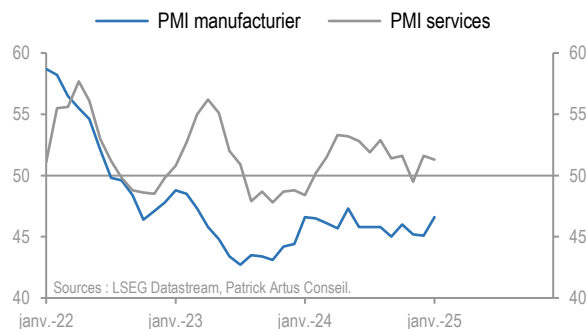
Graphique 2
Zone euro : contrat Euribor (3 mois)



Graphique 3
Zone euro : PIB (volume)

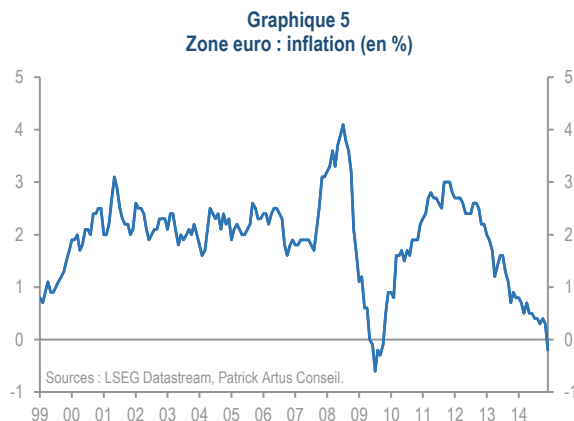


Graphique 4
Zone euro : PMI manufacturier et PMI services (indices)

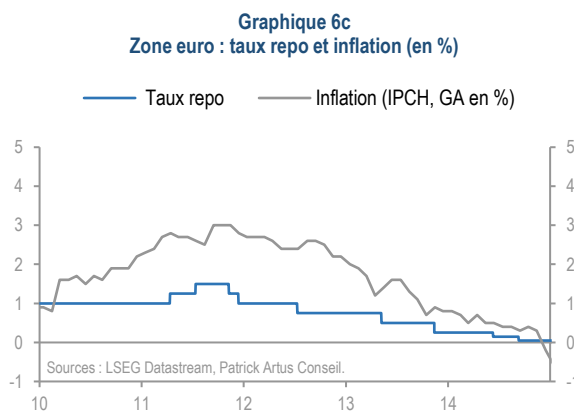
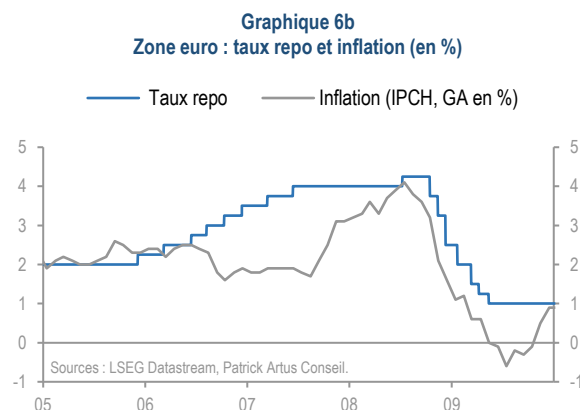
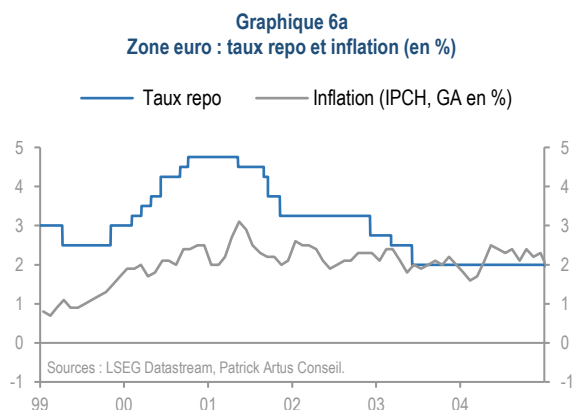


Dans le passé, la BCE a baissé ses taux d'intérêt avec une inflation encore significativement supérieure à 2%

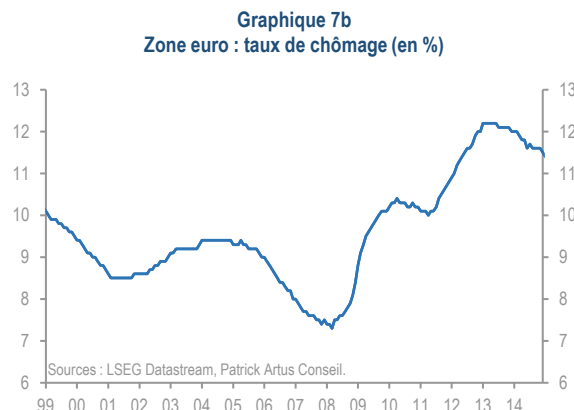
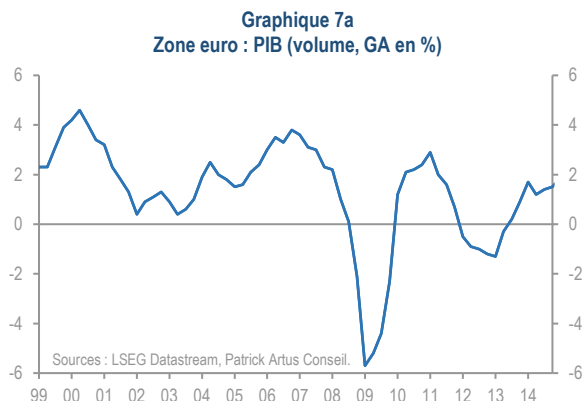
Nous regardons **trois épisodes inflationnistes du passé** : la période 2000-2002, la période 2007-2008, la période 2011-2012 (nous considérons que la période post-Covid est particulière), **Graphique 5**.



Chacun de ces trois chocs inflationnistes a été marqué par **une hausse des taux d'intérêt de la BCE**, puis par un début de **correction à la baisse des taux d'intérêt** alors que l'inflation était encore supérieure à 2% (Graphique 6a/b/c).



Par la suite, avec la faiblesse de l'activité (**Graphiques 7a/b**), l'inflation a assez rapidement reculé et est redevenue inférieure à 2%.



Dans ces trois épisodes, la BCE a eu raison de commencer à baisser ses taux d'intérêt alors que l'inflation était encore supérieure à 2%.

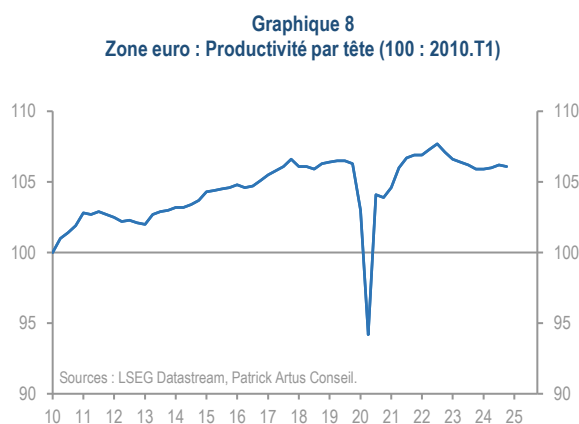
Cette dynamique de l'inflation va-t-elle apparaître à nouveau aujourd'hui ?

En 2001, en 2008, en 2011, la BCE a baissé ses taux d'intérêt dans un contexte d'affaiblissement de l'économie dans la zone euro, alors que l'inflation était encore supérieure à 2% ; ultérieurement, la faiblesse de l'économie a fait repasser l'inflation en dessous de 2%, et ce comportement de la BCE a donc été favorable et sans conséquences négatives sur sa crédibilité.

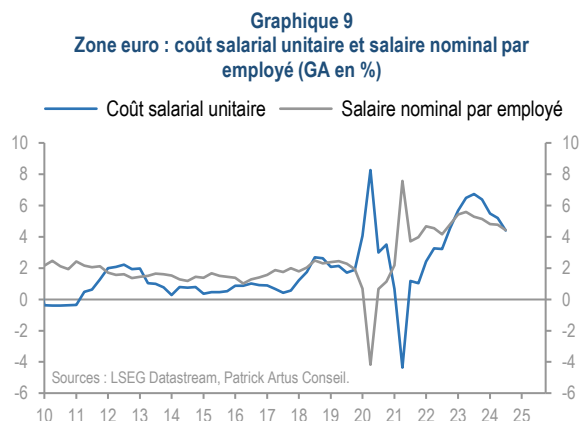
Mais cette dynamique de l'inflation en baisse en raison de la faiblesse de la croissance, va-t-elle apparaître à nouveau aujourd'hui ?

On peut en douter, pour plusieurs raisons.

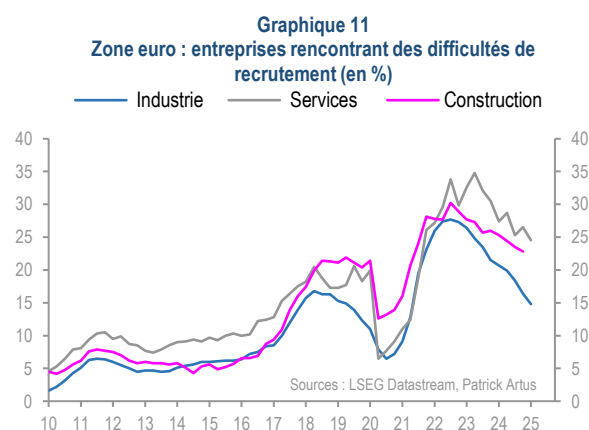
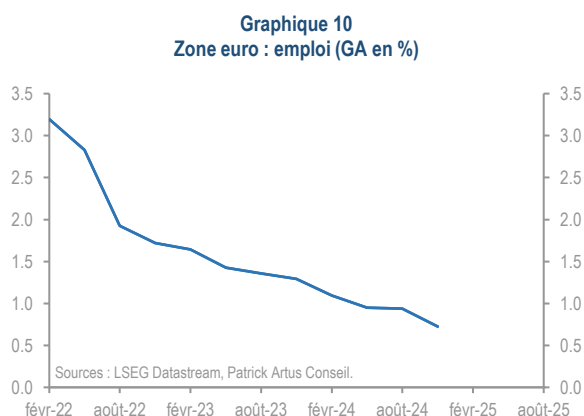
- 1- **La zone euro n'est pas en récession, uniquement en croissance faible (Graphique 3 plus haut)**, les prévisions de croissance pour 2025 pour la zone euro s'étagent entre 0,8% et 1,3% (0,8% pour Goldman Sachs, 1,0% pour le Conference Board, 1,1% pour la BCE, 1,2% pour S&P, 1,2% pour le FMI, 1,3% pour la Commission européenne, 1,3% pour l'OCDE).
- 2- **La productivité continue à stagner dans la zone euro (Graphique 8)**, ce qui implique que :



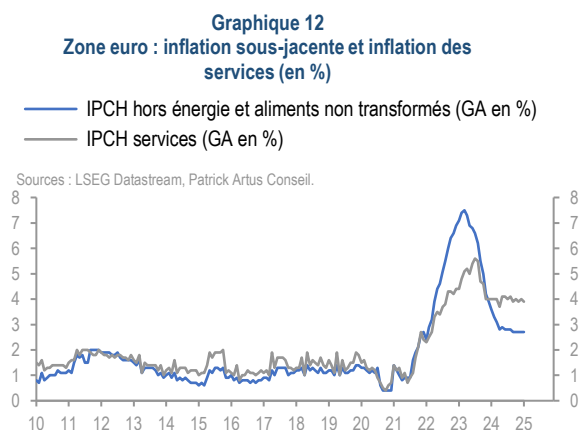
- le coût salarial unitaire continue à augmenter rapidement (**Graphique 9**) ;



- l'emploi continue à augmenter, malgré la faiblesse de la croissance (**Graphique 10**), ce qui maintient une tension forte sur le marché du travail (**Graphique 11**), et donc des hausses rapides des salaires (**Graphique 9**).



En conséquence, l'inflation d'origine salariale, donc l'inflation sous-jacente, devrait rester assez forte (l'inflation hors énergie et aliments non transformés est en décembre 2024 de 2,8%), la hausse des prix des services forte (4,0% en décembre 2024), **Graphique 12**.



Synthèse : un comportement de l'inflation aujourd'hui différent de celui observé dans le passé ?

Dans le passé, la BCE pouvait baisser ses taux d'intérêt alors que l'inflation était encore supérieure à 2%, dans les périodes de croissance faible, parce que la faiblesse de la croissance faisait ultérieurement passer l'inflation en dessous de 2%.

Mais il n'est pas certain que cette dynamique de l'inflation, tirée à la baisse par la croissance faible, soit encore valable aujourd'hui.

En effet :

- la croissance prévue pour 2025 dans la zone euro n'est pas extrêmement faible ;
- l'absence de gains de productivité est inflationniste, à la fois directement et au travers de la permanence de la tension sur le marché du travail qu'elle implique.

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.