

FRANCE SCÉNARIO 2021-2022

VAX, ET ÇA REPART !

Octobre 2021

Pierre Benadjaoud

AGIR CHAQUE JOUR DANS VOTRE INTÉRÊT
ET CELUI DE LA SOCIÉTÉ



ÉTUDES ÉCONOMIQUES GROUPE

SOMMAIRE

1 | **Synthèse**

2 **Les tendances récentes de l'activité**

3 **Focus : Inflation**

4 **Notre scénario 2021-2022**

5 **Focus : Finances publiques**

LES FEUX SONT (PRESQUE) TOUS AU VERT

86,3% de la population majeure totalement vaccinée, croissance de 1,1% au deuxième trimestre par rapport au T1 malgré le confinement jusqu'au 19 mai, reprise de la consommation de services pendant l'été malgré la mise en place du passe sanitaire, investissement dynamique et soutenu par le plan de relance depuis le début de l'année, emploi salarié supérieur à ce qu'il était avant la crise et embauches dynamiques... Tous ces signaux positifs nous permettent d'envisager une croissance soutenue du PIB en France en 2021 comme en 2022. Avec un acquis de croissance de 4,8% à la fin du deuxième trimestre pour 2021, l'objectif de croissance du gouvernement (6%) pourrait même être dépassé et **nous anticipons une croissance du PIB de 6,4% cette année**. Ceci permettrait au PIB de retrouver son niveau du T4 2019 dès le T4 2021 après la contraction record du PIB en 2020 (-8%). **La croissance resterait dynamique en 2022 à +3,9%**. En outre, l'incertitude entourant l'utilisation de l'épargne des ménages crée un biais haussier sur notre scénario, nos hypothèses concernant la dépense du surplus d'épargne accumulé sont en effet prudentes et la croissance de la consommation pourrait ainsi être plus soutenue. De plus, certains dispositifs budgétaires comme le revenu d'engagement pour les jeunes et le plan d'investissement 2030 n'ont pas encore été annoncés et pourraient soutenir l'activité en 2022. Ne cédonc pas à un optimisme

démessuré et mentionnons les zones d'ombre qui continuent à planer sur l'économie française. Tout d'abord, l'inflation est de retour depuis quelques mois. Initialement liée au redémarrage de la demande et à la hausse des prix des matières premières, elle pourrait culminer au-dessus de 2,3% pendant quelques mois en fin d'année et pèserait alors sur la consommation. Ces tensions seraient cependant transitoires et se résorberaient au deuxième semestre 2022. La production industrielle est également pénalisée par ces effets sur les prix et par le redémarrage de la demande mondiale qui entraîne d'importants délais d'approvisionnement et des pénuries de certains biens intermédiaires. Enfin, avec la fin du quoiqu'il en coûte et des mesures d'urgence, certaines entreprises pourraient se retrouver en difficulté. Nous devrions cependant éviter la vague de faillites et de licenciements crainte au début de la crise.

Principales composantes du scénario :

- Portée initialement par un rebond mécanique lié à la levée des restrictions sanitaires depuis le mois de mai, **la consommation des ménages** serait le moteur de la croissance dans les trimestres à venir. La progression du pouvoir d'achat et l'utilisation de l'épargne accumulée pendant la crise pourraient d'ailleurs entraîner une croissance plus forte de la consommation malgré les tensions inflationnistes récentes.
- Le plan de relance continuerait à soutenir **l'investissement des entreprises** qui a déjà retrouvé son niveau d'avant-crise. **L'investissement des ménages** serait également dynamique, soutenu par des dispositifs comme MaPrimRenov' et par la manne d'épargne accumulée au cours des deux dernières années.
- **Le commerce extérieur** continuerait à peser sur la croissance en 2021. Le redémarrage de la demande domestique est plus rapide que celui de la demande adressée et nos exportations restent pénalisées par leur dépendance au secteur aéronautique, qui sort plus lentement de la crise étant donné le manque de synchronisation des campagnes de vaccination au niveau mondial.
- **L'inflation** resterait soutenue jusqu'au T2 2022 où nous envisageons une résolution progressive des tensions sur les chaînes de valeur mondiales.
- **Le marché du travail** resterait dynamique dans la plupart des secteurs. Cependant, la hausse des difficultés de recrutement resterait passagère et due au redémarrage rapide de l'activité. Les tensions localisées sur les salaires seraient ainsi transitoires et la mise en place d'une véritable boucle prix-salaires nous semble toujours peu probable.

SYNTHÈSE

LA CONSOMMATION, MOTEUR DE LA CROISSANCE DANS LES TRIMESTRES À VENIR

Les principaux chiffres de notre scénario

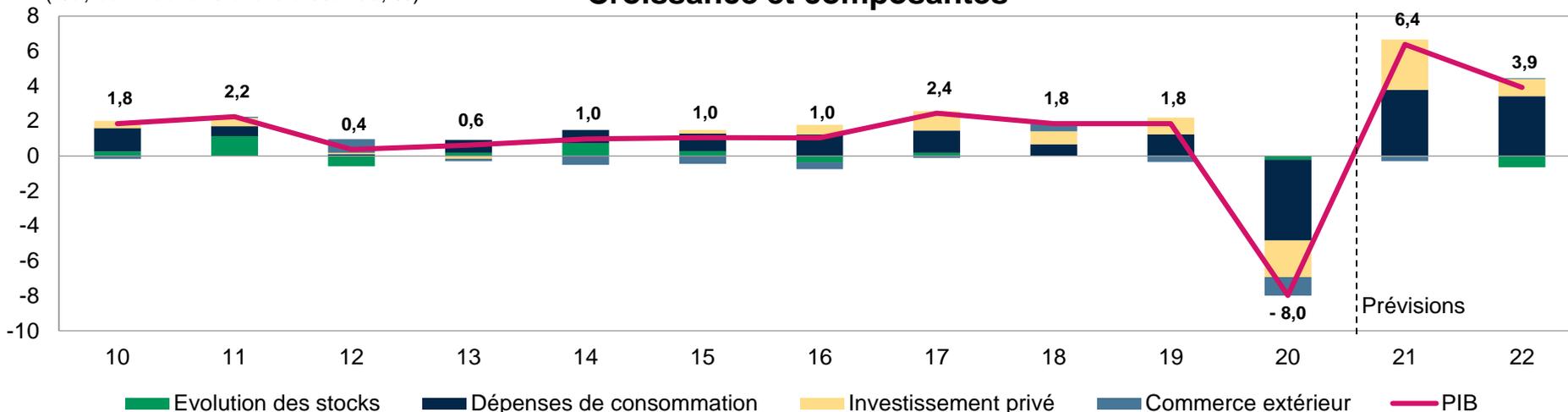
France	Moyenne annuelle (a/a, %)				Variation trimestrielle (t/t, %)											
	2019	2020	2021	2022	2019				2020				2021			
					T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB	1,8	-8,0	6,4	3,9	0,6	0,5	0,2	-0,4	-5,7	-13,5	18,6	-1,1	0,0	1,1	2,5	0,9
Consommation des ménages	1,9	-7,2	4,6	5,9	0,8	0,4	0,5	0,2	-5,7	-11,6	18,3	-5,5	0,0	1,0	5,2	1,2
Investissement	4,1	-8,9	12,4	4,0	1,0	1,5	1,1	-0,3	-9,4	-15,8	26,2	2,5	0,4	2,3	1,2	1,0
Investissement des entreprises	3,5	-9,0	12,7	3,9	0,5	1,4	1,3	0,0	-9,7	-16,3	28,0	1,5	1,2	2,0	1,2	1,0
Variation des stocks*	0,0	-0,2	0,0	-0,6	0,2	0,1	-0,3	-0,3	0,4	0,9	-2,3	0,7	0,4	0,1	-0,5	-0,2
Exportations nettes*	-0,3	-1,1	-0,3	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-1,6	0,5	0,8	-0,4	-0,3	-0,2	0,1
Taux de chômage (Insee)	8,2	7,9	7,9	8,2	8,4	8,2	8,2	7,9	7,6	7,1	8,9	7,8	7,8	7,8	7,9	8,1
Inflation (a/a) Insee	1,1	0,5	1,6	1,7	1,2	1,1	1,0	1,1	1,2	0,3	0,3	0,1	0,7	1,4	1,7	2,4
Solde public (% PIB)	-3,1	-9,1	-8,4	-4,8												

* Contributions à la croissance du PIB

Sources : Crédit Agricole SA/ECO, prévisions

(a/a, contributions à la croissance, %)

Croissance et composantes



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

SOMMAIRE

1 Synthèse

2 | Les tendances récentes de l'activité

3 Focus : Inflation

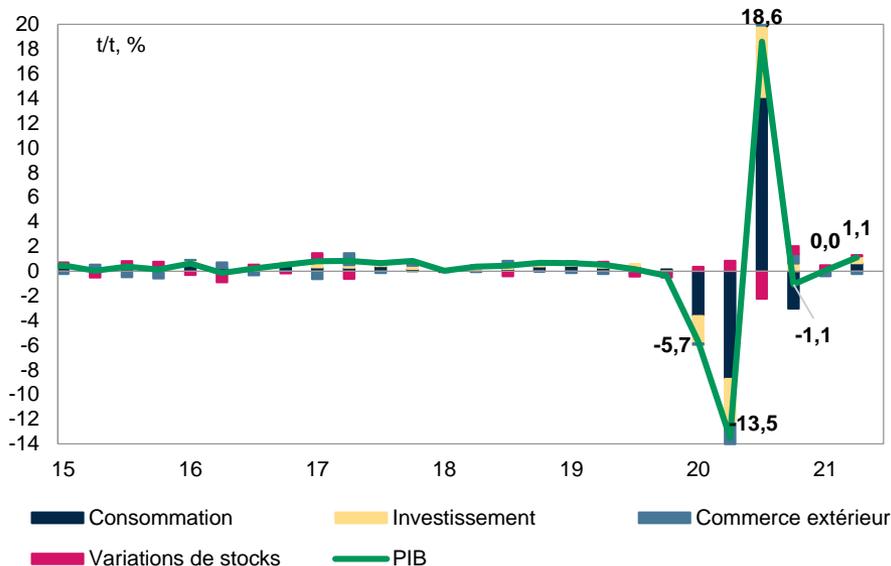
4 Notre scénario 2021-2022

5 Focus : Finances publiques

LES TENDANCES RÉCENTES DE L'ACTIVITÉ

UNE REPRISE DYNAMIQUE MALGRÉ UN ÉTÉ AGITÉ

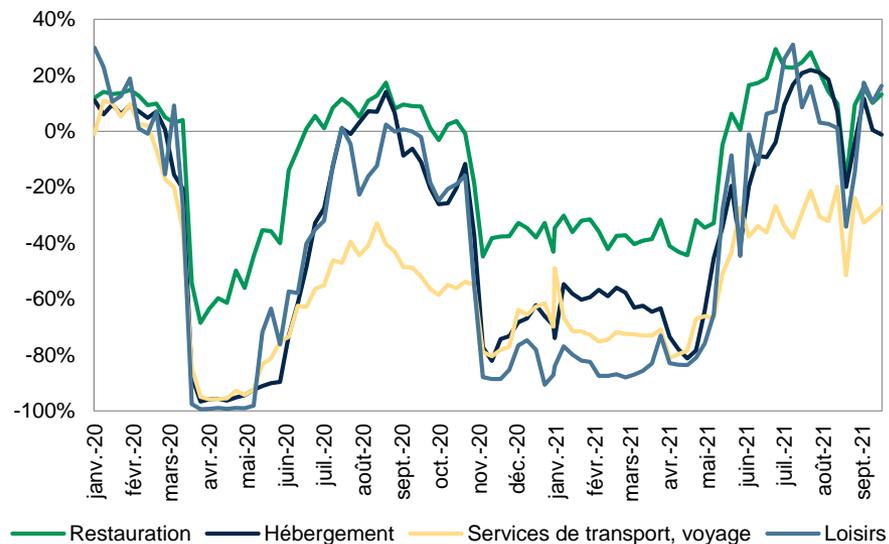
Croissance du PIB (t/t,%) et contributions



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

La croissance a fait son retour dès le T2 qui a pourtant été marqué par un confinement avec fermeture des commerces et établissements de services jusqu'au 19 mai. Le PIB a ainsi progressé de 1,1% au deuxième trimestre par rapport au T1, une performance permise par la bonne tenue de l'investissement qui, même s'il a retrouvé son niveau d'avant-crise dès le premier trimestre, reste dynamique et est soutenu par le plan de relance depuis le début de l'année. La consommation a également progressé sur la deuxième partie du trimestre avec la réouverture des établissements de service soumis à des restrictions (fermetures, couvre-feu...) entre le mois d'octobre 2020 et la fin du troisième confinement mi-mai.

Paiements par carte bancaire dans les services (par rapport à la même semaine en 2019)



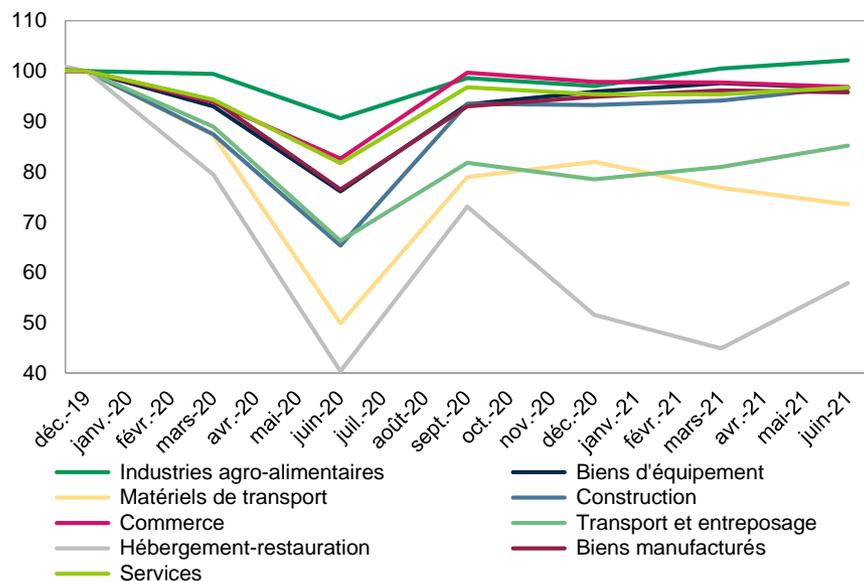
Sources : CAPS, Crédit Agricole S.A. / ECO

Néanmoins, au T2, la consommation des ménages restait inférieure de 5,9% à son niveau du T4 2019. Elle connaîtrait ainsi un important rattrapage à partir du T3, portée par la reprise des activités de service. L'étude des données de paiements par cartes bancaires au cours du troisième trimestre confirme d'ailleurs ce rebond mécanique. Les paiements ont bondi dans la plupart des secteurs de services et les activités liées au tourisme ont connu un été dynamique malgré la mise en place du passe sanitaire.

LES TENDANCES RÉCENTES DE L'ACTIVITÉ

LES DISPARITÉS SECTORIELLES DEMEURENT

Evolution de la valeur ajoutée par secteur

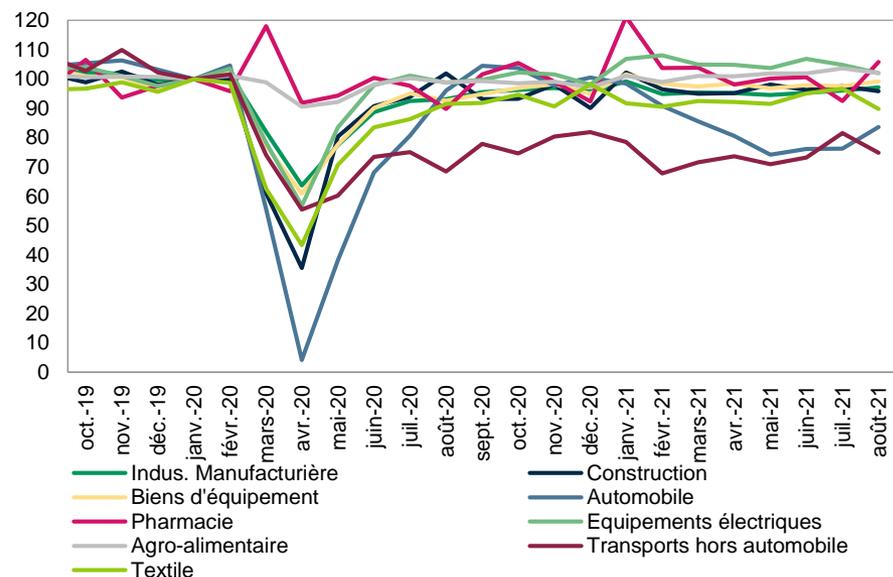


Sources : IHS Markit, Crédit Agricole S.A. / ECO

À la fin du T2, les disparités sectorielles en termes de valeur ajoutée montraient bien l'impact plus durable de la crise sur les secteurs affectés par les restrictions administratives comme l'hébergement-restauration. Néanmoins, le relâchement des restrictions doit permettre un rebond mécanique de l'activité dans ces secteurs comme le confirment les données de consommation (paiements par carte bancaire) pendant l'été.

Cependant, d'importants écarts d'activité subsistent également parmi les secteurs industriels qui ont pourtant été épargnés par les restrictions sanitaires depuis la levée du premier confinement en mai 2020. De plus, le secteur automobile avait retrouvé à l'automne 2020 des niveaux d'activité proches de ceux d'avant-crise, mais il subit une importante baisse d'activité depuis six mois alors que la demande

Production industrielle (janvier 2020 = 100)



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

reste soutenue. Ceci s'explique par d'importantes perturbations des chaînes de valeur au niveau mondial et par une forte demande dans les économies développées. Les délais d'approvisionnement sont allongés, les matières premières se renchérissent et des pénuries de biens intermédiaires (et notamment de semi-conducteurs dans le cas du secteur automobile) apparaissent, limitant ainsi l'offre.

D'un autre côté, l'avancement des campagnes de vaccination et la reprise des voyages aériens dans certaines régions du monde permettent au secteur aéronautique d'envisager une sortie de crise, la production du secteur progresse ainsi graduellement au cours des derniers mois malgré un nouveau recul en août. Elle reste toutefois éloignée de son niveau d'avant-crise.

SOMMAIRE

1 Synthèse

2 Les tendances récentes de l'activité

3 Focus : Inflation

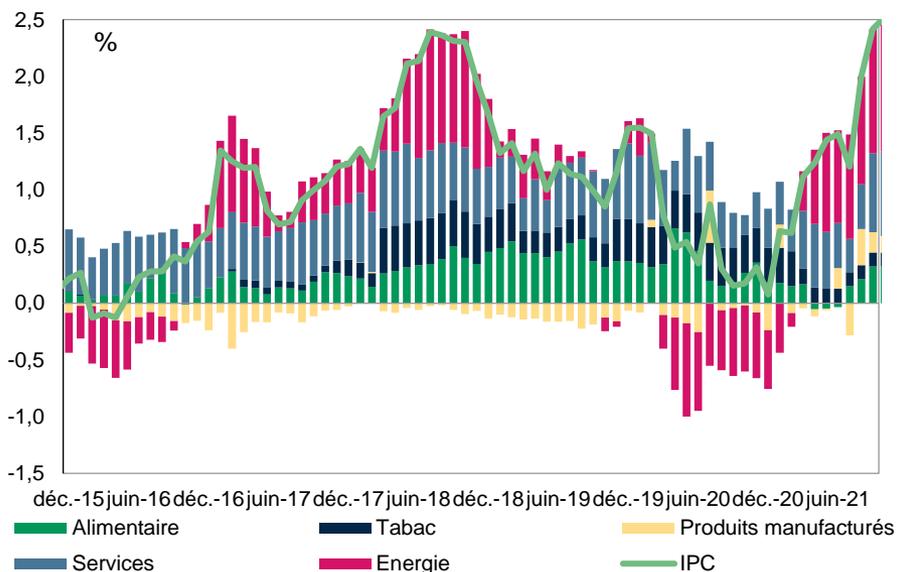
4 Notre scénario 2021-2022

5 Focus : Finances publiques

FOCUS : INFLATION

L'IMPACT SUR LES PRIX DE LA REPRISSE DE LA DEMANDE

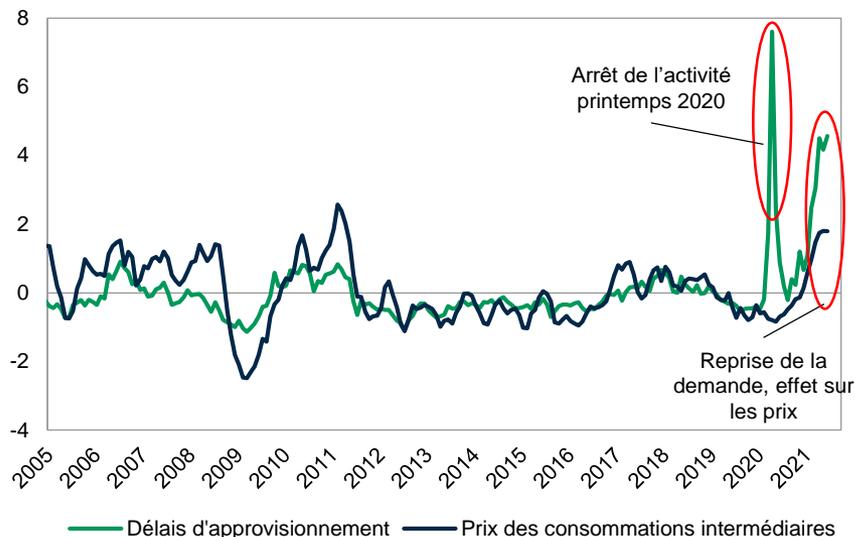
Contributions aux variations de l'indice des prix à la consommation



Sources : Insee, CACIB, Crédit Agricole S.A. / ECO

La remontée récente et à venir de l'inflation s'explique en bonne partie par des effets de base liés à la hausse des prix de l'énergie et de certaines matières premières. Nous attendons ainsi un pic d'inflation proche de 2,5% sur un an au quatrième trimestre. Cependant, avec un prix du pétrole stable autour de 65 dollars le baril de Brent au cours des prochains trimestres, ces effets de base s'estomperaient d'ici un an. Nous observons ainsi une hausse des coûts de production liée à la hausse du prix des matières premières, mais aussi des biens intermédiaires utilisés dans les processus de production et dont le prix augmente du fait d'un redémarrage difficile de la production dans certains pays et de tensions sur les chaînes internationales d'approvisionnement suite à la reprise mondiale de l'activité. Les coûts

Soldes d'opinion sur les délais d'approvisionnement et le prix des consommations intermédiaires



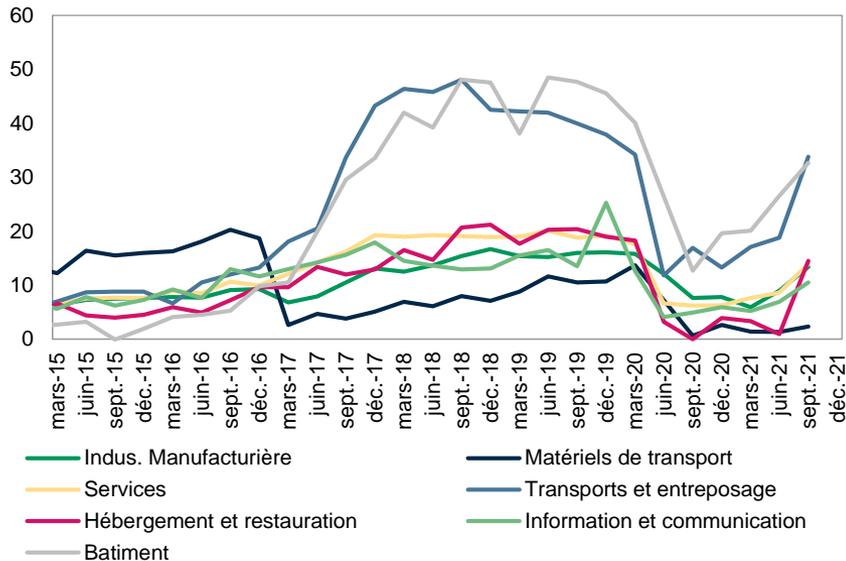
Sources : IHS Markit, Crédit Agricole S.A. / ECO

de production sont cependant plus volatils que les prix à la consommation et, en cas de tensions temporaires, les entreprises ont généralement tendance à absorber une partie de ces surcoûts par une réduction passagère de leurs marges. Au total, **l'inflation atteindrait 1,6% en moyenne en 2021 en France et 1,7% en 2022**. Malgré des pics autour de 2,5%, elle resterait ainsi inférieure aux objectifs de la Banque centrale européenne d'une inflation autour de 2% en moyenne annuelle. À notre horizon de prévision, il n'y a pas de risque de surchauffe de l'inflation. L'inflation sous-jacente resterait en outre moindre et ne dépasserait pas 1,4% en 2021 et 2022, signe que les tensions sur les prix des biens et services demeureraient limitées malgré le redémarrage de l'activité à partir de l'été.

FOCUS : INFLATION SALARIALE

DES TENSIONS DE RECRUTEMENT À RELATIVISER

Entreprises dont l'activité est limitée par le manque de personnel



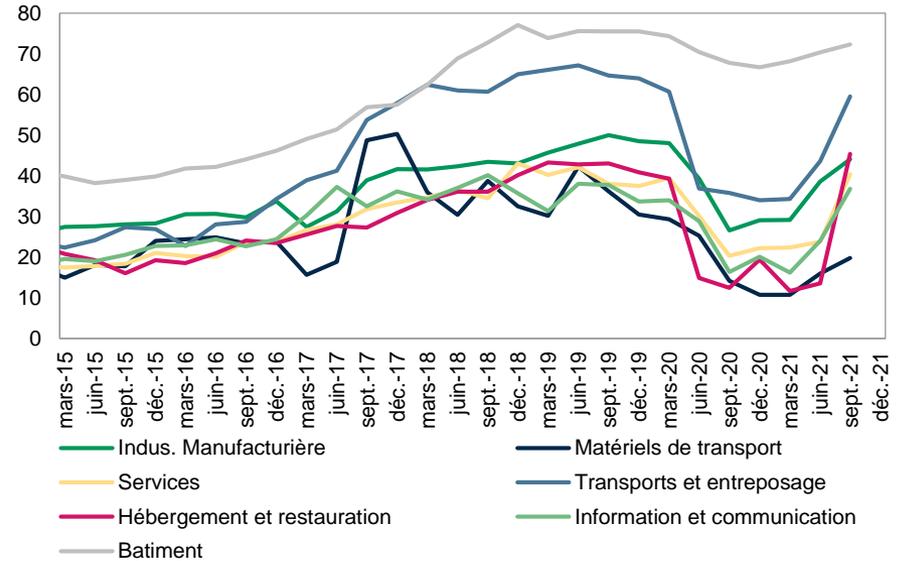
Sources : Insee, Crédit Agricole S.A. / ECO

La part des entreprises faisant face à des difficultés de recrutement est en hausse dans la plupart des secteurs. Cependant, elle reste généralement inférieure aux niveaux d'avant-crise. En 2019, le marché du travail était en effet déjà très dynamique avec une baisse continue du taux de chômage sans pour autant générer des tensions sur les salaires et encore moins sur les prix à la consommation.

En outre, ces tensions sur le recrutement ne mettent pas en péril la reprise de l'économie. La part des entreprises déclarant que leur activité est limitée par le manque de personnel est inférieure à son niveau d'avant-crise même si elle reste élevée dans des secteurs ayant connu une reprise vigoureuse comme la construction ou les transports.

La reprise des embauches a permis de retrouver un niveau d'emploi salarié similaire à celui d'avant la crise, c'est-à-dire que la reprise des

Entreprises faisant face à des difficultés de recrutement



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

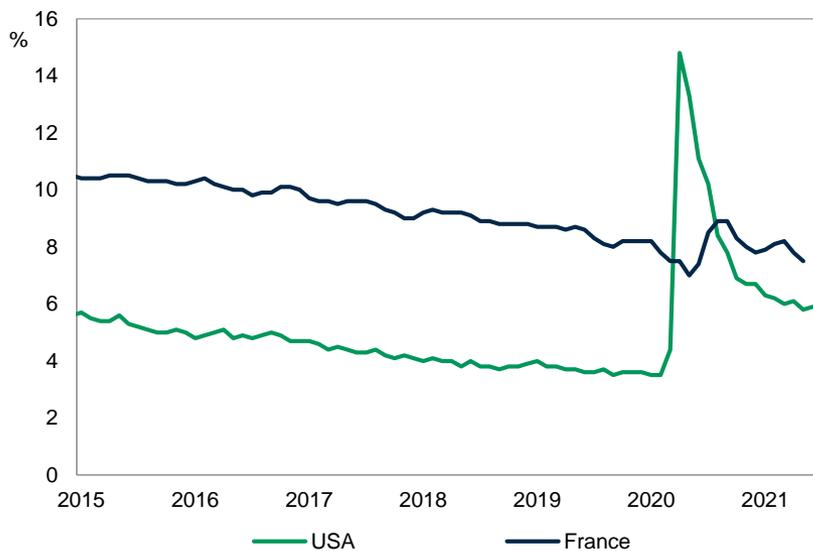
embauches a été globalement plus rapide que la reprise de l'activité. Les difficultés de recrutement et le rythme des créations d'emploi pourraient donc ralentir dans les trimestres à venir. Il y aurait un effet passager de goulot d'étranglement avec la reprise soudaine de l'activité dans des secteurs à l'arrêt depuis de longs mois. En outre, s'il n'a pas augmenté pendant la crise, le taux de chômage reste élevé autour de 8% en France ce qui réduit les pressions haussières sur les salaires.

L'inflation et la reprise des embauches entraîneraient ainsi des pressions temporaires à la hausse sur les salaires, en particulier dans certains secteurs. Le SMIC a ainsi été revalorisé sans attendre afin d'éviter un effet négatif sur le pouvoir d'achat des ménages à faible revenu. Ces tensions resteraient cependant limitées et temporaires.

FOCUS : INFLATION SALARIALE

LA MISE EN PLACE D'UNE BOUCLE PRIX SALAIRE RESTE PEU PROBABLE

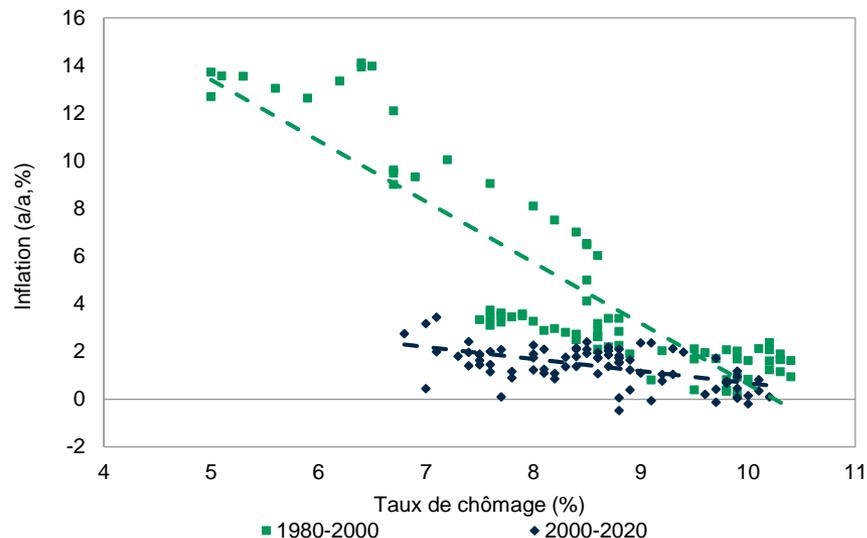
Taux de chômage



Sources : U.S. Department of Labor, Eurostat, Crédit Agricole S.A. / ECO

Les récents débats sur le retour durable de l'inflation sont originaires des États-Unis où les effets techniques mentionnés précédemment sont accompagnés d'un plan de soutien sans précédent avec la mise en place de transferts monétaires directs et abondants aux ménages. **Le taux de chômage en France est structurellement plus élevé qu'aux États-Unis et notre marché du travail est bien moins volatil.** Avec un taux de chômage à 8,0% en 2019 (avant la crise) en France contre 3,5% aux États-Unis et avec une reprise des embauches plus lente, on comprend que les craintes d'un retour durable de l'inflation aux États-Unis ne puissent pas s'exporter dans l'Hexagone. Le rebond des embauches aux États-Unis entraîne des pressions haussières sur les salaires dans certains secteurs et

Courbe de Phillips en France



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

pourrait mener à la mise en place d'une boucle-prix salaire temporaire (répercussions sur les prix de la hausse des salaires). Malgré de possibles difficultés de recrutement localisées, ces pressions haussières sur les salaires seraient plus mesurées en France. De plus, même si à plus long terme nous envisageons une baisse du taux de chômage avec la reprise de l'activité, la relation entre chômage et inflation n'est plus aussi nette qu'à l'âge d'or de la courbe de Phillips et les tensions sur les salaires, et par ricochet sur l'inflation, resteraient limitées. On parle d'aplatissement de la courbe de Phillips. Enfin, les pressions inflationnistes restent limitées par les contraintes de compétitivité, la globalisation et les progrès technologiques.

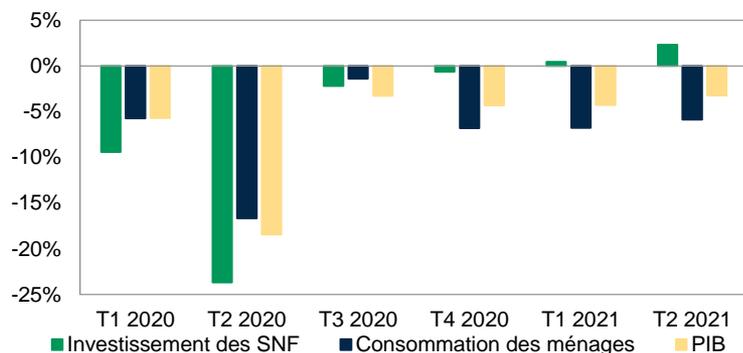
SOMMAIRE

- 1 Synthèse
- 2 Les tendances récentes de l'activité
- 3 Focus : Inflation
- 4 Notre scénario 2021-2022
- 5 Focus : Finances publiques

NOTRE SCÉNARIO 2021-2022

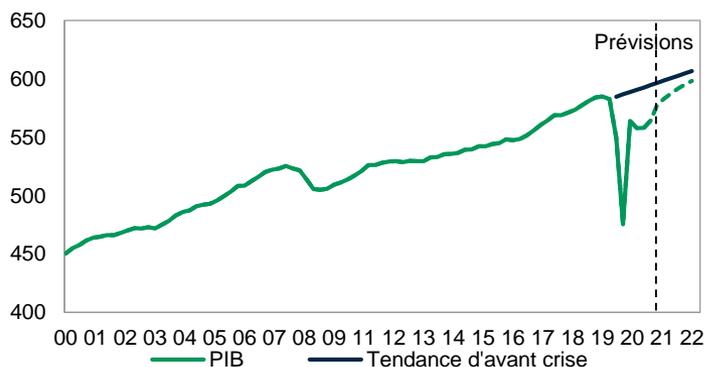
VERS UNE REPRISE PÉRENNE ET DURABLEMENT SOUTENUE

Niveau par rapport au T4 2019



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

PIB trimestriel (Mds€)



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

Après deux ans de revirements incessants en matière de mesures sanitaires et de rythmes d'activité, l'avancée de la campagne de vaccination avec plus de 86% de la population adulte vaccinée nous permet d'envisager plus sereinement une reprise durable de l'activité. Je ne suis certes pas épidémiologiste et l'émergence d'un nouveau variant résistant aux vaccins pourrait me faire mentir, mais la plupart des signaux sont au vert pour la première fois depuis mars 2020. L'accélération de l'inflation et les tensions sur les chaînes d'approvisionnement dans certains secteurs industriels pourraient certes modérer la reprise, mais ne remettent pas en cause la tendance de fond d'un redémarrage durable de l'activité. De la même manière, avec la hausse de l'inflation, des gains de pouvoir d'achat assez peu ressentis et à l'approche des élections présidentielles, la revalorisation des bas salaires et la question du pouvoir d'achat pourraient resurgir dans le débat public et éventuellement réveiller certaines tensions sociales.

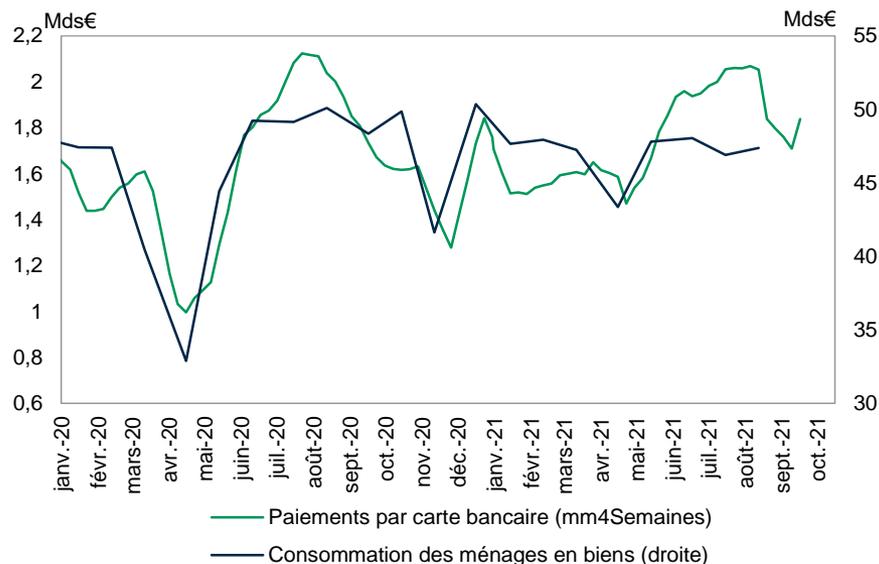
Depuis le début de l'année, malgré les incertitudes, les secteurs épargnés par les restrictions sanitaires ont déjà entamé leur reprise. Les embauches ont été dynamiques, la consommation de biens soutenue à chaque réouverture des commerces et les entreprises sont restées relativement optimistes en ce qui concerne leur situation financière actuelle et future comme en témoigne le dynamisme de l'investissement. L'investissement des SNF dépasse déjà depuis deux trimestres son niveau d'avant-crise et devrait continuer à progresser dans les trimestres à venir, toujours soutenu par le plan de relance auquel devrait venir s'ajouter un plan d'investissement à horizon 2030 dans les prochaines semaines. Néanmoins, la consommation devrait prendre le relais en tant que premier moteur de la croissance du PIB. La confiance des ménages est élevée. Le rebond mécanique lié au relâchement des restrictions à partir du mois de mai n'a pas été freiné par la mise en place du passe sanitaire, pourtant initialement redouté par les restaurateurs et les professionnels du secteur tourisme/loisir.

Le PIB dépasserait ainsi son niveau d'avant-crise en fin d'année et convergerait vers sa tendance de croissance d'avant-crise en 2022.

NOTRE SCÉNARIO 2021-2022

LA CONSOMMATION, MOTEUR DE LA CROISSANCE DANS LES TRIMESTRES À VENIR

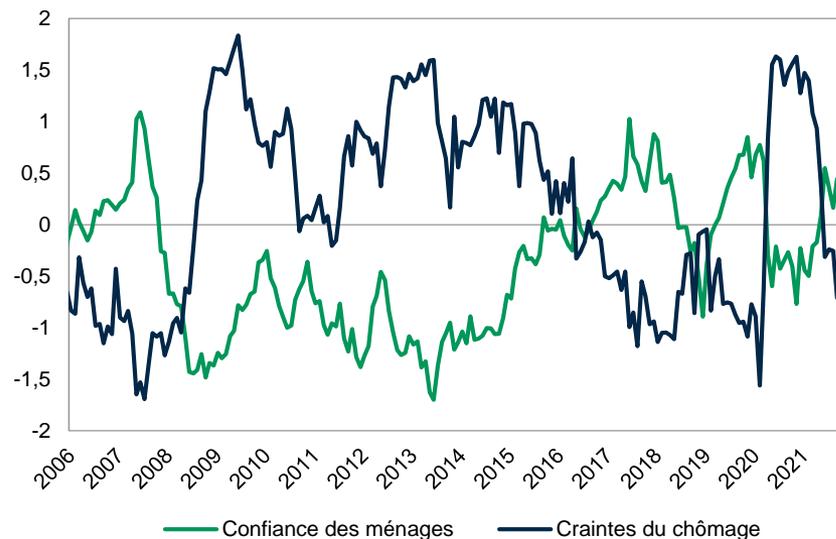
Paiements par cartes bancaires et consommation des ménages en biens



Sources : Insee, CAPS, Crédit Agricole S.A. / ECO

L'investissement a déjà dépassé son niveau d'avant-crise et la consommation présente désormais le plus important potentiel de croissance pour les trimestres à venir. Alors que le taux de vaccination en France a permis de relâcher la plupart des restrictions administratives, la consommation a fortement redémarré depuis le 19 mai et la fin du troisième confinement. Comme à chaque sortie de confinement, une période de surconsommation de biens a eu lieu, signe du report d'une partie des achats lors de la réouverture des commerces. De plus, la consommation a enfin pu reprendre dans les secteurs de services. Les données de paiements par cartes bancaires indiquent un retour à des niveaux de paiements semblables à ceux de 2019 dans les secteurs des loisirs ou de l'hébergement restauration, signes que la mise en place du passe sanitaire n'a pas trop pesé sur la reprise dans ces secteurs.

Confiance des ménages (soldes d'opinion normalisés)



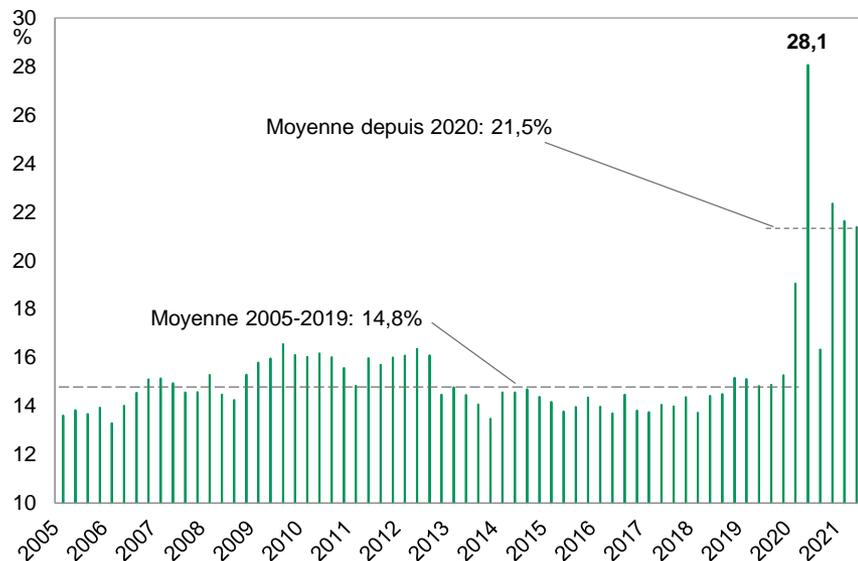
Sources : Insee, Crédit Agricole S.A. / ECO

De plus, la confiance des ménages s'améliore et les craintes du chômage sont en chute au cours des derniers mois alors que les embauches sont particulièrement dynamiques dans les secteurs de services. Malgré une inflation en hausse, les ménages voient leurs perspectives financières s'améliorer et ont donc une meilleure opinion sur leur pouvoir d'achat dans les trimestres à venir, ce qui pourrait les inciter à maintenir une consommation soutenue ou à investir. Ils disposent pour cela d'un important surplus d'épargne dont l'utilisation sera un des principaux déterminants de la vigueur de la reprise économique. Nous anticipons une croissance de 4,6% de la consommation des ménages cette année et de 5,9% en 2022, notamment grâce à un important effet d'acquis lié à la reprise mécanique au second semestre 2021.

NOTRE SCÉNARIO 2021-2022

ORIENTER LE SURPLUS D'ÉPARGNE

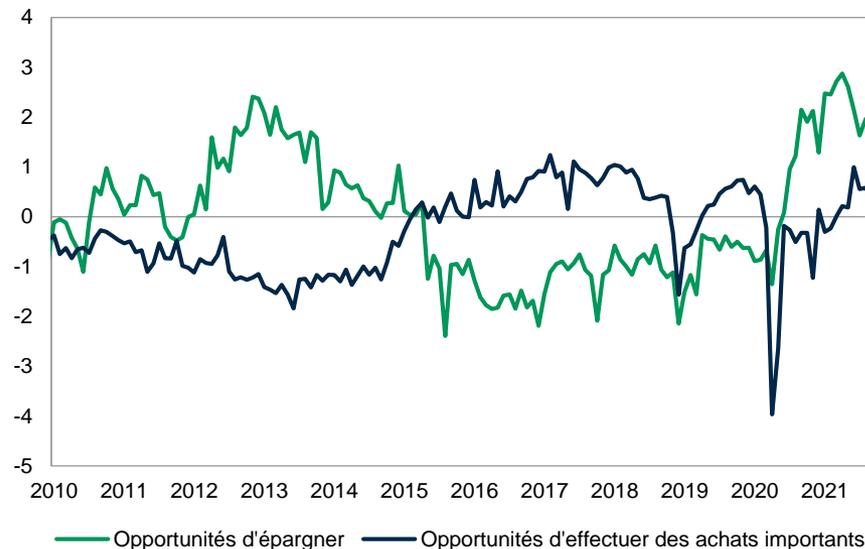
Taux d'épargne des ménages



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

La Banque de France évalue à 160 Mds€ le surplus d'épargne accumulé par les ménages entre le début de la crise et le T2 2021. Ce surplus dépasserait 170 Mds€ en fin d'année 2021 et constitue une manne dont l'utilisation décidera du profil de la reprise. En effet, en dépensant une partie de cette épargne, les ménages pourraient soutenir la reprise de la consommation à moyen terme. Ceci constitue d'ailleurs un biais haussier sur nos prévisions. La consommation de 20% du surplus d'épargne accumulé au cours de l'année 2022 contribuerait à hauteur de 0,9 point de PIB à la croissance et permettrait tout de même aux ménages de conserver une épargne de

Confiance des ménages, soldes d'opinion sur les opportunités d'épargner et de faire des achats importants (normalisés)



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

précaution importante.

Cette épargne pourrait également nourrir l'investissement des ménages. Depuis le début de l'année, l'investissement des ménages est dynamique. Au T2, il a d'ailleurs dépassé son niveau d'avant-crise et est soutenu dans le cadre du plan de relance par des dispositifs comme MaPrimeRenov'. À la fin du mois d'août, 6 Mds€ avaient déjà été engagés dans le cadre du dispositif destiné à encourager la rénovation thermique des bâtiments. Et les achats de logements neufs sont en reprise marquée en 2021, stimulés par des taux de crédit très bas et l'appétit pour un habitat plus confortable et plus vert.

NOTRE SCÉNARIO 2021-2022

L'INVESTISSEMENT RESTERA DURABLEMENT SOUTENU

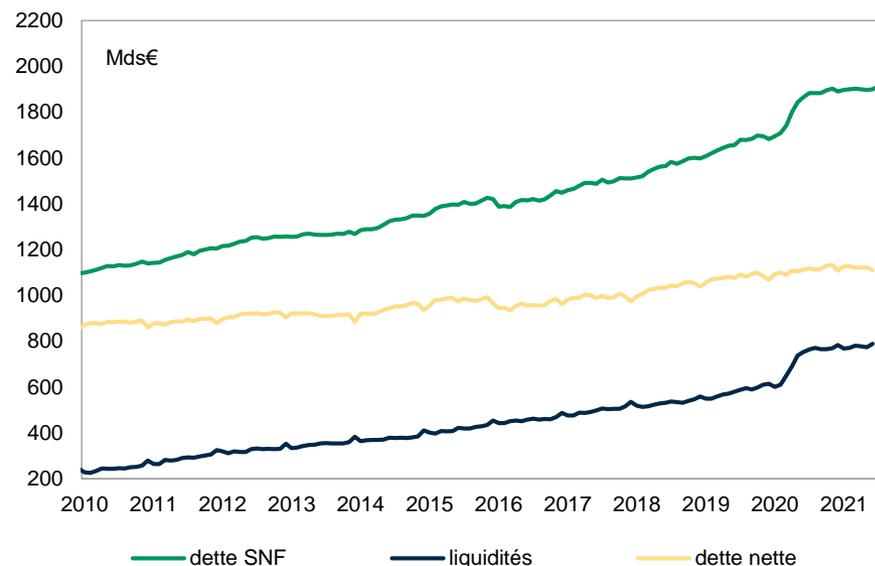
Plan de relance, engagements à fin août 2021

Ecologie	MaPrimeRenov	6 Mds€
	Soutien à chaleur bas carbone	0,3 Md€
	Décarbonation de l'industrie	0,7 Md€
	Modernisation filière automobile et aéronautique	1,8 Md€
Compétitivité	Soutien aux projets industriels dans 5 secteurs critiques	3,5 Mds€
	Soutien à l'industrie dans les territoires	4,5 Mds€
	Industrie du futur	2,3 Mds€
	Baisse des impôts de production	10,2 Mds€
Cohésion		Montants non chiffrés
Autres mesures (détails des montants inconnu)		17,7 Mds€
Total		47 Mds€

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

Alors que le dispositif MaPrimeRenov' soutient l'investissement en rénovation des ménages (et des bailleurs privés), les entreprises ne sont pas en reste dans le cadre du plan de relance. Avec 47 Mds€ engagés à la fin du mois d'août, le recours aux mesures du plan de relance est d'ailleurs massif. Les entreprises ont notamment bénéficié d'une baisse de 10 Mds€ des impôts de production qui leur permet de retrouver des taux de marge importants (autour de 35% cette année, soit un niveau supérieur à celui d'avant la crise). Les dispositifs de soutien aux secteurs dits « critiques » (les produits de santé, les intrants critiques pour l'industrie, l'électronique, l'agroalimentaire et les télécommunications) ont été sollicités à hauteur de 3,5 Mds€ et les aides à l'industrie dans les régions à hauteur de 4,5 Mds€. Ainsi, même s'il a déjà dépassé son niveau d'avant-crise, l'investissement reste dynamique et soutenu. Un plan d'investissement à horizon 2030

Dette et trésorerie des SNF : des réserves de trésorerie très élevées



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

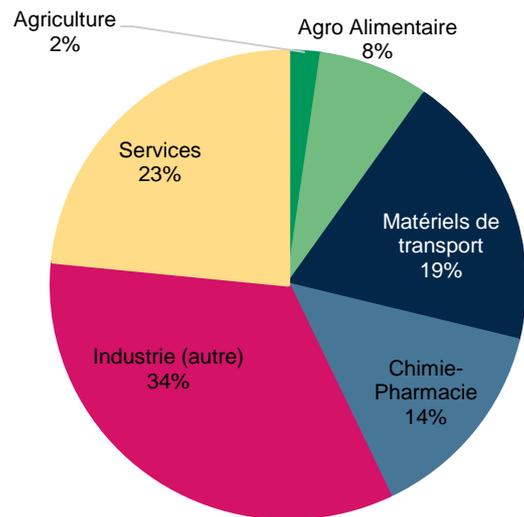
doit également être dévoilé pour renforcer à nouveau ce soutien à la croissance potentielle à long terme. Après avoir reculé de 8,1% en 2020, l'investissement des SNF progresserait ainsi de 12,7% en 2021 et 3,9% en 2022.

En outre, la situation de trésorerie des entreprises reste bonne. Les PGE ont largement garni les réserves de trésorerie des entreprises et même si une part non-négligeable des entreprises affirme avoir des difficultés de trésorerie et du mal à redémarrer son activité, la vague de faillites longtemps crainte devrait être évitée. Nous nous dirigeons davantage vers un retour à la normale des défaillances d'entreprises, qui dans une économie fonctionnelle doit permettre une réallocation des facteurs de production vers les entreprises productives. Les entreprises actuellement en difficulté étaient d'ailleurs en général déjà en difficulté avant la crise.

NOTRE SCÉNARIO 2021-2022

COMMERCE EXTÉRIEUR : UN REDÉMARRAGE DÉCALÉ ENTRE PAYS PÉNALISÉ LES EXPORTATIONS

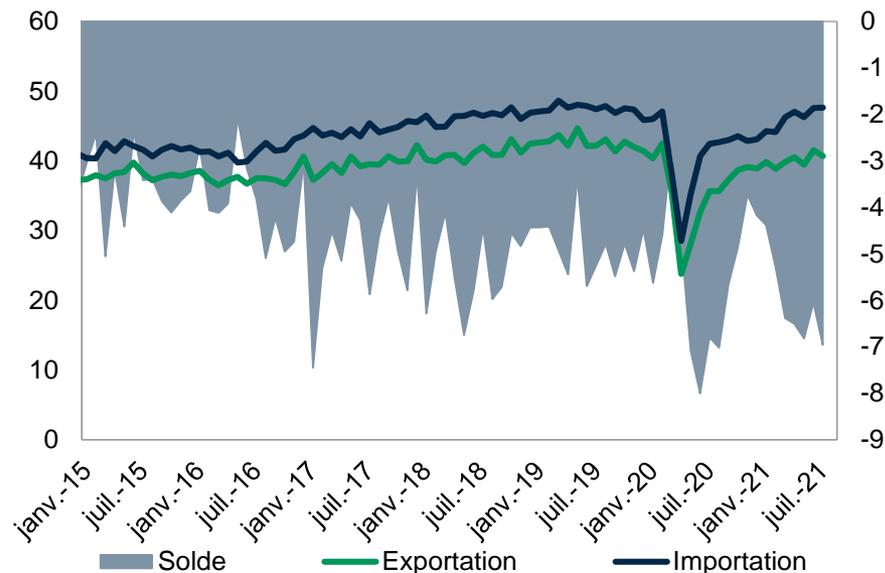
Principaux secteurs exportateurs (% des exportations 2017)



Sources : Insee IOT 2017, Crédit Agricole SA / ECO

Avec le redémarrage de l'activité au T2 2021, les importations sont reparties plus rapidement que les exportations malgré la levée progressive des restrictions sanitaires chez la plupart de nos partenaires européens (Allemagne, Belgique...). Notre balance commerciale continue ainsi de se dégrader et alors que les importations de la France ne se situent plus qu'à 5,8% de leur niveau du T4 2019, les exportations restent inférieures de 9,5% à leur niveau pré-crise. En cause, la structure de nos exportations, très dépendantes du tourisme et du secteur aéronautique (13% des exportations françaises), retarde le retour au niveau d'exportations d'avant-crise. Comme indiqué précédemment, la production du

Commerce de biens (données mensuelles, Mds €)



Sources : Douanes, Crédit Agricole SA / ECO

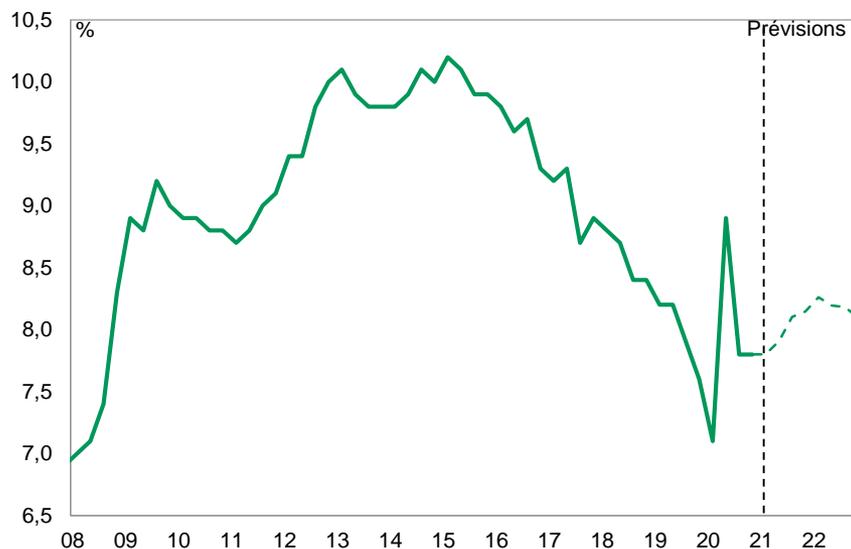
secteur aéronautique est encore loin de ses niveaux d'avant-crise et mettra du temps à se rétablir même si l'horizon commence à se dégager dans le secteur. Airbus prévoit, par exemple, une augmentation de ses cadences de production d'ici la fin de l'année. Une meilleure synchronisation de la reprise économique et l'avancée des campagnes de vaccination, permettant une augmentation du trafic international, seront ainsi des conditions nécessaires pour permettre la reprise complète des exportations françaises.

Au total, nous anticipons une contribution négative du commerce extérieur à la croissance en 2021 à hauteur de 0,3 point de PIB.

NOTRE SCÉNARIO 2021-2022

UN MARCHÉ DU TRAVAIL TOUJOURS PRÉSERVÉ ET DES EMBAUCHES DYNAMIQUES

Taux de chômage (France métropolitaine)

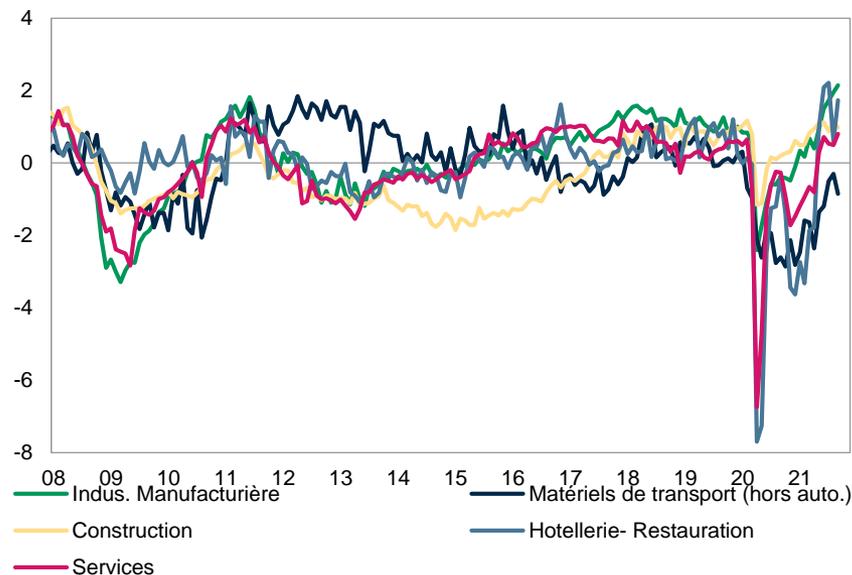


Sources : Insee, Crédit Agricole S.A. / ECO

Au deuxième trimestre 2021, le taux de chômage s'établissait à 7,8% en France métropolitaine, quasi stable par rapport à son niveau d'avant-crise (7,9%). La population active a pratiquement retrouvé son niveau d'avant-crise et les embauches ont été très dynamiques au premier semestre. L'emploi salarié a d'ailleurs dépassé son niveau du T4 2019. De plus, les intentions d'embauche restent élevées et certains secteurs déclarent avoir du mal à recruter ce qui pourrait créer des tensions transitoires à la hausse sur les salaires (voir [focus dédié](#)).

Nous anticipons toutefois un ralentissement du rythme des embauches dans les trimestres à venir, le gros du rebond sur le

Intentions d'embauche (indicateurs normalisés)



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

marché de l'emploi ayant déjà été effectué. En parallèle, si la vague de défaillances initialement crainte a été évitée, une normalisation des défaillances à des niveaux proches de ceux d'avant-crise pourrait avoir lieu progressivement. Une légère hausse du chômage reste ainsi envisageable même si elle resterait dans des proportions bien plus mesurées qu'elle ne l'aurait été en l'absence des mesures de soutien mises en place depuis le début de la crise.

Au total, le taux de chômage en métropole s'établirait à 7,9% en 2021 et 8,2% en 2022.

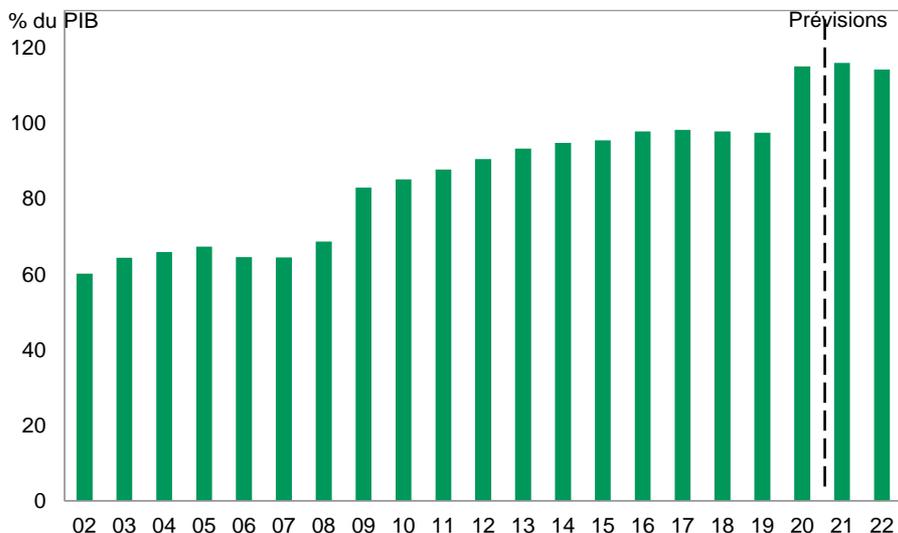
SOMMAIRE

- 1 Synthèse
- 2 Les tendances récentes de l'activité
- 3 Focus : Inflation
- 4 Notre scénario 2021-2022
- 5 | Focus : Finances publiques

FOCUS : FINANCES PUBLIQUES

FINANCES PUBLIQUES : VERS UNE RÉDUCTION DU DÉFICIT EN 2022

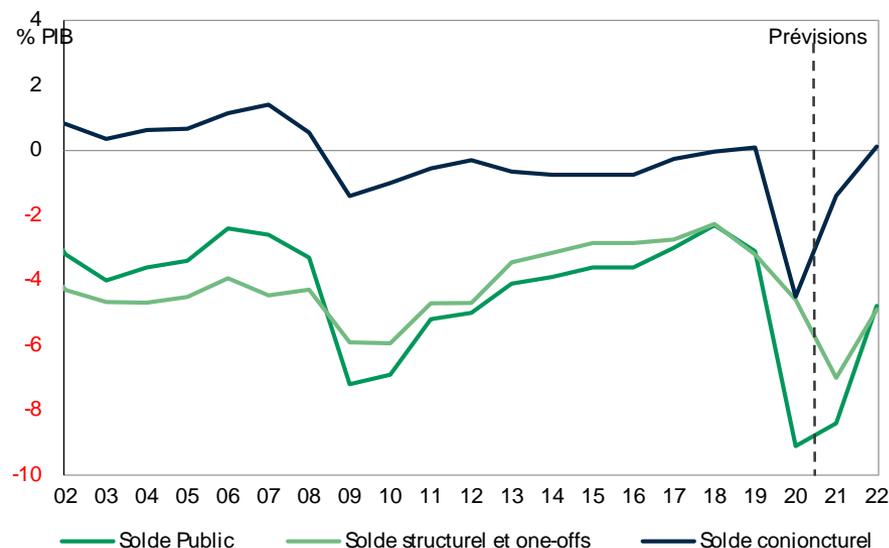
Dette publique



Sources : Minefi, Insee, Crédit Agricole S.A./ ECO

Dans son projet de loi de finances 2022, le gouvernement mise sur une importante réduction du déficit public en 2022 à -4,8% du PIB contre -8,4% cette année. Il table pour cela sur une croissance du PIB de 6% cette année et 4% en 2022, des chiffres assez proches de nos prévisions (+6,4% en 2021 et +3,9% en 2022). Le déficit structurel resterait élevé mais se réduirait significativement, à -4,7% du PIB en 2022 après -6,8% en 2021 notamment avec la fin des mesures d'urgence. Le solde conjoncturel passerait quant à lui de -1,5% du PIB en 2021 à +0,1% grâce à une croissance toujours soutenue. Ces éléments permettraient de stabiliser la dette publique autour de 115,6% du PIB en 2021, avant une légère baisse en 2022 (114,0%). Malgré cette volonté de normaliser les comptes publics au sortir de la

Solde public



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

crise sanitaire, ce budget n'est pas un budget d'austérité et le gouvernement affirme d'ailleurs la poursuite du soutien à la relance. Alors que près de 50 Mds€ ont été engagés depuis le début de l'année dans le cadre du plan de relance, 38,2 Mds€ devraient être consommés dès cette année. Net des financements européens, le plan de relance pèserait à hauteur de 21,7 Mds€ sur le déficit public en 2021 et 19,6 Mds€ en 2022. En outre, en excluant les mesures liées à la situation sanitaire (mesures d'urgence et de relance), la dépense publique devrait croître de façon modérée en 2022 à +0,8% en volume, un rythme inférieur à la croissance du PIB potentiel estimée à +1,35%. Pour en savoir plus, lire notre note « [France – Projet de loi de finances 2022](#) ».

FOCUS : FINANCES PUBLIQUES

FINANCES PUBLIQUES : DE L'URGENCE À LA RELANCE

Mesures de soutien liées à la crise sanitaire avec impact sur le solde public

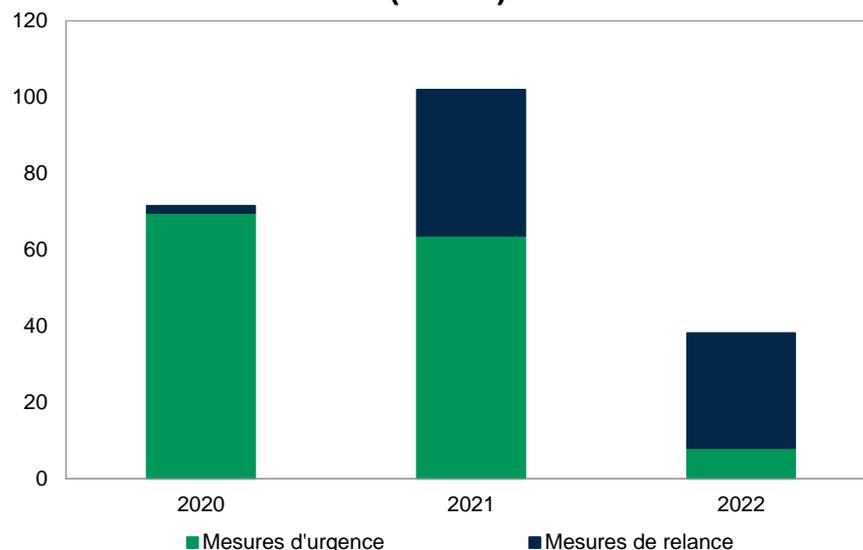
En Mds€	2020	2021	2022
Activité partielle	26,5	9,3	0
Fonds de solidarité	15,9	23	0
Dépenses de santé	14	14,7	5
Exonération de cotisations sociales	5,8	2,6	0
Prolongation revenus de remplacement	3,9	5,3	0,3
Autres mesures de soutien	3,6	8,8	2,8
Total mesures de soutien	69,7	63,7	8,1

Sources : PLF 2022, Crédit Agricole S.A./ ECO

2022 marquera la fin du « quoi qu'il en coûte » entamé en mars 2020 lors du premier confinement. Au total, 133,4 Mds€ (en mesures budgétaires, hors mesures du type PGE) auront été déboursés en deux ans par les administrations publiques pour absorber la majeure partie des dégâts causés par la pandémie de Covid-19. Les mesures d'urgence ont, semble-t-il, rempli leur objectif. En 2020, le pouvoir d'achat des ménages a été préservé notamment grâce au recours massif au fonds de solidarité et au chômage partiel, qui a permis à de nombreux salariés de conserver leur emploi. Les entreprises ont également été protégées et n'auraient supporté qu'environ 25% du coût de la crise, les 75% restant étant supportés par les administrations publiques.

En 2022, même si les mesures d'urgence seront très nettement réduites, le soutien à l'économie continuera *via* le plan de relance. Présenté à l'automne 2020 et mis en œuvre depuis le début de

Montant des mesures d'urgence et de relance (Mds€)



Sources : PLF 2022, Crédit Agricole S.A./ ECO

l'année, le plan de relance rencontre un certain succès avec 47 Mds€ engagés à la fin du mois d'août. Le gouvernement souhaite d'ailleurs engager 70 Mds€ d'ici la fin de l'année et les 30 Mds€ restants en 2022. Cependant, la chronologie des engagements et celle des déboursements effectifs diffèrent, ce qui explique que les mesures du plan de relance n'impactent le déficit public « que » de 38,2 Mds€ en 2021 et 30,1 Mds€ en 2022 (hors financements européens). En partant de l'hypothèse d'un multiplicateur budgétaire à 0,8, le plan de relance contribuerait à hauteur de 1,2 point à la croissance du PIB en 2021 et soutiendrait le PIB à hauteur de 0,9 point en 2022. En outre, le PLF 2022 ne tient pas compte du futur revenu d'engagement pour les jeunes ni du plan d'investissement 2030 qui n'ont pas encore été dévoilés. S'ils risquent de peser sur le déficit public, ces dispositifs viendront également renforcer le soutien à la croissance.

CONSULTEZ NOS DERNIÈRES PARUTIONS EN ACCÈS LIBRE SUR INTERNET

Date	Titre	Thème
05/10/2021	Zone euro – La hausse de l'inflation enclenchera-t-elle la boucle prix-salaires ?	Zone euro
05/10/2021	Monde – Scénario macro-économique 2021-2022 : qui de l'œuf ou de la poule...	Monde
01/10/2021	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
01/10/2021	Avenir de la pêche française et européenne après le Brexit : le diable est dans les détails...	Agriculture, agroalimentaire
29/09/2021	Pologne et Hongrie – Le plan de relance de la discorde	PECO
29/09/2021	France – Projet de loi de finances 2022 : nette réduction du déficit public et soutien continu à la croissance	France
28/09/2021	Émirats arabes unis – Une reprise assez poussive en 2021, mais plus vigoureuse en 2022	Émirats arabes unis
27/09/2021	Zone euro – L'Europe attend son nouveau leader	Europe
24/09/2021	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
23/09/2021	Russie – Résiliente et immobile	Russie
23/09/2021	Chine – Doit-on s'inquiéter du ralentissement de la croissance ?	Asie
21/09/2021	Avenir de l'Europe - L'union bancaire : stabiliser et consolider les banques européennes	Banques, Europe
21/09/2021	Zone euro – La production industrielle se redresse en juillet	Zone euro
21/09/2021	Royaume-Uni – L'inflation atteint 3,2% en août et devrait grimper vers 4% au T4	Royaume-Uni
17/09/2021	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
16/09/2021	L'innovation au service de l'élevage : concilier mieux-vivre des agriculteurs et bien-être animal	Agriculture, agroalimentaire
16/09/2021	Allemagne – un renouveau politique post législatives ?	Allemagne
15/09/2021	Inde – Un deuxième trimestre qui rassure	Asie
15/09/2021	France – Immobilier résidentiel : un marché très dynamique en 2021	France

Pierre BENADJAUD

+33 1 43 23 97 36 

pierre.benadjaoud@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 : Dominique Petit - **Statistiques :** Robin Mourier

Secrétariat de rédaction : Véronique Champion

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.