



ZONE EURO SCÉNARIO 2024-2025

ATTERRISSAGE DOUX SUR UNE CROISSANCE MOLLE

Janvier 2024

Paola MONPERRUS-VERONI

AGIR CHAQUE JOUR DANS VOTRE INTÉRÊT
ET CELUI DE LA SOCIÉTÉ



ÉTUDES ÉCONOMIQUES GROUPE

SYNTHÈSE

- 2 ÉVOLUTIONS RÉCENTES
- 3 LE SCÉNARIO
- 4 FOCUS : L'IMPACT DU RESSERREMENT MONÉTAIRE SUR LES MÉNAGES ET LES ENTREPRISES
- 5 BCE : ENCORE UN PEU DE PATIENCE
- 6 POLITIQUE BUDGÉTAIRE : RETOUR AU PASSÉ

ATERRISSAGE DOUX SUR UNE TENDANCE MOLLE

Reprise de la demande intérieure et désinflation éloignent un peu plus le scénario stagflationniste que de nombreux commentateurs dessinaient encore il y a quelques mois, voire simplement quelques semaines. Un léger repli du PIB au troisième trimestre, le maintien d'une croissance positive de l'emploi et une inflation en net recul en novembre continuent d'apporter **de nouveaux arguments en faveur de notre scénario d'atterrissage en douceur, un ralentissement marqué mais amorti par le processus désinflationniste**. Cependant, des taux réels plus élevés, un choc structurel de compétitivité lié à l'énergie, un environnement extérieur très incertain font atterrir l'économie de la zone euro sur un rythme de croissance inférieur à un potentiel affaibli par rapport à la période pré-pandémie. La croissance de la zone euro sera plafonnée à 0,5% en 2023, à 0,7% en 2024 et à 1,4% en 2025.

Le scénario stagflationniste est relégué en scénario de risque, puisque les sources domestiques d'inflation se tarissent et seul un choc d'offre lié au contexte géopolitique pourrait faire dévier les anticipations d'inflation de leur ancrage autour de la cible de la BCE.

La bascule vers un scénario de récession présente en revanche une **probabilité plus élevée que le scénario stagflationniste. Elle ne requiert pas de choc externe, mais une simple déviation des hypothèses favorables sur lesquelles repose notre scénario central** : poursuite de la désinflation, maintien de l'activité et de l'emploi, gains de pouvoir d'achat des salaires, assouplissement des conditions de financement.

Un impact plus puissant du resserrement monétaire, engendrant une croissance plus faible, une érosion des revenus et des profits et une détérioration de la qualité des actifs des acteurs fragiles, alimenterait une plus importante aversion au risque, contribuant au maintien de conditions de financement strictes et alimentant un cercle vicieux défavorable à l'activité.

Notre scénario central de reprise progressive de la croissance voit le rythme de cette dernière plafonné par la **faiblesse de la demande extérieure** dans un environnement international de plus en plus incertain et marqué par le ralentissement des économies américaine et chinoise. D'autre part, **le déploiement de la**

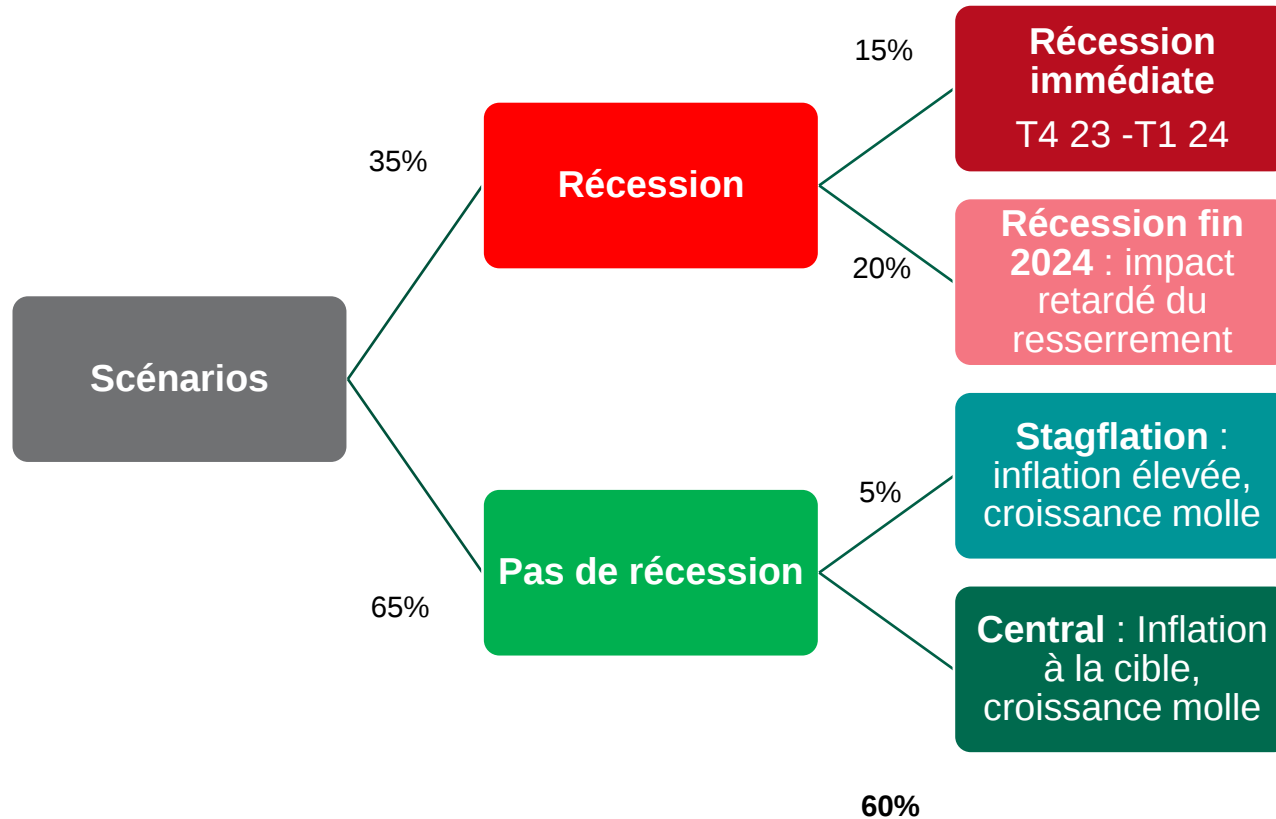
transmission monétaire sera encore en cours tout au long de l'année 2024 (avec un délai de transmission de douze à dix-huit mois après la dernière remontée des taux de septembre 2023) **avec son impact négatif sur l'investissement résidentiel et son freinage de l'investissement productif. Le rythme de progression de l'investissement total sera positif (0,9% en 2024 et 1,8% en 2025), mais très inférieur à la moyenne 2014-2019.**

La reprise de la demande intérieure sera tirée principalement par le redressement de la consommation privée (1,1% en 2024 et 1,3% en 2025). La faible et temporaire augmentation du taux de chômage (6,7% en 2024 et 6,6% en 2025, après 6,6% en 2023) ne ferait pas dérailler ce rebond fondé sur une progression de la masse salariale et de son pouvoir d'achat. Les ménages pourront aussi s'appuyer sur une importante épargne cumulée, qui ne serait plus alimentée par la précaution dès que la dynamique désinflationniste contribuera à améliorer la confiance.

L'orientation budgétaire devient en revanche plus restrictive ôtant définitivement l'ensemble des soutiens (Covid et énergie) dès 2024.

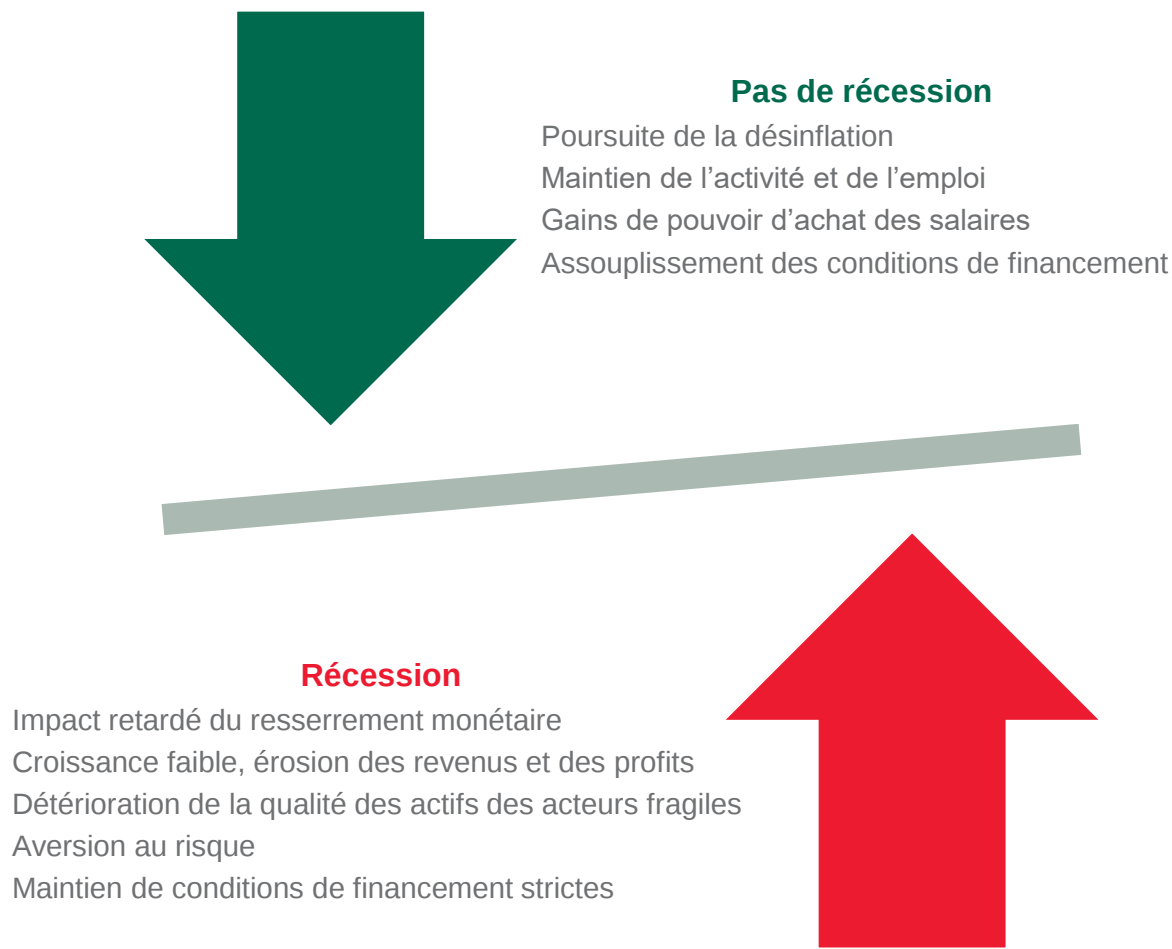
SYNTHÈSE

ATERRISSAGE EN DOUCEUR ET STAGFLATION ÉVITÉE



SYNTHÈSE

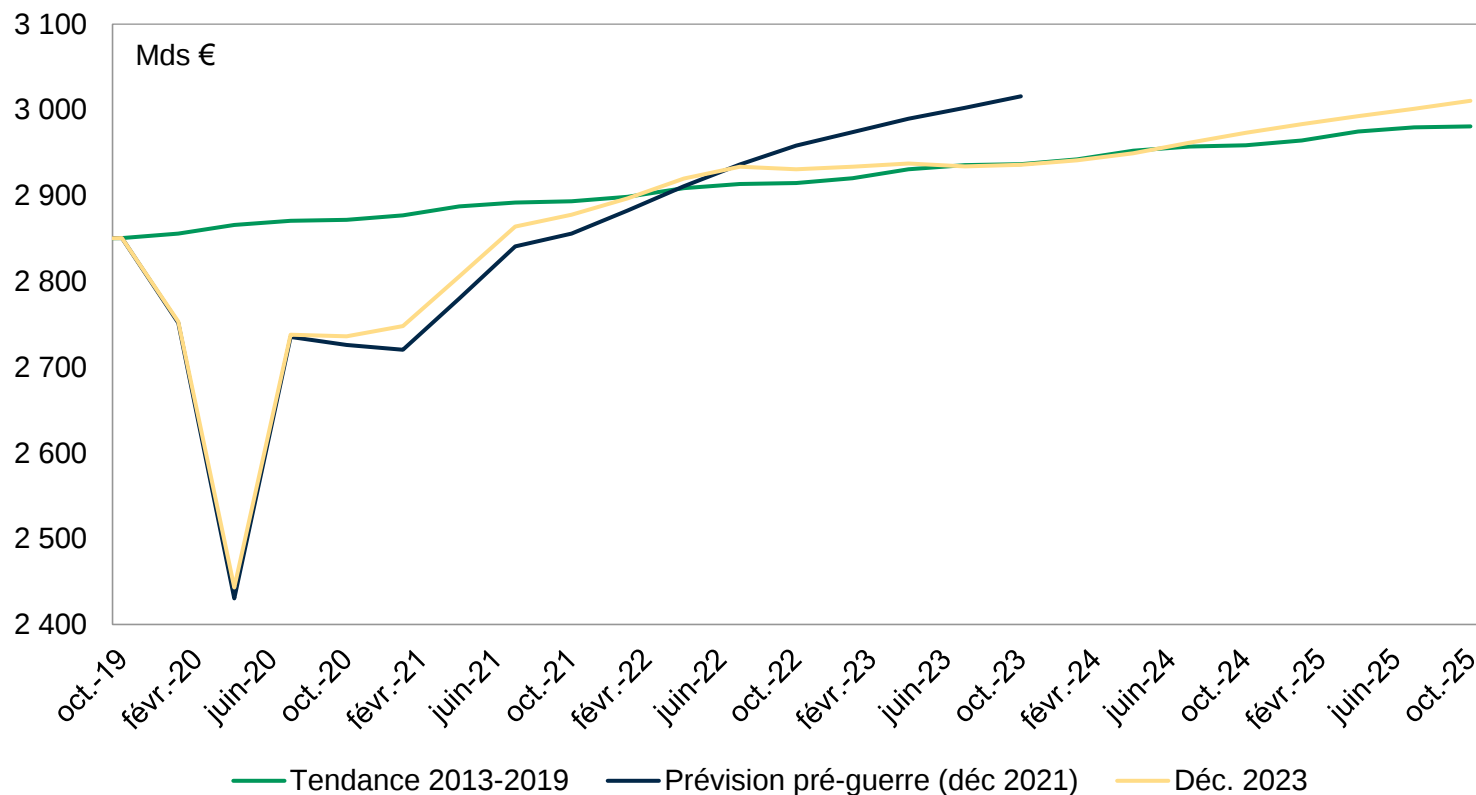
NI STAGFLATION, NI RÉCESSION : QUELLES CONDITIONS ?



SYNTHÈSE

INFLATION PROCHE DE LA CIBLE, CROISSANCE INFÉRIEURE AU POTENTIEL

PIB : croissance molle



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A./ECO

NOS PRÉVISIONS

ZONE EURO AGRÉGÉE

	Taux trimestriel (t/t, %)												Taux annuel (a/a, %)			
Zone euro	2023				2024				2025				2022	2023	2024	2025
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	3,4	0,5	0,7	1,4
Consommation des ménages	0,0	0,0	0,3	0,1	0,3	0,4	0,4	0,5	0,3	0,2	0,2	0,2	4,2	0,5	1,1	1,3
Consommation publique	-0,5	0,2	0,3	0,1	0,1	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	1,6	0,1	0,7	0,6
FBCF totale	0,3	-0,1	0,0	0,3	0,1	0,3	0,4	0,5	0,5	0,4	0,5	0,5	2,8	0,8	0,9	1,8
Exportations de B&S	-0,3	-1,1	-1,1	0,1	0,3	0,7	0,8	0,8	0,7	0,6	0,7	0,7	7,3	-0,7	0,6	2,8
Importations de B&S	-1,6	0,0	-1,2	-0,1	0,3	0,7	0,8	0,9	0,7	0,6	0,6	0,6	7,9	-1,4	0,8	2,8
Variations de stocks, en % du PIB	0,3	1,0	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	0,9	0,7	0,5	0,5
<i>Contributions à la croissance</i>																
Demande intérieure hors stocks	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	3,1	0,5	0,9	1,2
Variations de stocks	-0,5	0,7	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,2	-0,1	0,0
Commerce extérieur	0,6	-0,6	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,3	-0,1	0,1
Prix à la consommation	8,0	6,2	4,9	2,7	2,6	2,5	2,4	2,8	2,7	2,5	2,3	2,2	8,4	5,4	2,6	2,4
Taux de chômage	6,6	6,5	6,5	6,7	6,8	6,8	6,7	6,7	6,7	6,6	6,5	6,6	6,7	6,6	6,7	6,6
Solde courant, en points de PIB													3,5	3,7	3,6	3,5
Solde budgétaire, en points de PIB													-3,8	-3,4	-3,1	-2,8
Impulsion budgétaire													-0,6	-0,9	-0,8	-0,1

NOS PRÉVISIONS

ZONE EURO PAR PAYS

Taux trimestriel (t/t, %)												Taux annuel (a/a, %)				
	2023				2024				2025				2022	2023	2024	2025
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Zone euro	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	3,4	0,5	0,7	1,4
Allemagne	0,0	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	1,9	-0,1	0,0	1,0
France	0,1	0,6	-0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	2,5	0,9	1,0	1,3
Italie	0,6	-0,4	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,2	0,2	0,0	0,2	3,9	0,7	0,6	0,9
Espagne	0,6	0,4	0,3	0,2	0,4	0,4	0,5	0,3	0,4	0,2	0,2	0,1	5,8	2,4	1,6	1,4
Pays-Bas	-0,5	-0,4	-0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,4	0,4	0,4	4,4	0,2	0,7	1,2
Belgique	0,4	0,3	0,4	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,3	3,0	1,4	1,2	1,2
Irlande	-1,9	-0,4	-1,9	-0,9	0,3	1,3	1,5	1,5	1,5	1,7	1,6	1,6	9,5	-2,2	0,7	6,4
Portugal	1,5	0,1	-0,2	-0,3	0,4	0,8	0,8	0,4	0,5	0,6	0,4	0,3	6,8	2,0	1,2	2,1
Grèce	0,1	1,1	0,0	0,2	0,6	0,6	0,4	0,6	0,6	0,5	0,3	0,2	5,7	2,0	1,9	2,0
Finlande	0,1	0,4	-0,9	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4	1,6	-0,4	0,6	1,5
Luxembourg	0,6	-0,1	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	1,4	-0,9	1,2	1,7
Autriche	0,1	-1,1	-0,5	0,2	0,4	0,6	0,6	0,5	0,2	0,1	0,3	0,3	4,8	-0,7	0,9	1,3
Slovénie	0,2	1,0	-0,2	0,1	0,6	0,9	0,8	0,7	0,4	0,3	0,7	0,6	2,9	1,4	2,0	2,2
Malte	0,5	1,9	2,4	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,3	0,7	1,0	0,9	8,2	6,2	3,4	2,4

SOMMAIRE

1 SYNTHÈSE

2 ÉVOLUTIONS RÉCENTES

3 LE SCÉNARIO

4 FOCUS : L'IMPACT DU RESSERREMENT MONÉTAIRE SUR LES MÉNAGES ET LES ENTREPRISES

5 BCE : ENCORE UN PEU DE PATIENCE

6 POLITIQUE BUDGÉTAIRE : RETOUR AU PASSÉ

ÉVOLUTIONS RÉCENTES

LE REDRESSEMENT DU POUVOIR D'ACHAT SE TRADUIT PAR CELUI DE LA CONSOMMATION

Malgré son léger repli au troisième trimestre 2023 (-0,1% T3/T2), le PIB fournit une vision plutôt réconfortante de l'économie de la zone. La demande intérieure s'est redressée et, après le recul de fin 2022 puis un premier semestre atone, contribue de nouveau positivement à la croissance du PIB (pour 0,2 point) grâce au rebond de la consommation privée (+0,3%) et à l'accélération de la consommation publique (+0,3%). L'investissement a en revanche stagné : la croissance positive de l'investissement en machines et équipements et en transport peine à compenser la baisse de l'investissement dans la construction. Celle-ci a été particulièrement affectée par le repli de l'investissement résidentiel, alors que l'investissement dans les autres types de construction affiche une croissance légèrement négative depuis deux trimestres.

La faiblesse de la demande mondiale se traduit par une demande extérieure adressée à la zone euro qui poursuit sa chute à un rythme soutenu, alors que la baisse de la demande de stocks et d'investissements freine les importations. La contribution de la demande extérieure nette

a donc été nulle, exportations et importations ayant reculé au même rythme (-1,1% et -1,2% respectivement).

Enfin, **le fort déstockage a soustrait 0,3 point à la croissance, réduisant ainsi le niveau des stocks après l'importante accumulation enregistrée au deuxième trimestre 2023** (avec une contribution de +0,7 point). Le stockage avait permis d'afficher une croissance positive au deuxième trimestre, en dépit de l'atonie de la demande intérieure et d'une contribution fortement négative de la demande extérieure nette. Bien que le niveau des stocks sur PIB soit encore élevé, sa baisse récente est de bon augure pour la croissance des prochains trimestres.

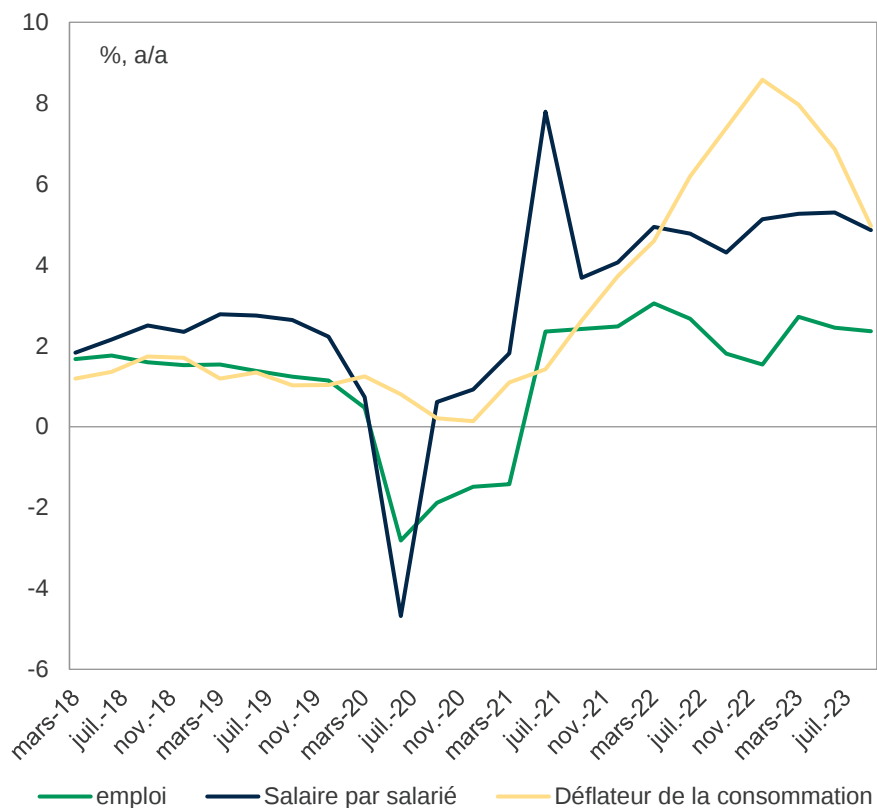
La poursuite de la progression de l'emploi (0,2% sur le trimestre) et l'accélération du salaire par salarié (1,3%, après 0,7%) ont continué de soutenir le revenu disponible des ménages de la zone euro au troisième trimestre 2023. Ce dernier poursuivait le ralentissement entamé au T2, mais progressait toujours à un rythme soutenu (0,9% sur le trimestre après 1,1%). La consommation des

ménages a augmenté plus rapidement que le revenu disponible, s'appuyant sur une **baisse du taux d'épargne (à 14%). Depuis le premier trimestre 2023, le salaire par salarié progresse plus vite que l'inflation. Ce gain de pouvoir d'achat coïncide avec une amélioration de la confiance des ménages et se traduit depuis deux trimestres par une baisse du taux d'épargne.**

En revanche, les dépenses d'investissement des ménages continuent de se contracter (-0,1% sur le trimestre) bien qu'à un moindre rythme. Le taux d'investissement des ménages poursuit son repli en cours depuis le printemps 2022 (à 9,7% du revenu disponible brut) et laisse une capacité de financement en hausse à 4,5% du revenu disponible brut. Bien que l'investissement financier se réduise, la baisse du financement est plus importante, avec notamment un ralentissement très marqué des prêts. **La richesse financière et immobilière s'est réduite en pourcentage du revenu disponible, érodant ainsi la richesse nette, et ce malgré la diminution de la dette (54,4% du PIB après 57,6% un an auparavant).**

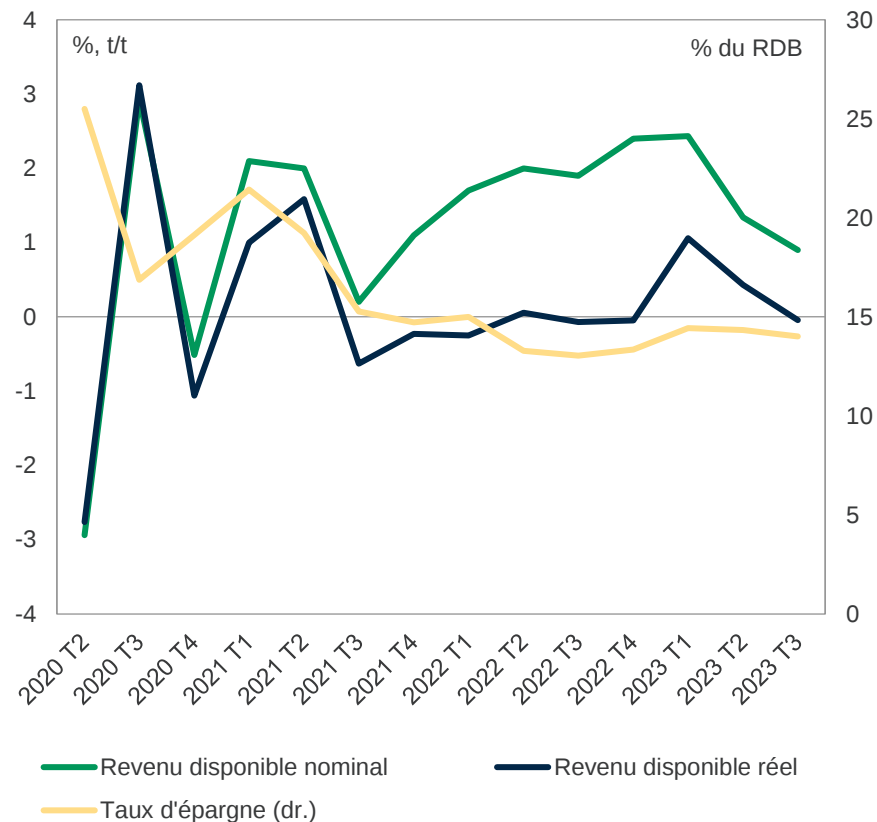
REDRESSEMENT DU POUVOIR D'ACHAT ET DE LA CONSOMMATION

Revenus réels en progression



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A./ECO

Le taux d'épargne commence à baisser



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A./ECO

ÉVOLUTIONS RÉCENTES

LA HAUSSE DES COÛTS SALARIAUX PÈSE SUR DES MARGES ENCORE ÉLEVÉES

Les entreprises voient leur profitabilité se réduire sous l'effet conjoint de la hausse de la masse salariale et de la dégradation de la productivité, même si les coûts des intrants sont en baisse.

Après son pic du troisième trimestre 2022, le taux de marge des sociétés non financières continue de reculer (à 40,2% de la valeur ajoutée). **Mais il reste plutôt élevé par rapport à sa moyenne historique.**

La croissance de l'emploi est restée globalement positive, mais s'est essouffée dans l'industrie et le nombre d'heures travaillées a reculé. Si les salaires par travailleur ont perdu de leur dynamisme au troisième trimestre 2023 (4,9% contre 5,4% sur un an), ils continuent de croître à un rythme soutenu. La hausse, en accélération, des rémunérations versées a été plus rapide que la croissance – en ralentissement – de la valeur ajoutée, déterminant ainsi un partage plus favorable aux salaires.

Le repli de la productivité s'est accentué, réduisant davantage la part distribuée aux profits. Bien que les coûts salariaux unitaires aient à peine retrouvé une croissance positive en termes réels, en termes

nominaux, ils progressent à un rythme de plus en plus soutenu.

Les entreprises ont une fois de plus réduit leurs dépenses d'investissement au T3 2023, bien qu'à un moindre rythme et le taux d'investissement s'est replié (à 22,9%). Cela leur a permis de dégager une plus forte capacité de financement (à 2,6% de la valeur ajoutée). La baisse de l'investissement financier a été moins importante que le recul du financement, notamment bancaire, tandis que le financement obligataire s'est redressé. **Le désendettement des entreprises s'est donc poursuivi avec un ratio dette/PIB à 68% (après 73,7% un an auparavant).**

La dégradation de l'activité au troisième trimestre ne s'est pas traduite par une hausse des défaillances d'entreprises. Le nombre de défaillances a baissé au troisième trimestre par rapport à un niveau cependant désormais un peu supérieur à celui d'avant la pandémie. Alors que les faillites augmentent dans l'industrie manufacturière, elles diminuent dans les services, où elles avaient fortement crû depuis la pandémie.

La production industrielle suit une tendance

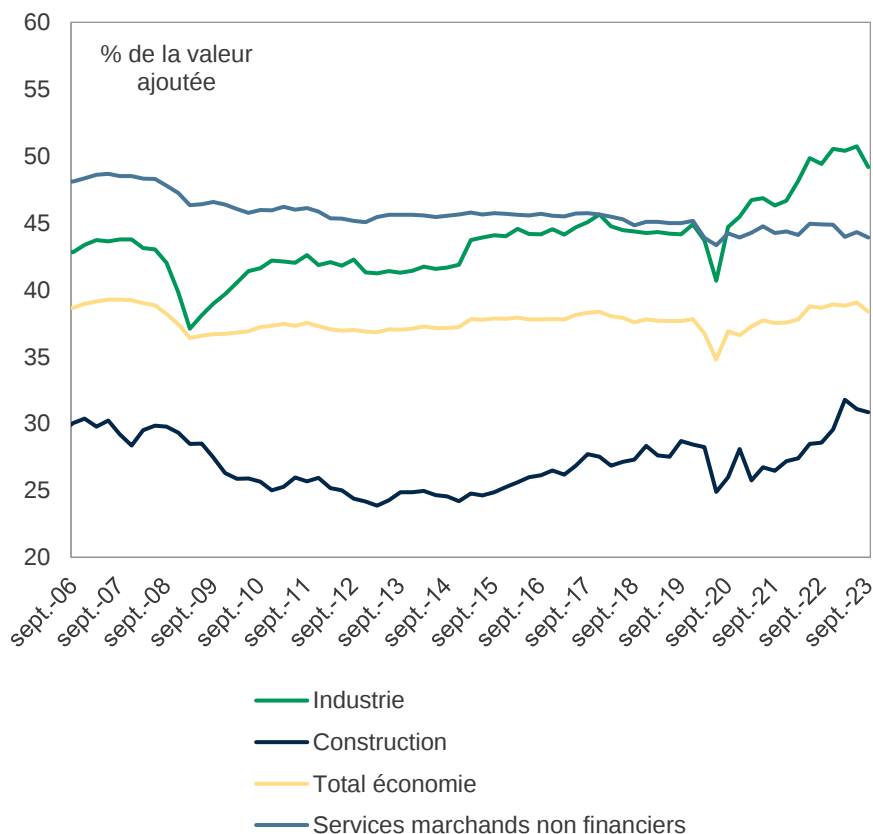
baissière depuis le milieu de 2022. La hausse des prix du gaz, suite au début de l'invasion de l'Ukraine, a eu un impact négatif sur la production à forte intensité énergétique, qui n'a pas réussi à se redresser l'année dernière malgré la baisse des prix du gaz. La production automobile a quant à elle rebondi en 2022, mais le rebond s'est arrêté en 2023 et elle s'est rapprochée de sa norme d'avant la pandémie. **La nouvelle baisse de la production industrielle en novembre suggère une activité manufacturière en repli au T4 2023, ajoutant ainsi un risque baissier à notre prévision de croissance légèrement positive (+0,1% sur le trimestre).**

Les enquêtes de décembre nous confirment une activité en contraction au quatrième trimestre 2023 et une confiance morose des agents privés. L'indice PMI signale un repli fort, bien qu'en atténuation, de l'activité dans l'industrie, ainsi qu'une baisse dans les services. En novembre, selon les enquêtes de la Commission, si la confiance se redresse très modestement auprès des consommateurs, dans le commerce de détail et dans la construction, elle demeure très faible dans l'industrie.

MARGES ÉLEVÉES MAIS EN VOIE DE DÉGRADATION

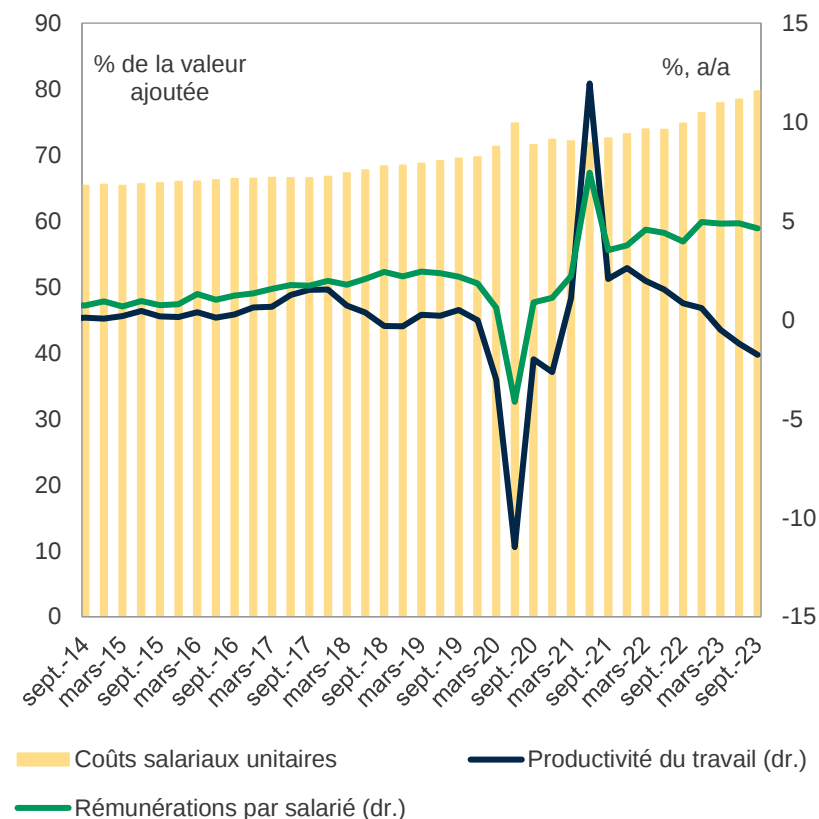
SOUS LA PRESSION DES COÛTS SALARIAUX ET DU REPLI DE LA PRODUCTIVITÉ

Taux de marge : en baisse mais élevé



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A./ECO

Hausse des salaires & baisse de la productivité augmentent les coûts salariaux unitaires

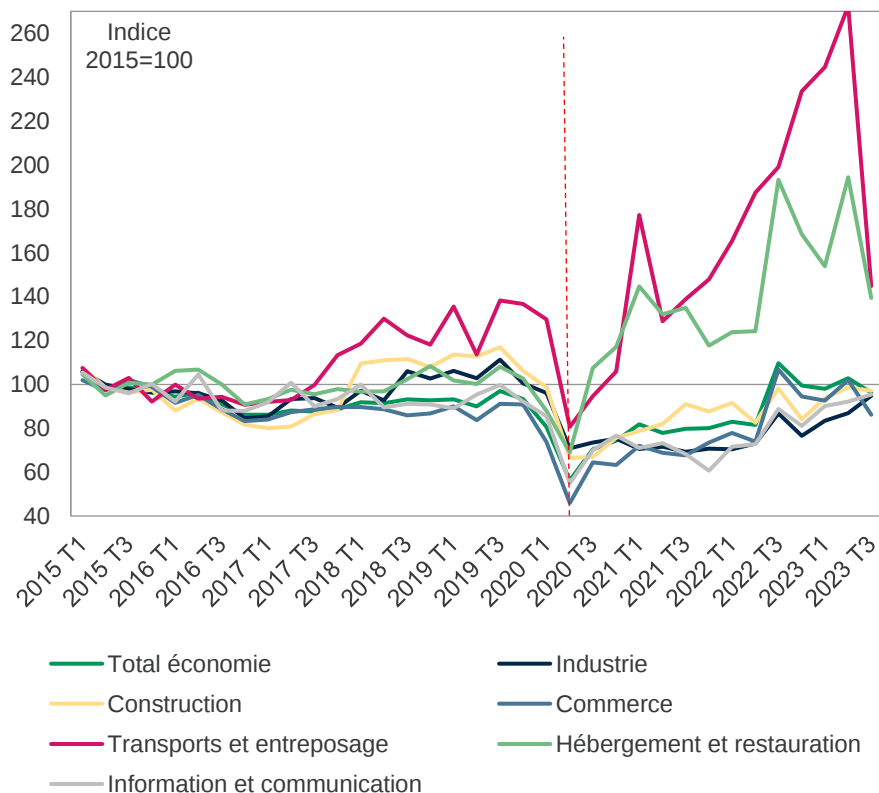


Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A./ECO

HAUSSE DES DÉFAILLANCES, MAIS PAS DE « MUR DES FAILLITES »

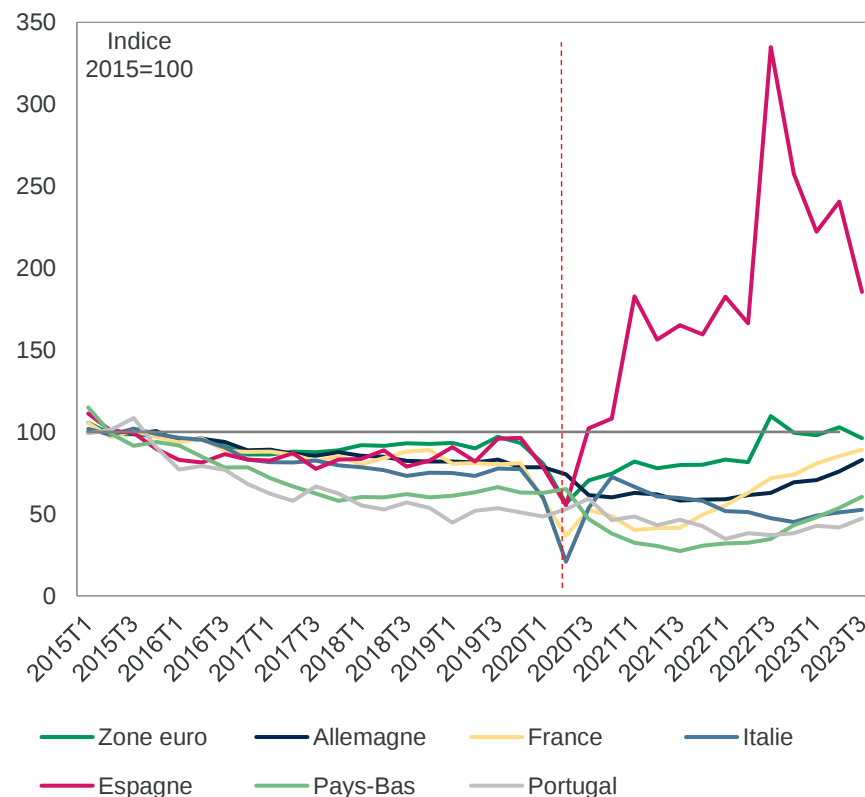
LES DERNIERS SIGNAUX POINTENT VERS LA RÉSILIENCE

Zone euro : défaillances par secteur



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A./ECO

Défaillances par pays



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A./ECO

SOMMAIRE

1 SYNTHÈSE

2 ÉVOLUTIONS RÉCENTES

3 | LE SCÉNARIO

4 FOCUS : L'IMPACT DU RESSERREMENT MONÉTAIRE SUR LES MÉNAGES
ET LES ENTREPRISES

5 BCE : ENCORE UN PEU DE PATIENCE

6 POLITIQUE BUDGÉTAIRE : RETOUR AU PASSÉ

LA DÉSINFLATION COMME PRÉALABLE

Bénéficiant d'importants effets de base sur les prix de l'énergie (après le pic au T3 2022) et de l'ensemble des biens, l'inflation a fortement baissé au cours du T3 et T4 2023.

Après un repli notable en novembre 2023 (2,4%), l'inflation est repartie à la hausse en décembre (2,9%). Le taux d'inflation est anticipé encore visqueux sur l'année 2024, avec une inflation comprise entre 2,5% et 3% selon les mois. **En début d'année, plusieurs facteurs vont contribuer à maintenir l'inflation supérieure à la cible de la BCE. Le retrait des boucliers sur le prix du gaz et de l'électricité et la remontée des tarifs règlementés sont annoncés dans plusieurs pays de la zone euro. Des hausses de la TVA sur l'énergie, mais aussi sur certains biens et services sont aussi attendues. Des revalorisations de minima sociaux et salariaux et l'effet des revalorisations passées vont aussi continuer d'alimenter l'inflation.**

La progression des salaires est prévue se poursuivre à un rythme ralenti, mais

toujours soutenu (4,5% en 2024) et va continuer de soutenir l'inflation domestique, notamment pour les services. Des négociations de branches représentant un nombre important de salariés (7% des salariés avec les secteurs de la construction, de l'emploi intérimaire, de la chimie et du commerce de détail) sont attendues au premier semestre 2024 en Allemagne avec des revendications de revalorisations élevées.

Nous prévoyons une certaine inertie de l'inflation en 2024, qui se maintiendrait encore à 3% en fin d'année, pour atteindre 2,2% fin 2025. En moyenne annuelle, l'inflation se situerait à 2,6% en 2024 et 2,4% en 2025 après 5,4% en 2023.

Nos prévisions se fondent sur une hypothèse du prix du pétrole à 87 dollars le baril en moyenne en 2024 et à 88 dollars en 2025.

La BCE a récemment abaissé ses prévisions pour 2024 (de 3,2% à 2,7%) ; elle continue de tabler sur une inflation à 2,1%

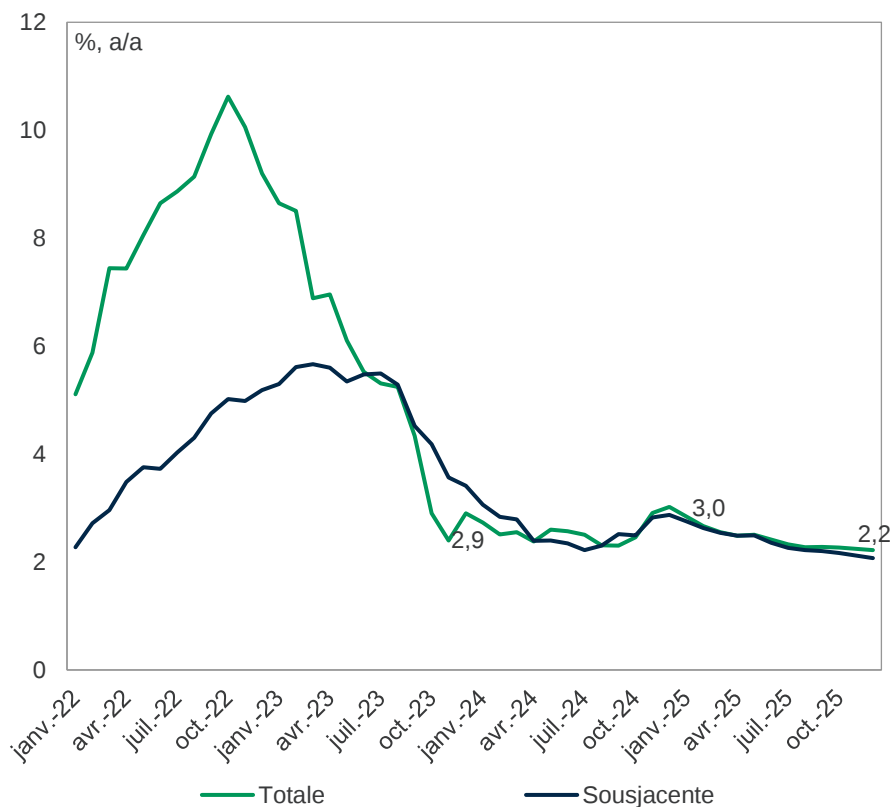
en 2025 et à 1,9% en 2026. Dès le T3 2025, l'inflation atteindrait la cible, soit environ un an et demi après la dernière hausse des taux (de septembre 2023), ce qui correspond au délai standard de transmission de la politique monétaire. Ces prévisions ont cependant été réalisées avant que soit disponible l'inflation de novembre qui, à 2,4%, est inférieure à ce qui était anticipé et fait peser un risque baissier sur la prévision du T4 2023 de la BCE (à 2,8%).

Les anticipations des agents économiques sont aussi fortement révisées à la baisse. C'est le cas pour l'inflation perçue ainsi que pour l'inflation anticipée à un et à trois ans dans l'enquête de la BCE sur les perspectives d'inflation auprès des consommateurs en novembre. C'est aussi le cas pour les anticipations de marché extraites des instruments de couverture contre l'inflation, qui signalent une inflation anticipée en baisse au cours du dernier mois. Le risque d'un désancrage des anticipations paraît à ce stade limité.

POURSUITE DE LA DÉSINFLATION

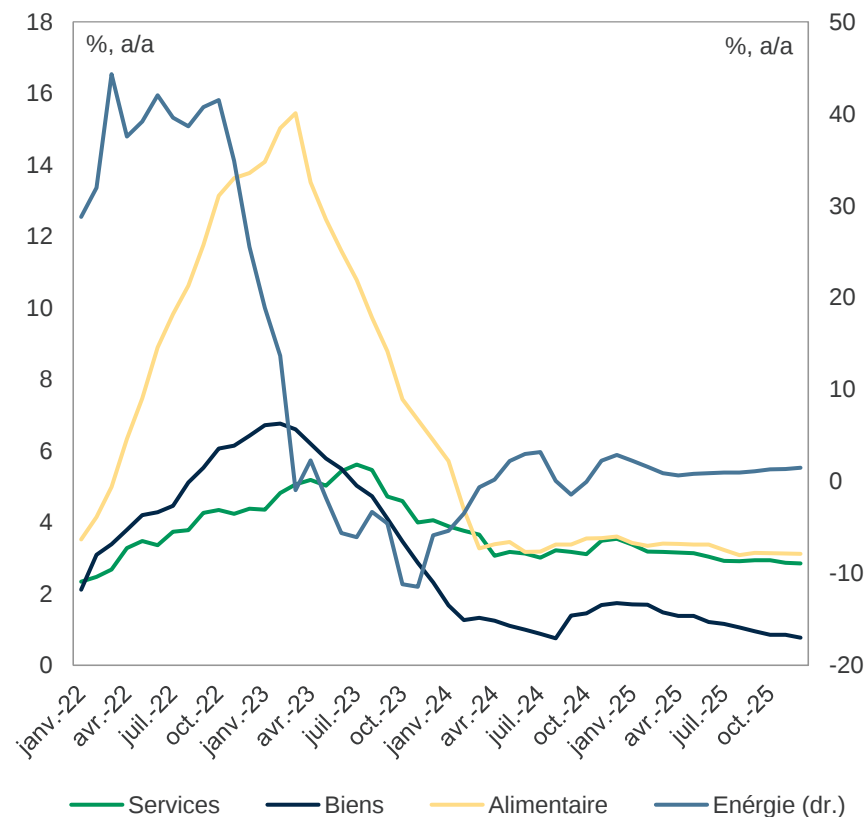
LE PRÉALABLE À UN SCÉNARIO BÉNIN

Inflation : résistance, puis baisse



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A./ECO

La baisse est partout « dans les tuyaux »

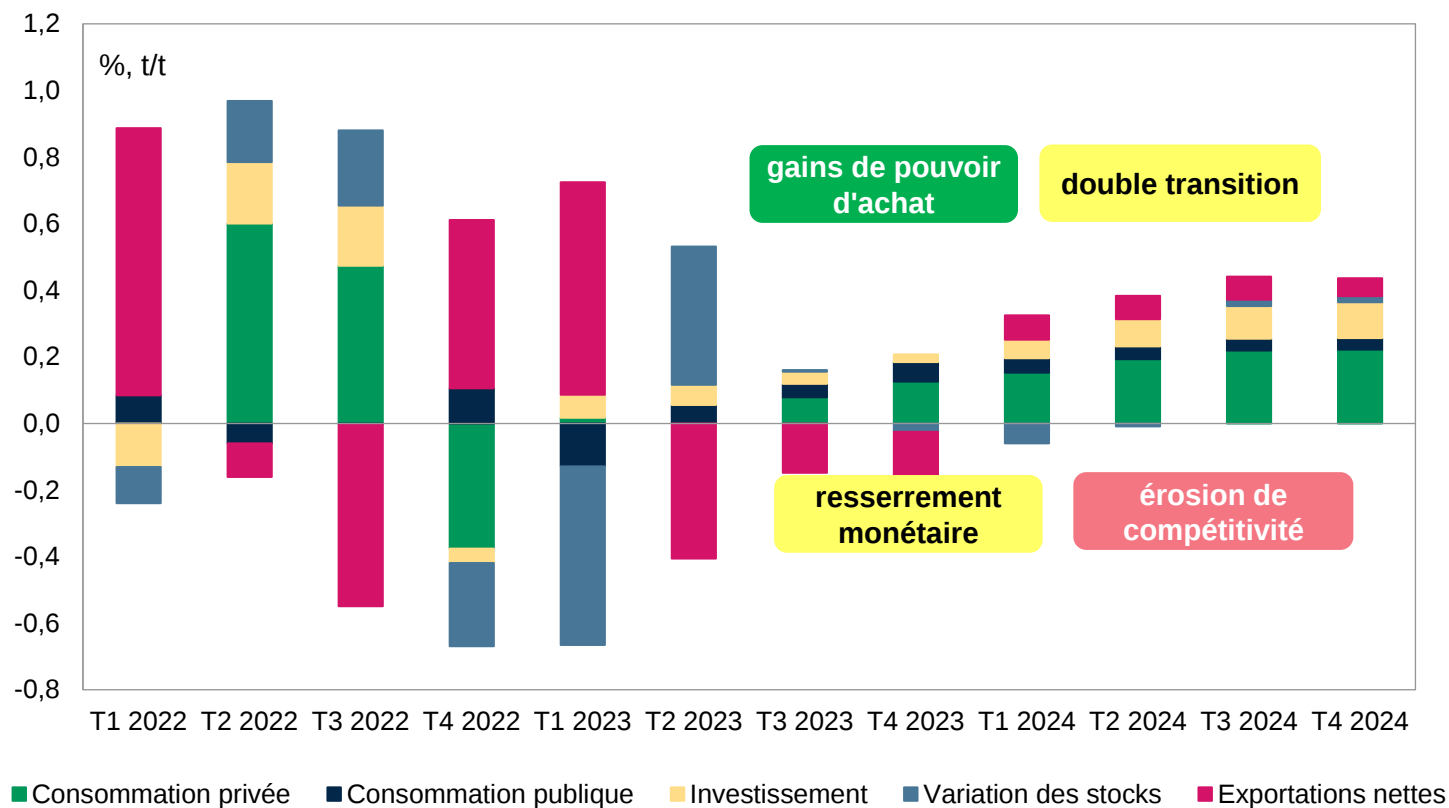


Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A./ECO

SCÉNARIO

ENTRE LE PIC DE LA TRANSMISSION MONÉTAIRE ET LE FREINAGE DE L'INFLATION

Contributions à la croissance et facteurs de soutien/frein



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA/ECO

LA REPRISE DE LA CONSOMMATION DES MÉNAGES ET LE MAINTIEN DE L'INVESTISSEMENT PRODUCTIF

Notre scénario central de reprise progressive de la croissance se fonde principalement sur l'équilibre entre deux forces puissantes : le processus de désinflation et la transmission du resserrement monétaire visant à maîtriser la hausse passée de l'inflation.

Le processus désinflationniste, combiné au rattrapage tardif des salaires, générerait des gains de pouvoir d'achat. Par ailleurs, la baisse de l'inflation, une fois intégrée par les anticipations des consommateurs, devrait permettre une amélioration de leur confiance et une baisse de l'épargne de précaution. Croissance du revenu disponible et plus forte propension à consommer devraient soutenir la consommation des ménages.

La hausse des taux d'intérêt se transmet lentement à la charge du service de la dette des ménages qui demeure

facilement soutenable aidée par la progression des revenus et sans risque d'éviction de la consommation. L'arbitrage se fait déjà plutôt à la défaveur de l'investissement des ménages limité par la dégradation des conditions d'accessibilité et par le désendettement forcé en partie par la restriction de l'offre.

Ces évolutions justifient le redressement attendu de la consommation privée (1,1% en 2024 et 1,3% en 2025). La faible et temporaire augmentation du taux de chômage (6,7% en 2024 et 6,6% en 2025, après 6,6% en 2023) ne ferait pas dérailler ce rebond fondé sur une progression de la masse salariale et de son pouvoir d'achat. Les ménages pourront aussi s'appuyer sur une importante épargne cumulée. Nous prévoyons une baisse du taux d'épargne du haut niveau actuel vers sa moyenne d'avant la pandémie.

Le déploiement de la transmission monétaire sera encore en cours tout au long de l'année 2024 (avec un délai de transmission de douze à dix-huit mois après la dernière remontée des taux de septembre 2023) avec son impact négatif sur l'investissement résidentiel et son freinage de l'investissement productif. Le rythme de progression de l'investissement total sera néanmoins positif (0,9% en 2024 et 1,8% en 2025), mais très inférieur à la moyenne 2014-2019. Il bénéficie encore de l'investissement dans la double transition (digitale et énergétique) qui peut s'appuyer sur les aides d'État (dans les grands projets européens d'industrialisation) et sur le fonds du plan de relance européen.

SOMMAIRE

1 SYNTHÈSE

2 ÉVOLUTIONS RÉCENTES

3 LE SCÉNARIO

4 | FOCUS : L'IMPACT DU RESSERREMENT MONÉTAIRE SUR LES MÉNAGES ET LES ENTREPRISES

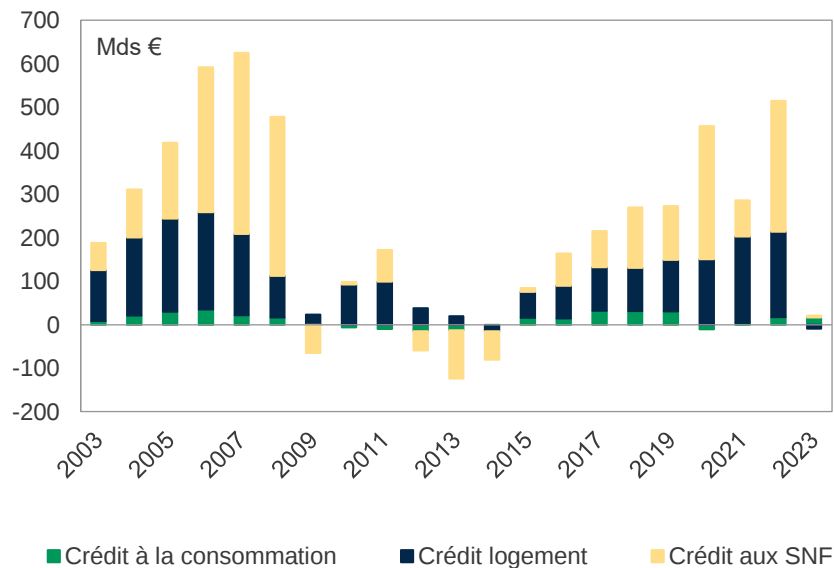
5 BCE : ENCORE UN PEU DE PATIENCE

6 POLITIQUE BUDGÉTAIRE : RETOUR AU PASSÉ

FOCUS : IMPACT DU RESSERREMENT SUR LES MÉNAGES ET LES ENTREPRISES

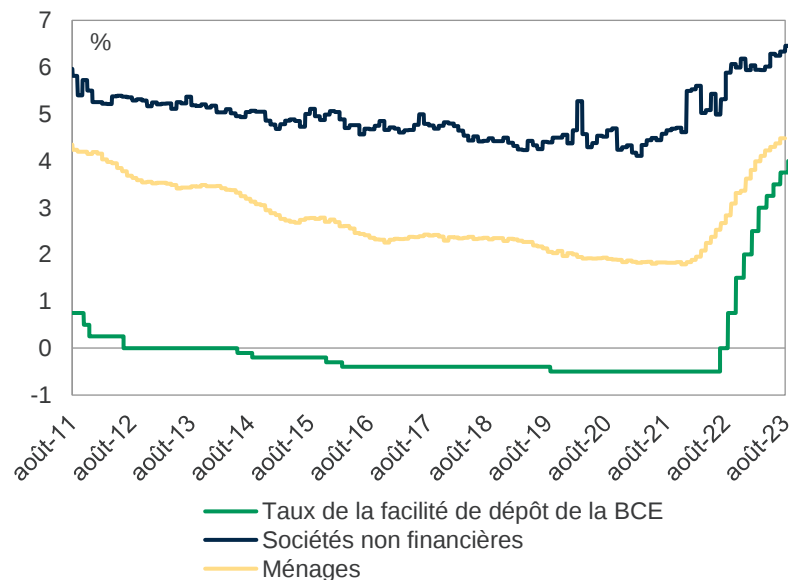
UNE TRANSMISSION PUISSANTE, MAIS INACHEVÉE

Flux de crédit au secteur privé



Sources : BCE, Crédit Agricole S.A./ECO

Coût de financement des agents privés non financiers (composite)



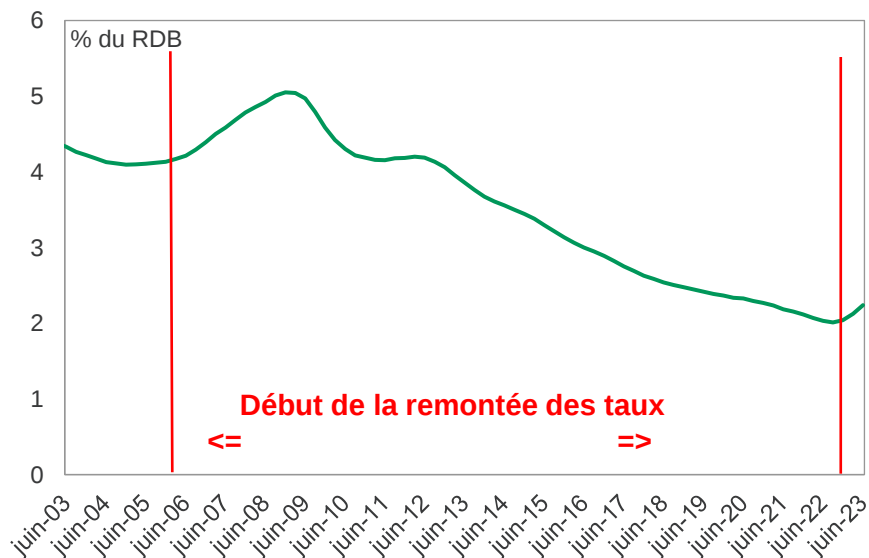
Sources : BCE, Crédit Agricole S.A./ECO

Le désendettement des agents privés non financiers est en cours. Cependant, leur situation financière demeure favorable. La baisse de l'investissement physique permet de contrer la réduction de leur épargne.

MÉNAGES : FORCES ET FRAGILITÉS

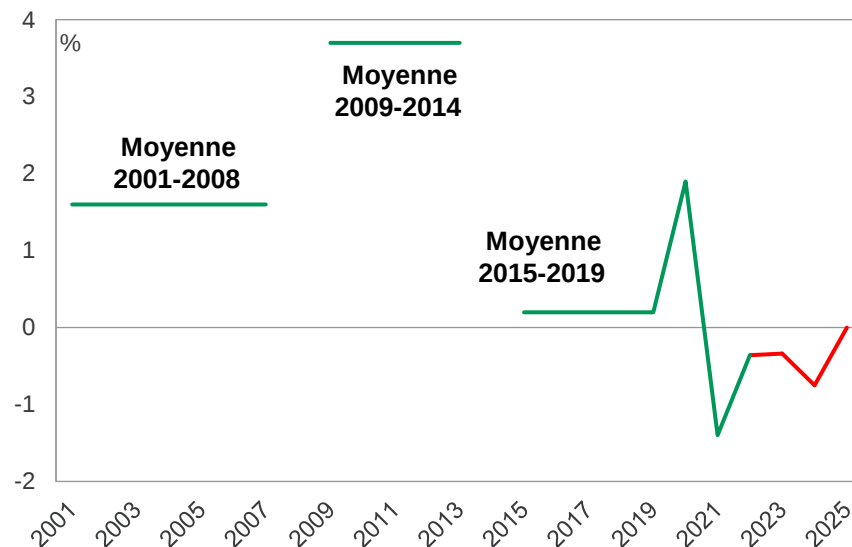
LE COÛT DU SERVICE DE LA DETTE AUGMENTE, LES REVENUS AUSSI

Ménages : coût du service de la dette



Sources : Commission européenne, Crédit Agricole S.A./ECO

Écart entre le taux moyen du service de la dette et la croissance du revenu disponible des ménages : évolution et prévisions



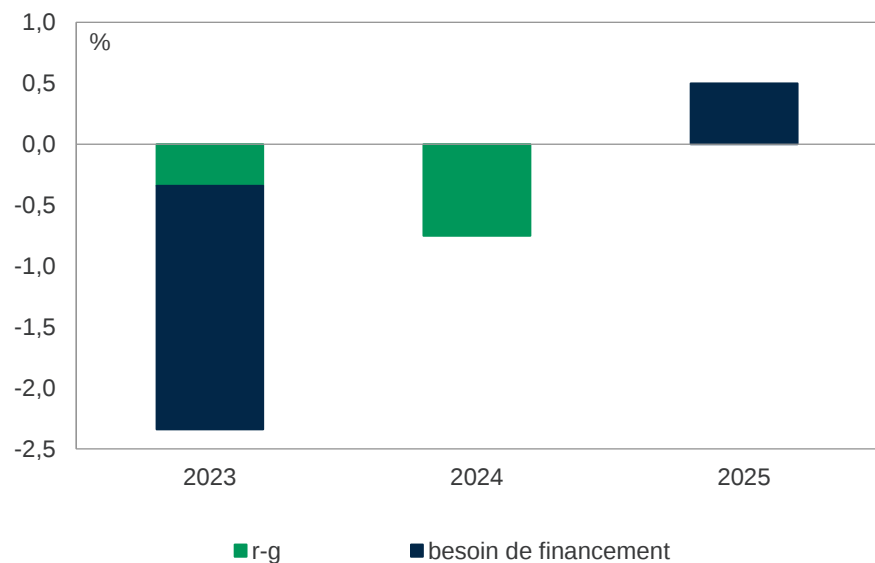
Sources : Commission européenne, Crédit Agricole S.A./ECO

Le taux moyen sur l'encours de la dette (r) est encore inférieur au taux de croissance du revenu disponible (g), limitant les risques de non-soutenabilité de l'endettement. Cet écart ($r-g$) est très bas par rapport au passé et est prévu en hausse, mais cette hausse est limitée.

MÉNAGES : FORCES ET FRAGILITÉS

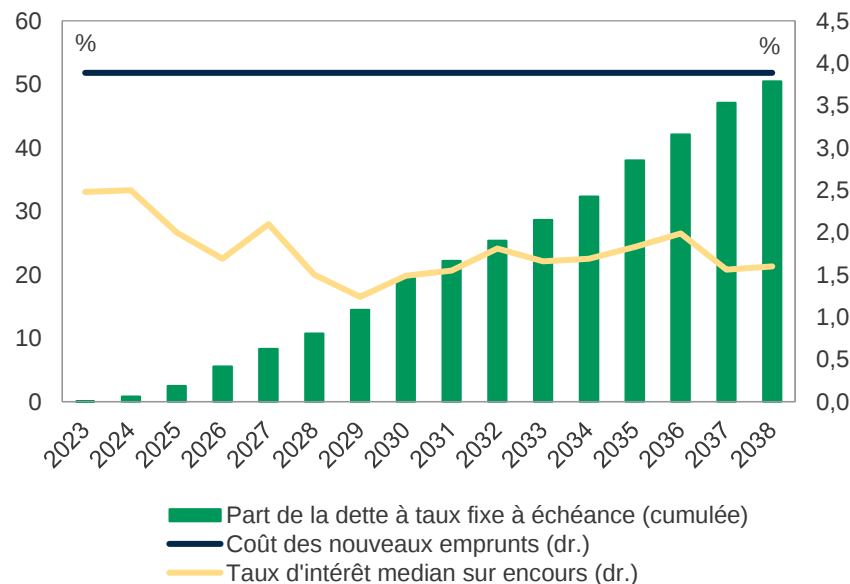
COÛT DE LA DETTE LIMITÉ, SOLIDITÉ FINANCIÈRE, PAS D'EMBALLEMENT

Facteurs déterminants la croissance de la dette des ménages



Sources : Commission européenne, Crédit Agricole S.A./ECO

Un « mur de la dette » des ménages assez éloigné



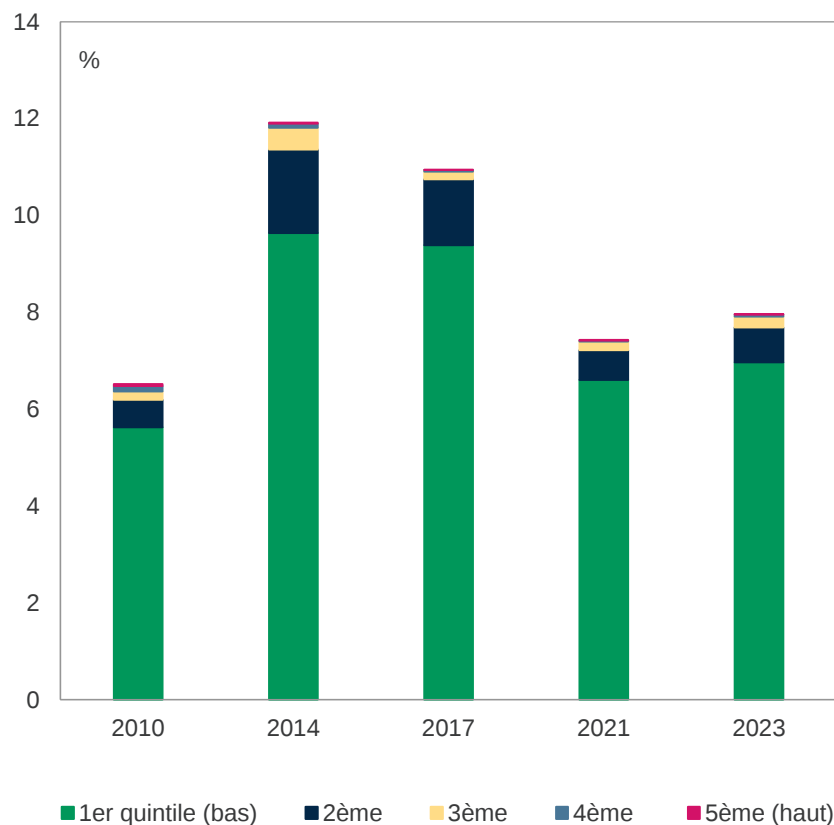
Sources : Commission européenne, Crédit Agricole S.A./ECO

La remontée, très modeste, de l'écart entre le coût du service de la dette et le taux de croissance du revenu disponible ne jouera que peu sur l'accumulation de la dette des ménages et cela pas avant 2025. D'autre part, les ménages présentent encore une capacité de financement positive. Cette épargne financière a augmenté aussi sous l'effet du recul de l'investissement résidentiel. Elle participe à la baisse de l'endettement des ménages.

MÉNAGES : FORCES ET FRAGILITÉS

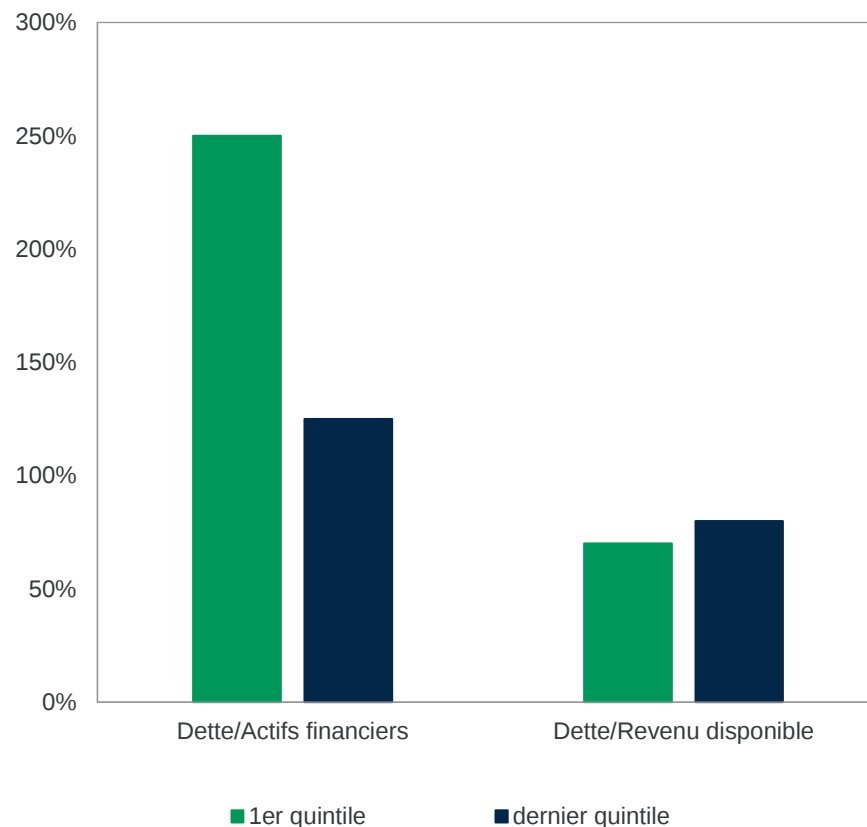
HÉTÉROGÉNÉITÉ ET VULNÉRABILITÉ DES PLUS FRAGILES

**Part des ménages illiquides
(par quintile de la distribution du revenu)**



Sources : BCE, Crédit Agricole S.A./ECO

Liquidité et capacité à servir la dette inégales

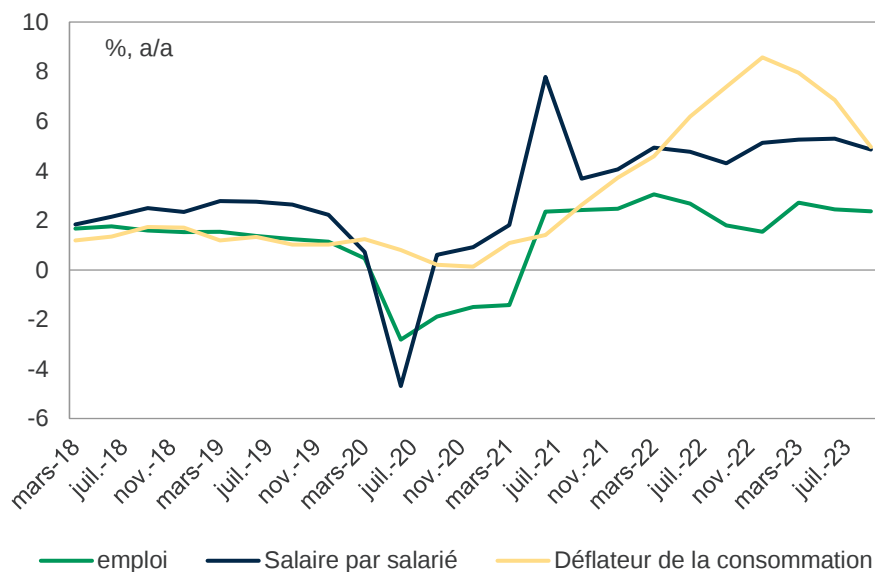


Sources : Commission européenne, Crédit Agricole S.A./ECO

MÉNAGES : FORCES ET FRAGILITÉS

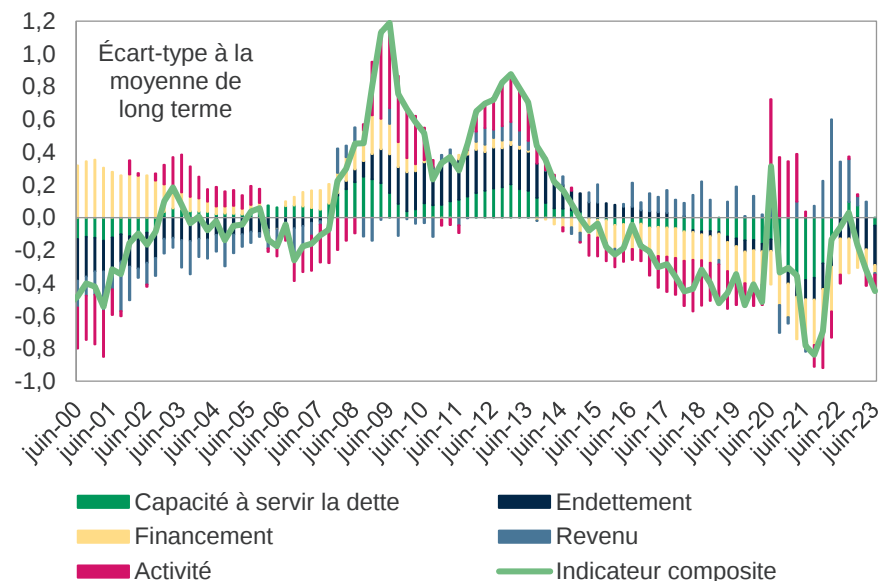
REVENUS EN HAUSSE ET VULNÉRABILITÉ EN BAISSÉ

Revenus réels en progression



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A./ECO

Indicateur composite de vulnérabilité des ménages



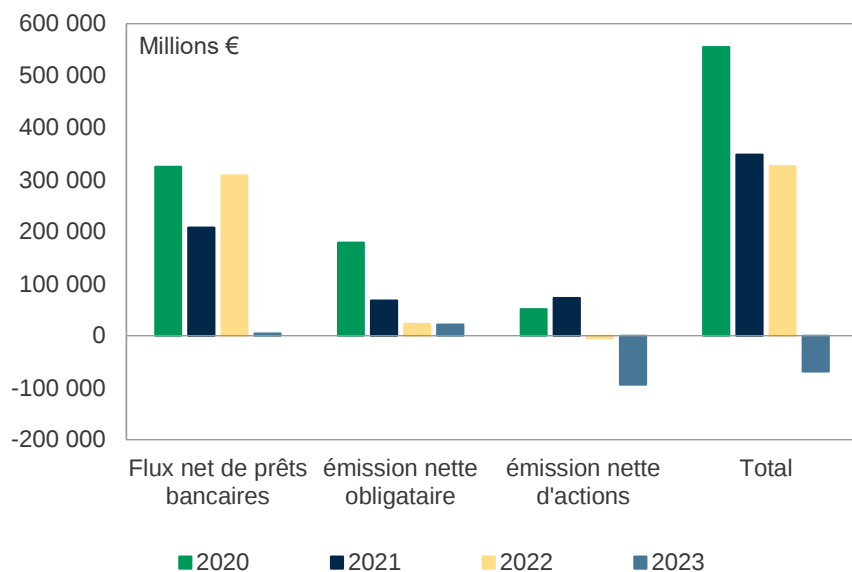
Sources : BCE, Crédit Agricole S.A./ECO

La baisse de l'épargne, côté ménages, va de pair avec une légère amélioration de la confiance et profite à la consommation. La progression des revenus est soutenue et les gains de pouvoir d'achat sont voués à se poursuivre avec une croissance anticipée des salaires supérieure à l'inflation. La vulnérabilité globale des ménages se réduit grâce à la progression des revenus, tandis que la contrainte liée au resserrement des conditions financières pèse surtout sur l'accessibilité de l'investissement logement et peu sur l'arbitrage épargne consommation.

ENTREPRISES : FORCES ET FRAGILITÉS

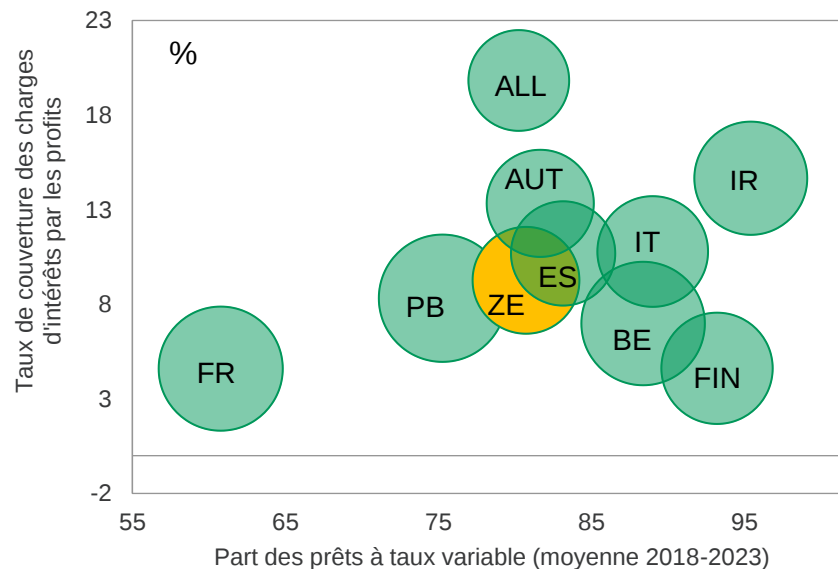
FINANCEMENT EXTERNE EN BAISSSE ET RISQUE DE REFINANCEMENT

Financement des sociétés non financières par type d'actif (T1 2020-T3 2023)



Sources : BCE, Crédit Agricole S.A./ECO

Sensibilité et résilience à la hausse des taux



Sources : BCE, Crédit Agricole S.A./ECO

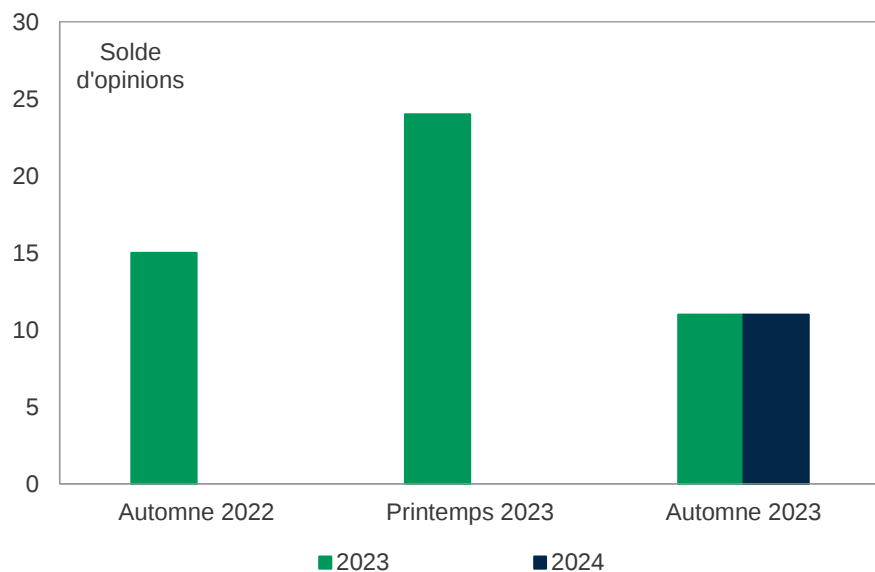
Les entreprises voient leur profitabilité se réduire sous l'effet conjoint de la hausse de la masse salariale et de la dégradation de la productivité, même si les coûts des intrants sont en baisse.

Bien que la profitabilité reste plutôt élevée, l'investissement se réduit sous l'effet du tarissement et/ou du renchérissement du financement externe. Les pays, où la part des prêts à taux variable aux entreprises est la plus élevée, sont plus vulnérables à la remontée des taux ; mais dans plusieurs pays concernés, le taux de couverture par les profits du coût du service de la dette est élevé.

ENTREPRISES : ENQUÊTES

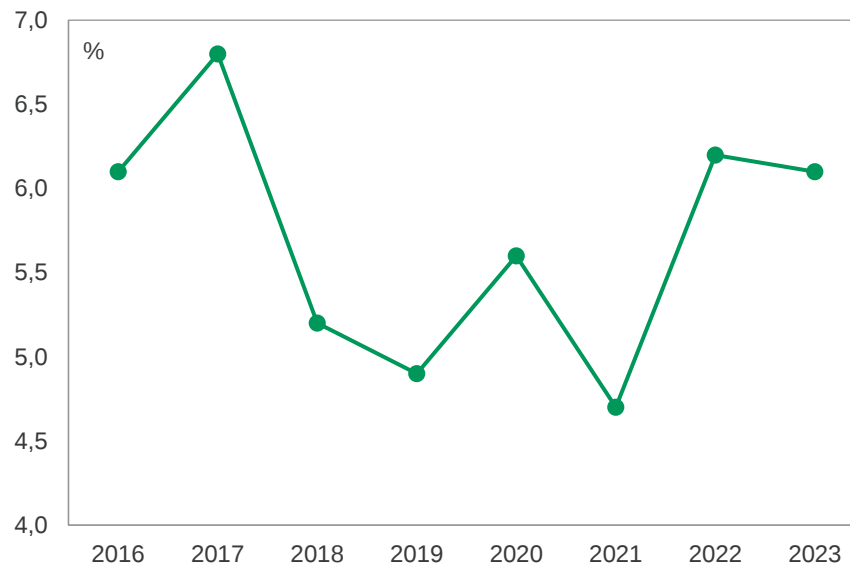
CONTRAINTE FINANCIÈRE LIMITÉE ET INVESTISSEMENT EN HAUSSE

Part des entreprises financièrement contraintes



Sources : Enquête BEI sur l'investissement 2023, Crédit Agricole S.A./ECO

Part des entreprises anticipant une hausse de l'investissement



Sources : Commission européenne ESI, Crédit Agricole S.A./ECO

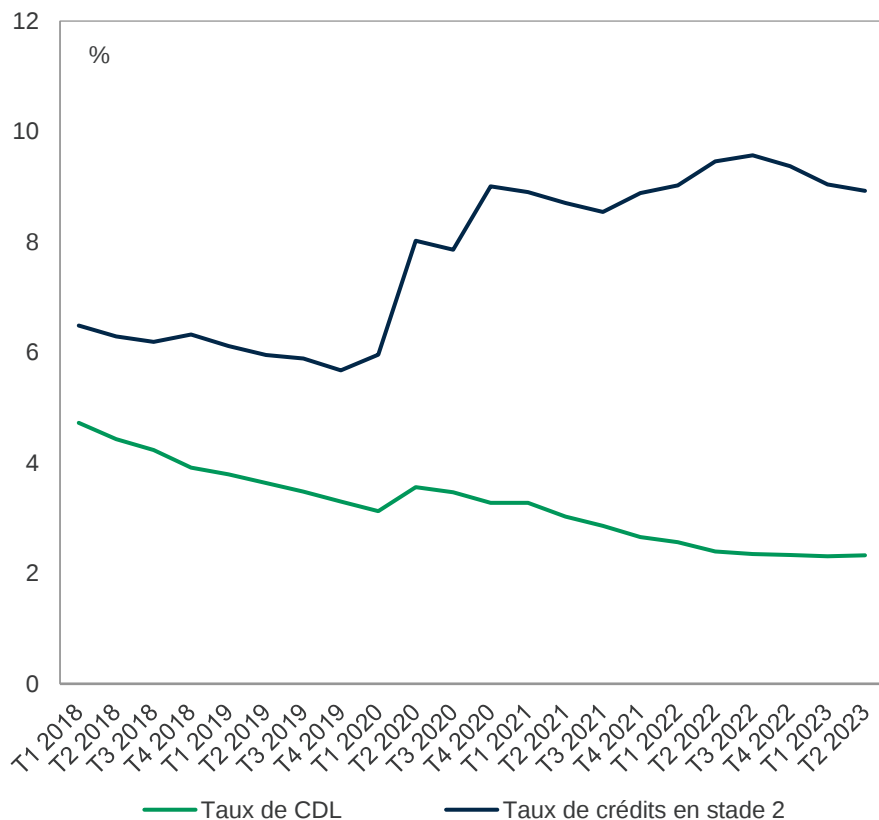
Les entreprises se disent encore confiantes dans leur capacité de financement interne (enquête BEI) et continuent de prévoir un investissement en hausse en 2024 (enquête Commission européenne).

Ces évolutions confortent notre scénario d'atterrissage en douceur de l'économie de la zone euro fondé sur une reprise graduelle de l'activité, tirée par la consommation des ménages et par le maintien de l'investissement, notamment productif.

LES DERNIERS SIGNAUX POINTENT VERS LA RÉSILIENCE

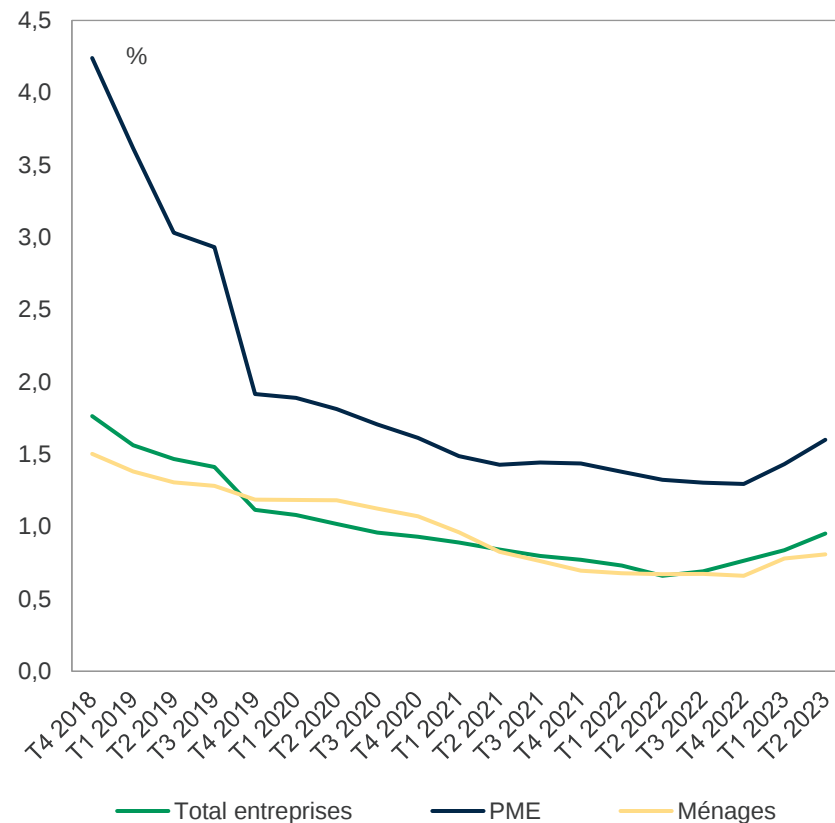
DÉTÉRIORATION DE LA QUALITÉ DES ACTIFS LIMITÉE

Créances douteuses et litigieuses



Sources : BCE, Crédit Agricole S.A./ECO

Taux de défaut sur crédits



Sources : BCE, Crédit Agricole S.A./ECO

SOMMAIRE

- 1 SYNTHÈSE
- 2 ÉVOLUTIONS RÉCENTES
- 3 LE SCÉNARIO
- 4 FOCUS : L'IMPACT DU RESSERREMENT MONÉTAIRE SUR LES MÉNAGES ET LES ENTREPRISES
- 5 | BCE : ENCORE UN PEU DE PATIENCE
- 6 POLITIQUE BUDGÉTAIRE : RETOUR AU PASSÉ

BCE : SATISFACTION SUR L'INFLATION ET LA TRANSMISSION DU RESSERREMENT

CONTINUER À SURVEILLER LES SALAIRES ET LES PROFITS AVANT DE BAISSER LES TAUX

La BCE se dit confiante dans la capacité de l'inflation à retrouver sa cible. Et elle le traduit par des prévisions d'inflation fortement révisées à la baisse qui dessinent une trajectoire plus aplatie que les précédentes, prévisions qui constituent un des trois critères sur lesquels se fondera la décision de modifier le niveau des taux directeurs.

L'autre indicateur, duquel la BCE fera dépendre sa décision en termes de taux d'intérêt, est l'inflation sous-jacente (hors composantes volatiles) dont toutes les composantes déclinent. La prévision d'inflation sous-jacente a aussi été révisée à la baisse en 2023 (de 5,1% à 5%) et en 2024 (de 2,9% à 2,7%), mais dans une moindre mesure que l'inflation totale. En revanche, la prévision de l'inflation *core* a été rehaussée pour 2025 (de 2,2% à 2,3%) et demeure plus élevée que l'inflation totale en 2026 (2,1%). L'inflation sous-jacente n'atteindrait 2,1% qu'au T4 2025. En effet, la progression des salaires (plus exactement des rémunérations par salarié) resterait encore soutenue en 2025 (3,8% après 4,6%

en 2024) et en 2026 (3,3%) selon la BCE.

Troisième critère déterminant pour toute décision sur les taux, la puissance de la transmission de la politique monétaire semble satisfaire pleinement la BCE. **Le ralentissement du crédit s'est désormais traduit par une compression de la demande agrégée, condamnant ainsi le canal d'alimentation de l'inflation par la dépense des agents économiques.**

En revanche, **la BCE n'a pas complètement écarté le risque d'effets de second tour et constate que la composante domestique de l'inflation baisse peu. Si les salaires par tête au T3 2023 ont ralenti (de 5,4% à 4,9%), ce n'est pas le cas d'autres indicateurs de salaires. Par ailleurs, si les marges se sont comprimées, la BCE souhaite continuer de surveiller les profits unitaires pour être sûre que les hausses de salaires à venir seront bien absorbées par les marges et non répercutées sur les prix de vente.** Une confirmation du ralentissement des salaires et des profits à

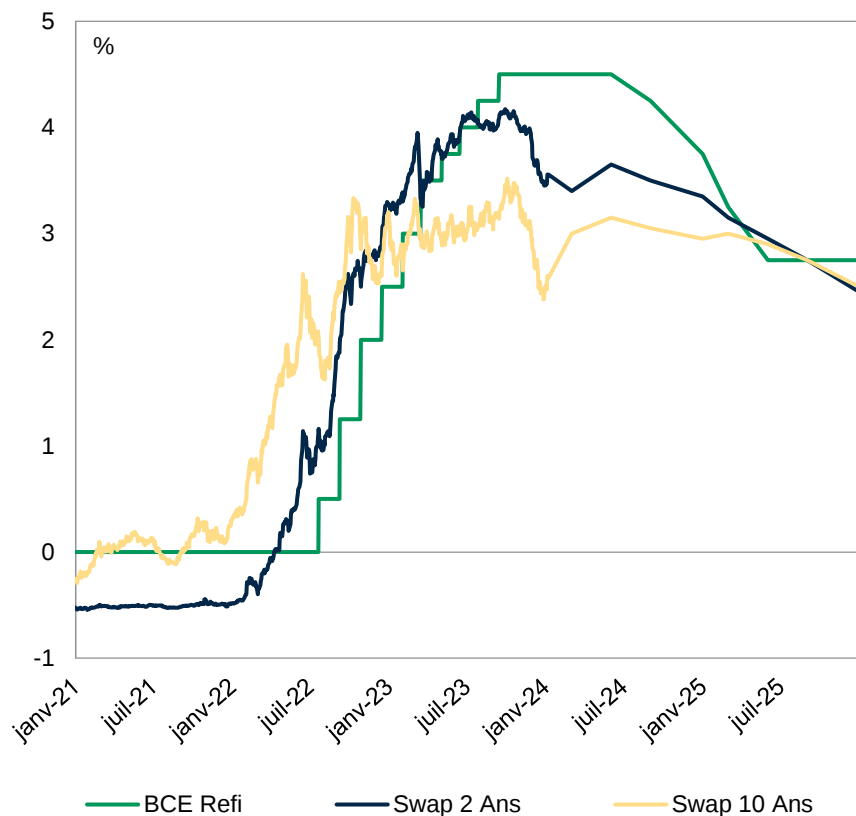
partir des données de comptabilité nationale du dernier trimestre 2023 et du premier trimestre 2024 sera donc nécessaire à la BCE avant toute décision de baisse des taux directeurs. D'autant que 50% des salaires couverts par le « *wage tracker* » de la BCE feront l'objet de renégociations au premier semestre 2024 et que c'est aussi en début d'année que les entreprises réadapteront leurs grilles de prix.

Ces nouvelles prévisions d'inflation de la BCE sont cohérentes avec **notre calendrier prévoyant une première baisse de taux de 25 points de base en septembre. Deux autres de même ampleur devraient suivre d'ici la fin 2024 ainsi qu'une à chaque réunion, ce qui représenterait 50 points de base par trimestre durant le premier semestre 2025. Elles porteraient le taux de refinancement à 2,75%, soit le nouveau taux neutre ou d'équilibre, compatible avec une inflation à la cible.** Les critères d'une nouvelle normalité post-déflation seraient atteints.

BCE : ENCORE UN PEU DE PATIENCE

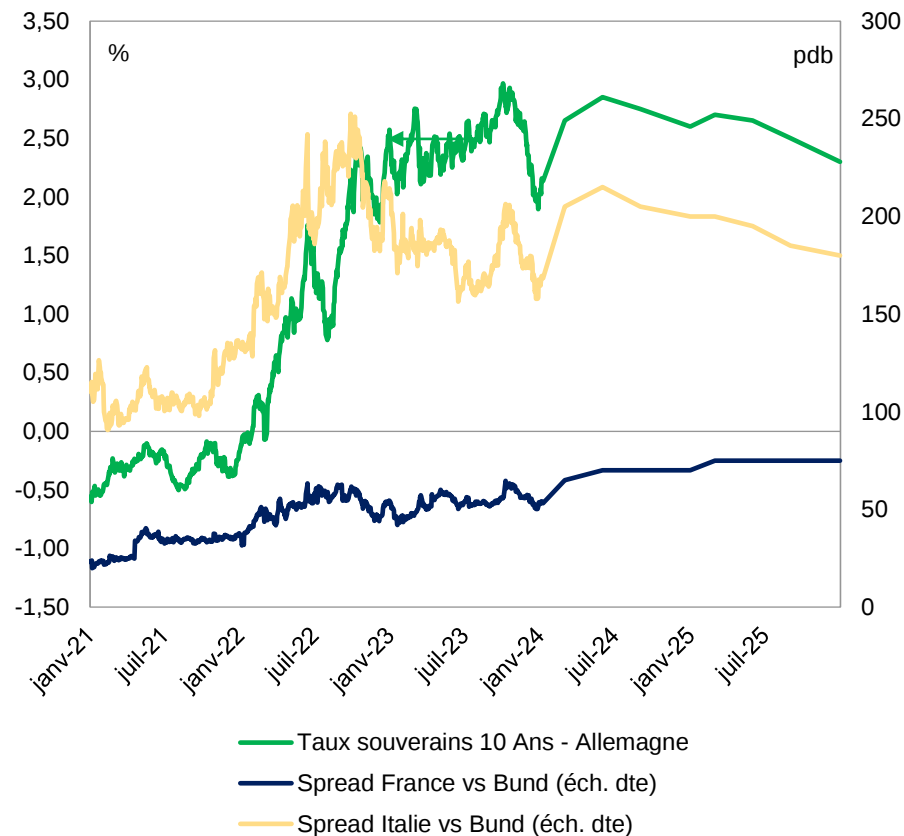
AFIN D'ÉCARTER TOUT RISQUE

BCE : encore en attente



Sources : Bloomberg, CACIB, Crédit Agricole SA/ECO

Taux souverains : potentiel de baisse limité



Sources : Bloomberg, CACIB, Crédit Agricole SA/ECO

BCE : UN PAS DE PLUS VERS LA DOUBLE NORMALISATION

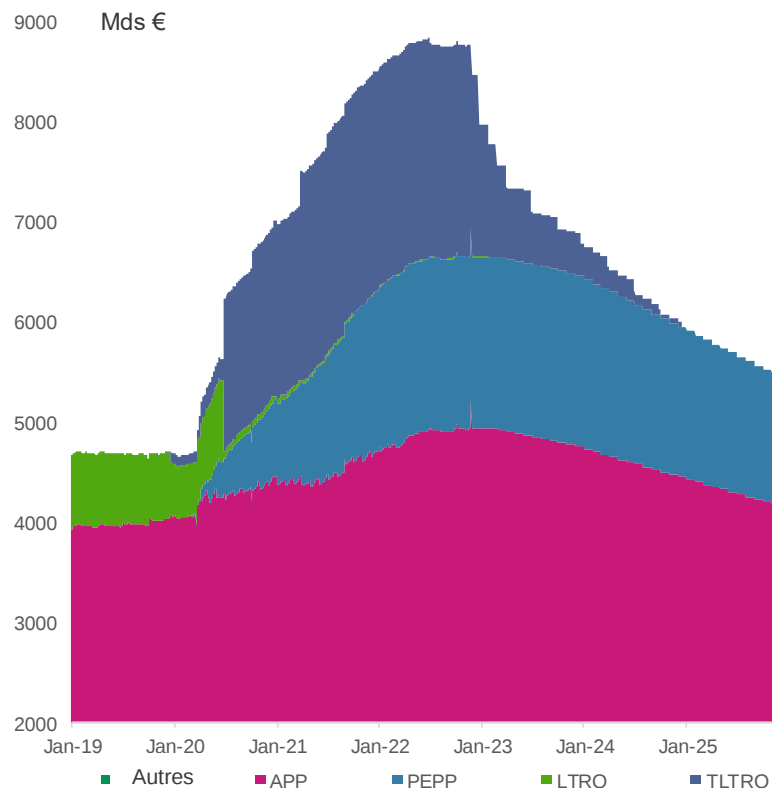
TAUX ET BILAN EN DIRECTIONS OPPOSÉES

Le « new normal », avec un taux de refinancement à 2,75% et un taux de dépôt à 2,5% avec un corridor resserré, n'est pas l'ancien, celui d'avant la grande crise économique et financière.

La BCE s'engage certes dans une normalisation de la taille de son bilan : elle poursuivra le réinvestissement intégral des titres arrivant à échéance jusqu'à fin juin 2024. Ensuite, elle réduira le portefeuille du PEPP de 7,5 milliards d'euros par mois en moyenne au second semestre 2024 et mettra un terme aux réinvestissements fin 2024.

Mais celui-ci demeurera surdimensionné par rapport à 2008. La nouvelle taille optimale de son bilan sera discutée par la BCE en 2024 avant les conclusions de sa revue de stratégie opérationnelle. Il est néanmoins évident que les facteurs autonomes de la liquidité excédentaire et les réserves obligatoires sont encore le triple d'avant la crise et que les besoins des banques à des fins réglementaires justifient un bilan de la BCE structurellement plus élevé qu'avant.

Réduction passive de la taille du bilan



Sources : BCE, Bloomberg, Crédit Agricole CIB

SOMMAIRE

- 1 SYNTHÈSE
- 2 ÉVOLUTIONS RÉCENTES
- 3 LE SCÉNARIO
- 4 FOCUS : L'IMPACT DU RESSERREMENT MONÉTAIRE SUR LES MÉNAGES ET LES ENTREPRISES
- 5 BCE : ENCORE UN PEU DE PATIENCE
- 6 | POLITIQUE BUDGÉTAIRE : RETOUR AU PASSÉ

POLITIQUE BUDGÉTAIRE : RETOUR AU PASSÉ

LA COMMISSION ACCENTUE LA PRESSION SUR LES ÉTATS

Après trois ans d'une forte impulsion positive à l'économie (4 points de PIB cumulés entre 2020 et 2022), **l'orientation budgétaire deviendrait restrictive en 2023 et 2024, portant le déficit de la zone euro à 3,4% en 2023, à 3,1% en 2024 et à 2,8% en 2025.** Cette modération faciliterait la maîtrise de l'inflation grâce à la compression de la demande et ne contrarierait pas le resserrement monétaire de la Banque centrale européenne.

Les mesures destinées à faire face au Covid auront été entièrement supprimées en 2023, celles liées à la hausse des coûts de l'énergie en 2024. La baisse des dépenses primaires et des subventions à l'investissement (notamment le *Superbonus* en Italie et la recapitalisation d'Uniper en Allemagne en 2023) ferait plus que compenser la hausse de l'investissement public financé par les budgets nationaux, garantissant une impulsion négative. L'investissement national serait préservé et l'investissement financé par les fonds européens augmenté grâce au pic des paiements NGEU en 2024 et 2025.

Les conditions jusqu'ici favorables de soutenabilité des dettes se dégradent. L'inflation, qui avait stimulé la croissance nominale en

2022, mais aussi en 2023, s'estompe, réduisant ainsi l'effet positif sur le dénominateur du ratio dette/PIB.

Si le resserrement monétaire n'a eu pour l'instant qu'un impact marginal sur la charge de la dette du fait des maturités longues, son effet va progressivement être intégré dans le coût moyen de l'encours de dette. Ainsi, l'écart entre ce taux et le taux de croissance nominal du PIB va se creuser : la stabilisation, voire la baisse des ratios dettes/PIB, va requérir des déficits primaires de plus en plus faibles (ou pour certains pays des excédents de plus en plus élevés).

Des choix devront être opérés car la période *post-Covid* a été caractérisée par des hausses structurelles de dépenses et des baisses permanentes d'impôts. Cette phase de transition vers un nouvel équilibre d'inflation et de taux plus faibles va donc contraindre l'action des gouvernements. Jusqu'en 2026, la capacité de dépense pour l'investissement permise par les fonds européens continuera toutefois de limiter l'orientation restrictive de la politique budgétaire, compensant l'effort qui devra être porté par les budgets nationaux.

CONSULTEZ NOS DERNIÈRES PARUTIONS EN ACCÈS LIBRE SUR INTERNET

Date	Titre	Thème
18/01/2024	Le Critical Raw Materials Act : quand l'Europe des métaux forge son désir d'indépendance	Mines & métaux
17/01/2024	Italie – Scénario 2024-2025 : normalisation et turbulences	Italie
17/01/2024	Pologne – Une cohabitation très laborieuse	PECO
16/01/2024	France – Scénario 2024-2025 : l'économie redémarre grâce à la dissipation des chocs	France
16/01/2024	Royaume-Uni – Scénario 2024-2025 : une reprise fragile plus tard cette année	Royaume-Uni
15/01/2024	France – Nette hausse des défaillances d'entreprises en 2023, faut-il s'inquiéter ?	France
12/01/2024	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
10/01/2024	Vidéo – Point économique de l'année 2023 et perspectives 2024 avec Isabelle Job-Bazille	Monde
29/12/2023	Égypte – Des menaces sur ses quatre principales rentes	Moyen-Orient - Afrique du Nord
27/12/2023	Royaume-Uni – L'inflation surprend de nouveau à la baisse	Royaume-Uni
22/12/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
22/12/2023	Monde – Scénario macro-économique 2024-2025 : Fluctuat nec mergitur	Monde, scénario
21/12/2023	Chine – Les temps difficiles	Chine
21/12/2023	France – L'Insee revoit sa copie, moins d'inflation mais aussi moins de croissance pour 2023	France
21/12/2023	Parole de banques centrales – La Bank of England reste prudente et continue de voir des risques haussiers sur l'inflation	Royaume-Uni
20/12/2023	Parole de banques centrales – BCE : un pas de plus vers une double normalisation	Zone euro
19/12/2023	Géopolitique – La guerre des émotions nous traverse. Apprenons à la connaître	Géopolitique
19/12/2023	Métallurgie – De l'ampoule à l'obus, le tungstène entretient la flamme	Mines & métaux
15/12/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde

MONPERRUS-VERONI Paola

+33 1 43 23 67 55 

paola.monperrus-veroni@credit-agricole-sa.fr



**MERCI DE VOTRE
ATTENTION**

POUR CONSULTER OU VOUS ABONNER
À NOS PUBLICATIONS SUR INTERNET :
<http://etudes-economiques.credit-agricole.com>

Nos publications économiques non confidentielles sont également accessibles
sur l'application « Études Eco » disponible sur [l'App Store](#) et sur [Google Play](#)

Crédit Agricole S.A. — Études Économiques Groupe
12 place des Etats-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la Publication : Isabelle Job-Bazille - **Rédacteur en chef :** Armelle Sarda

Documentation : Elisabeth Serreau - **Statistiques :** Datalab ECO

Secrétariat de rédaction : Sophie Gaubert, Fabienne Pesty

Contact: publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.