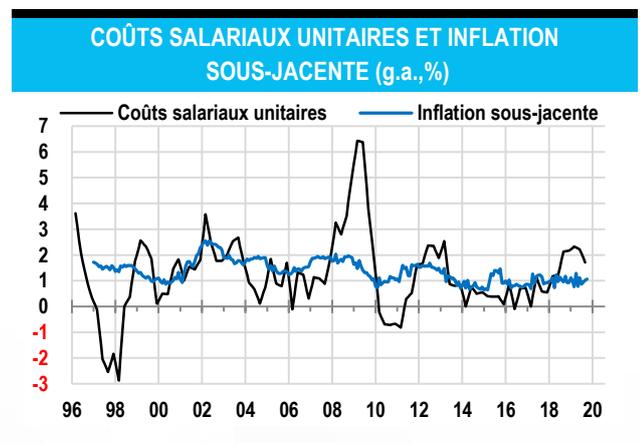


Zone euro : des taux d'intérêt très bas pour combien de temps encore ?

■ La politique monétaire danoise est étroitement liée à celle de la BCE : la déclaration récente du gouverneur de la banque centrale du Danemark, selon laquelle il s'attend au maintien des taux d'intérêt autour des niveaux négatifs actuels sur les cinq à dix prochaines années, n'est donc pas sans importance pour la zone euro ■ Selon la *forward guidance* de la BCE, la politique monétaire ne sera ajustée que lorsque les conditions économiques le justifieront. L'impossibilité pour la banque d'être plus explicite sur son calendrier illustre toute la complexité de la dynamique d'inflation ■ Les hausses de salaires antérieures vont progressivement se transmettre à l'inflation sachant qu'une inflation basse, des anticipations d'inflation solidement ancrées et une vive concurrence dans certains secteurs pourraient très bien limiter cette transmission ■ Il faut donc s'attendre au maintien de la politique actuelle pendant une longue période. Que faut-il entendre par « longue période » ? Cela dépendra des données économiques. La zone euro a donc de toute évidence besoin de plus de croissance.

Combien de temps encore les taux directeurs de la BCE vont-ils rester à leur niveau actuel ? Les déclarations récentes de banquiers centraux scandinaves ont, indirectement, poussé à la réflexion. Selon Reuters, « *Lars Rohde, gouverneur de la banque centrale du Danemark, s'attend au maintien des taux d'intérêt autour des niveaux négatifs actuels sur les cinq à dix prochaines années* ». Comme la politique monétaire danoise est étroitement liée à celle de la BCE, on peut être tenté de voir dans cette déclaration une projection implicite concernant les taux directeurs de la zone euro. Son homologue suédois à la Riksbank a, pour sa part, indiqué que, malgré le ralentissement de l'économie, le conseil exécutif allait très probablement relever le taux *repo* de -0,25 % à 0 % lors de sa réunion du 19 décembre. D'après Stefan Ingves, gouverneur de la banque centrale suédoise, les taux négatifs ont donné de bons résultats « *mais c'est une toute autre histoire pour l'économie lorsqu'on conserve des taux négatifs pendant une longue, longue période* ». Il semble que le relèvement prévu du taux *repo* tienne à l'inquiétude suscitée par les possibles effets indésirables de taux négatifs prolongés, une question qui est tout autant d'actualité dans la zone euro. Il ne faut, cependant, pas voir dans cette décision le point de départ d'un cycle de resserrement. Selon le gouverneur, compte tenu des perspectives très incertaines de l'activité économique et de l'inflation, il est « *difficile de dire, à l'heure actuelle, à quel moment il sera approprié de procéder à un nouveau relèvement du taux *repo** ». On retrouve cette même difficulté dans la *forward guidance* dépendante des données de la Réserve fédérale (statu quo sur les taux en l'absence de réévaluation significative des perspectives de croissance et d'inflation) de même que dans la *forward guidance* liée à l'état de l'économie de la BCE (qui exige une solide convergence de l'inflation vers un niveau proche de, mais inférieur à 2 %).

Selon cette *guidance*, la politique monétaire sera ajustée lorsque les conditions économiques le justifieront mais la réticence, pour ne pas dire l'incapacité, des grandes banques centrales à se montrer plus explicites sur le calendrier de la politique monétaire en dit long sur la complexité de la dynamique d'inflation. Cette dynamique est le reflet d'un processus de « ruissellement » selon lequel 1) une demande forte et durable 2) crée des goulets d'étranglement sur le marché du travail, qui 3) entraînent une augmentation des salaires et, 4) malgré des gains de productivité, un accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre. Une forte demande en biens et services peut très bien réduire l'élasticité-prix de la demande, 5) en permettant aux entreprises d'augmenter leurs prix pour protéger leurs marges bénéficiaires face à la hausse des coûts salariaux. ...



Source : Eurostat, BNP Paribas

p. 3

Revue des marchés

p. 4

Baromètre et calendrier

p. 5

Scénario économique

DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES



BNP PARIBAS

Eco
WEEK

La banque
d'un monde
qui change

Ce processus séquentiel prend du temps compte tenu des différentes étapes par lesquelles l'économie doit passer. Concernant le cycle actuel, la croissance des salaires dans la zone euro a fini par s'accroître, de manière même significative dans certains pays, sous l'effet conjugué de la baisse du taux de chômage et de l'apparition de goulets d'étranglement sur le marché du travail. La véritable question est celle de la transmission de la hausse des salaires à l'inflation, qui a été jusqu'à présent très limitée.

Qu'est-ce que cela signifie pour les perspectives de la politique monétaire ? Ces derniers mois, les goulets d'étranglement ont considérablement diminué dans l'industrie manufacturière, même s'ils se maintiennent au-dessus des pics cycliques antérieurs. Dans les services et la construction, ils se sont stabilisés à un niveau très élevé. Le taux de marge bénéficiaire (excédent brut d'exploitation en pourcentage de la valeur ajoutée) enregistre une tendance à la baisse, ce qui pourrait renforcer la réticence des entreprises à céder aux revendications de hausses salariales lorsqu'elles estiment que le ralentissement des ventes entame leur pouvoir de fixation des prix. En cas de ré-accelération de la croissance, les goulets d'étranglement vont assez rapidement réapparaître, entraînant une accélération de la croissance salariale, qui devrait se traduire par une remontée de l'inflation. La question est de savoir dans quelles proportions et dans quel délai. A cet égard, une étude de la Bundesbank montre qu'en Allemagne une augmentation de 1 % des salaires entraîne une hausse de 0,3 % des prix à la consommation. « *Cependant, il faut beaucoup plus qu'un an pour que l'ajustement cyclique des prix au choc des salaires soit en grande partie achevé* »^{iv}.

Cela pourrait impliquer qu'une partie de la récente hausse des salaires ne transparait pas encore dans les données sur l'inflation allemande. Un facteur pourrait aussi compliquer les choses : selon une étude réalisée par la BCE, un environnement d'inflation basse est associé à une répercussion plus modérée^v. Enfin, une recherche empirique effectuée par le FMI montre que l'impact de l'accélération de la croissance salariale sur l'inflation se renforce progressivement, pour atteindre un point culminant au bout d'environ six trimestres. « *Dans l'ensemble, le taux de répercussion — défini comme le ratio entre la variation cumulée des prix et la variation cumulée des salaires — est d'environ un tiers* ». De plus, cette transmission est d'autant plus faible que l'inflation est basse, que les anticipations d'inflation sont solidement ancrées et que la concurrence (étrangère et nationale) est intense. D'autre part, la baisse des marges bénéficiaires a tendance à entraîner une plus forte transmission mais, dans un environnement concurrentiel, les entreprises se retrouvent en proie à un dilemme : en relevant les prix pour protéger les marges, elles risquent, en effet, de pénaliser leurs volumes de ventes. Pour conclure, les goulets d'étranglement qui restent élevés (quoique moins qu'auparavant dans l'industrie manufacturière, en raison de la crise dans ce secteur) ont déjà conduit à des hausses salariales. Ces hausses vont, progressivement, entraîner une remontée de l'inflation, mais ce processus prend plusieurs trimestres et, comme le montre la recherche empirique, un certain nombre de facteurs (inflation basse, anticipations d'inflation solidement ancrées, concurrence intense dans certains secteurs) pourraient très bien limiter cette transmission. Compte tenu des conditions strictes fixées par le Conseil des gouverneurs de la BCE à tout changement de politique monétaire, il semble clair que la politique actuelle va rester en place pendant une longue période. La durée de cette « longue période » dépendra des données économiques. De toute évidence, la zone euro a besoin de plus de croissance.

William De Vijlder

ⁱ Danish central bank governor sees negative rates in next 5-10 years – Borsen, Reuters, 25 novembre 2019

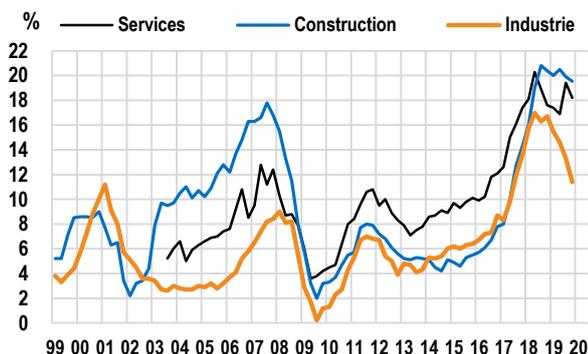
ⁱⁱ Swedish central bank to hike in Dec, end 5 years of negative rates, Reuters, 24 octobre 2019

ⁱⁱⁱ Repo rate unchanged at -0.25 per cent, Communiqué de presse, 24 octobre 2019, Sveriges Riksbank

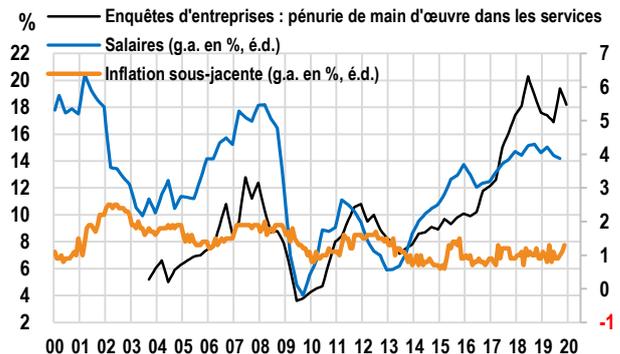
^{iv} The impact of wages on prices in Germany: evidence from selected empirical analyses, Deutsche Bundesbank, Rapport mensuel, septembre 2019

^v The link between labor cost and price inflation in the euro area, Document de travail n°2235 de la BCE, février 2019

ENQUÊTES D'ENTREPRISES . PÉNURIES DE MAIN D'OEUVRE



PÉNURIE DE MAIN D'OEUVRE ET SALAIRES



Source: Commission européenne, Eurostat, BNP Paribas

