ZONE EURO
SCÉNARIO 2021-2022

UNE REPRISE BROUILLÉE PAR DES DÉSÉQUILIBRES TEMPORAIRES

Octobre 2021

Paola Monperrus-Veroni

AGIR CHAQUE JOUR DANS VOTRE INTÉRÊT
ET CELUI DE LA SOCIÉTÉ

ÉTUDES ÉCONOMIQUES GROUPE

SOMMAIRE

1 SYNTHÈSE

2 LES THÈMES DU SCÉNARIO

3 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES ET PRÉVISIONS

4 FOCUS : IMPACT DES DÉSÉQUILIBRES SUR L'INFLATION ET LES SALAIRES

5 RISQUES : DÉFAILLANCES ET MARCHÉ DE L'EMPLOI

6 *POLICY-MIX*

SYNTHÈSE

UNE REPRISE BROUILLÉE PAR DES DÉSÉQUILIBRES TEMPORAIRES

Le rebond de l'activité consécutif à la réouverture des activités a été précoce et solide et notre scénario à l'horizon 2022 retient une croissance vivace à la fois de l'activité et de l'inflation.

La lecture conjoncturelle est néanmoins rendue difficile par l'excès actuellement constaté de la demande sur l'offre et les déséquilibres qui en résultent. Se pose alors évidemment la question de la longévité de ces déséquilibres, notamment de l'inflation. Cette demande excédentaire est-elle temporaire, générée par des comportements de dépense enfin libérés et l'utilisation d'une épargne abondante ou plutôt par des changements plus fondamentaux dans la structure de la consommation et de l'investissement ? Ces questions s'appliquent également à l'état de l'offre. Soumise à des tensions, elle bute sur des contraintes physiques pouvant se détendre à court terme avec la normalisation des capacités de production. Mais ne ferait-elle déjà l'objet de réallocations structurelles dont le coût et la durée sont incertains ? L'impact sur le scénario de croissance et d'inflation sera différent selon les réponses fournies à ces questions.

L'hypothèse fondamentale de notre scénario est la suivante : en dépit de l'existence de mouvements structurels importants liés à la décarbonation des économies, à la digitalisation et à l'impact de la concurrence géopolitique sur les chaînes d'approvisionnement, mouvements impactant l'allocation des facteurs à moyen-long terme, les contraintes actuelles présentent encore largement un caractère transitoire sur l'horizon de notre scénario.

Après le recul de l'automne et de l'hiver (-0,4% et -0,3% en variation trimestrielle), **la réouverture de l'activité dès la fin avril s'est traduite par un rebond du PIB supérieur aux attentes au deuxième trimestre 2021 (2,2% sur le trimestre).** La croissance de la consommation privée a été très soutenue (3,7%), mais le niveau des dépenses des ménages reste encore inférieur de 6% au niveau d'avant-crise. La progression de l'investissement est restée positive (1,1%). Deux dynamiques distinctes animent l'investissement productif (0,9%) et l'investissement en construction (1,3%) : le premier est encore en cours de rattrapage, le second l'a achevé (respectivement, inférieur de 3,2% et supérieur de 1,2% à leur niveau pré-crise). La construction a été particulièrement soutenue en France et en Italie ; elle y a bénéficié des fonds des plans de relance venant renforcer les programmes de dépense préexistants dans la rénovation des logements et dans les infrastructures. **Le PIB de la zone euro n'était plus que de 2,5% inférieur au niveau pré-crise au deuxième trimestre 2021. À l'exception de l'Espagne qui affiche un retard plus marqué (-8,4%), cet écart est désormais approchant au sein des grandes économies de la zone (France -3,2% ; Allemagne -3,3% ; Italie -3,8%).** Bénéficiant du redressement de la consommation, notamment des services, et d'un début de reconstitution des stocks, la croissance attendue au troisième trimestre 2021 (2,3%) devrait se révéler encore très dynamique.

La zone euro, dans son ensemble, aurait comblé son écart par rapport au niveau-pré crise au troisième trimestre 2021. L'essentiel de l'effort de rattrapage étant ainsi épuisé, une modération (1,1%) de la croissance déjà signalée dans les enquêtes de l'été s'annonce pour le dernier trimestre. Avec un acquis de croissance de 3,8% au deuxième trimestre 2021, la croissance prévue en 2021 atteindrait 5,4%.

La modération du rythme de croissance se poursuivrait au cours de l'année 2022. La désépargne entretiendra le dynamisme de la consommation privée et les fonds dédiés à la relance alimenteront l'investissement. **Le rythme trimestriel moyen de 0,7% permet de tabler sur une croissance de 4,4% en 2022 : un rythme plus modéré, mais bien supérieur à celui enregistré en moyenne sur la décennie pré-crise. Mi-2022, toutes les grandes économies de la zone auront retrouvé leur niveau de PIB d'avant-crise.**

Meilleure performance de l'emploi et croissance plus forte ont accru les recettes et limité les dépenses. Le déficit pour 2021 (8,2% du PIB) serait inférieur à celui initialement annoncé par les gouvernements. Cela crée l'espace budgétaire pour mettre en œuvre les nouvelles mesures nécessaires à la préservation du pouvoir d'achat. Un nouveau champ d'intervention s'ouvre donc pour la politique budgétaire, alors qu'elle retire son soutien exceptionnel, sans pour autant remettre en question le calendrier annoncé de réduction du déficit qui atteindrait 4,1% du PIB en 2022.

SYNTHÈSE

FORT REBOND ET MODÉRATION DE LA CROISSANCE À UN RYTHME TOUJOURS ÉLEVÉ

Prévisions de croissance

Zone Euro	Taux trimestriel (t/t, %) 2020 T1	2020 T2	2020 T3	2020 T4	2021 T1	2021 T2	2021 T3	2021 T4	2022 T1	2022 T2	2022 T3	2022 T4	Taux annuel (a/a, %) 2019	2020	2021	2022
PIB	**-3,5**	**-11,7**	**12,6**	**-0,4**	**-0,3**	**2,2**	**2,3**	**1,1**	**0,7**	**0,7**	**0,7**	**0,6**	**1,5**	**-6,5**	**5,4**	**4,4**
Consommation des ménages	-4,3	-12,9	14,4	-3,1	-2,1	3,5	3,8	1,2	0,8	0,7	0,7	0,5	1,4	-8,0	3,7	5,7
Consommation publique	-0,1	-2,7	5,6	0,7	-0,5	1,3	0,3	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	1,8	1,4	3,3	1,4
FBCF totale	-4,5	-19,7	13,9	2,8	-0,2	1,1	1,4	1,5	1,6	1,4	1,1	0,9	6,4	-7,5	4,6	5,7
Exportations de B&S	-3,6	-18,6	16,6	4,1	0,7	2,3	2,5	1,6	1,2	1,1	1,1	1,0	2,5	-9,3	9,6	6,0
Importations de B&S	-2,8	-20,2	11,8	4,8	0,4	2,4	2,7	1,7	1,4	1,2	1,1	1,1	4,6	-9,2	7,3	6,4
Variations de stocks, en points de PIB	0,9	0,8	-0,7	-0,1	0,7	0,5	0,4	0,5	0,4	0,4	0,3	0,4	0,6	0,2	0,5	0,4
Contributions à la croissance																
Demande intérieure hors stocks	-3,3	-11,9	11,8	-0,9	-1,3	2,4	2,3	1,1	0,8	0,7	0,7	0,5	2,4	-5,6	3,7	4,4
Variations de stocks	0,3	-0,2	-1,6	0,6	0,8	-0,3	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,5	0,3	-0,1
Commerce extérieur	-0,5	0,5	2,5	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,8	-0,4	1,3	0,1

	Taux trimestriel (t/t, %) 2020 T1	2020 T2	2020 T3	2020 T4	2021 T1	2021 T2	2021 T3	2021 T4	2022 T1	2022 T2	2022 T3	2022 T4	Taux annuel (a/a, %) 2019	2020	2021	2022
Zone euro	**-3,5**	**-11,7**	**12,6**	**-0,4**	**-0,3**	**2,2**	**2,3**	**1,1**	**0,7**	**0,7**	**0,7**	**0,6**	**1,5**	**-6,5**	**5,36**	**4,4**
Allemagne	-1,8	-10,0	9,0	0,7	-2,0	1,6	3,0	1,3	0,6	0,6	0,6	0,6	1,1	-4,9	3,2	4,3
France	-5,7	-13,5	18,6	-1,1	0,0	1,1	2,5	0,9	0,7	0,7	0,6	0,5	1,8	-8,0	6,4	3,9
Italie	-5,6	-13,1	16,0	-1,8	0,2	2,7	1,8	1,0	0,5	0,8	0,9	0,6	0,3	-8,9	6,0	4,1
Espagne	-5,4	-17,7	16,8	0,2	-0,6	1,1	2,4	1,8	1,7	1,0	0,9	0,8	2,1	-10,8	4,7	6,0
Pays-Bas	-1,6	-8,4	7,5	0,0	-0,8	3,8	0,9	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	1,9	-3,8	4,1	3,3
Belgique	-3,3	-11,9	11,8	-0,1	1,1	1,7	1,6	1,1	0,6	0,5	0,4	0,4	1,8	-6,3	5,8	3,3
Irlande	2,6	-2,9	9,8	-4,6	8,7	6,3	3,6	1,6	0,0	2,0	0,9	0,9	5,1	5,8	16,9	6,8
Portugal	-4,4	-15,2	14,7	0,3	-3,3	4,5	4,0	2,1	0,8	0,6	0,5	0,5	2,7	-8,4	5,4	6,4
Grèce	-0,5	-12,9	3,8	3,4	4,4	3,4	1,2	0,4	1,8	1,4	1,3	0,7	1,7	-7,8	8,8	5,5
Finlande	-0,5	-6,1	4,6	0,5	0,1	2,1	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	1,3	-2,9	3,1	2,6
Luxembourg	-1,6	-7,1	9,2	1,9	1,4	-0,6	1,6	0,8	0,6	1,0	0,6	0,6	2,3	-1,3	6,0	3,1
Autriche	-2,2	-10,9	11,0	-2,5	-0,2	3,6	1,4	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7	1,4	-6,3	3,8	4,1
Slovénie	-4,7	-9,5	12,1	-0,2	1,5	1,9	1,9	1,8	0,6	0,5	0,5	0,5	3,2	-4,8	7,5	4,2
Malte	-4,7	-13,6	6,7	4,8	1,9	-0,5	1,0	0,3	1,7	2,7	1,2	1,2	5,8	-8,2	5,1	5,3

SOMMAIRE

1 SYNTHÈSE

2 LES THÈMES DU SCÉNARIO

3 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES ET PRÉVISIONS

4 FOCUS : IMPACT DES DÉSÉQUILIBRES SUR L'INFLATION ET LES SALAIRES

5 RISQUES : DÉFAILLANCES ET MARCHÉ DE L'EMPLOI

6 *POLICY-MIX*

LES THÈMES DU SCÉNARIO

ÉCONOMIE EN PHASE *POST*-TRAUMATIQUE

Déséquilibres à court terme

- **Marché du travail** : quelle évolution de la population active et de la demande de travail?
- **Ménages**, capacité de dépense érodée par la crise et l'inflation ? Entreprises, potentiel d'investissement si désendet-tement ?
- **Déformation des prix relatifs**, quel impact sur l'inflation ? Quel signal sur les réallocations ?

Incertitudes à moyen terme

- **Cicatrices et héritage** de la crise : résilience
- **Effets sectoriels** potentiellement persistants : capacité d'adaptation
- **Effets de productivité** potentiellement positifs

UNE LECTURE DIFFICILE

DES DÉSÉQUILIBRES IMPORTANTS ACCOMPAGNENT LA REPRISE

Excès de demande

- **Temporaire** - Dépense « libérée » et épargne abondante
- **Durable** - Changements profonds dans la structure de la consommation et de l'investissement

Insuffisance de l'offre

- **Temporaire** - Contraintes physiques qui vont se normaliser à court terme avec l'extension et la normalisation des capacités et de la demande
- **Durable** - Réallocations structurelles entre secteurs aux coût et durée incertains

FAIRE LA PART DES DÉSÉQUILIBRES

NOTRE HYPOTHÈSE

Court terme : déséquilibre transitoire

L'offre rejoint la demande et la demande se normalise

+

Long terme : déséquilibres structurels

Décarbonation, digitalisation, concurrence géopolitique sur chaînes d'approvisionnement

→

Pas de scénario stagflationniste

SOMMAIRE

1 SYNTHÈSE

2 LES THÈMES DU SCÉNARIO

3 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES ET PRÉVISIONS

4 FOCUS : IMPACT DES DÉSÉQUILIBRES SUR L'INFLATION ET LES SALAIRES

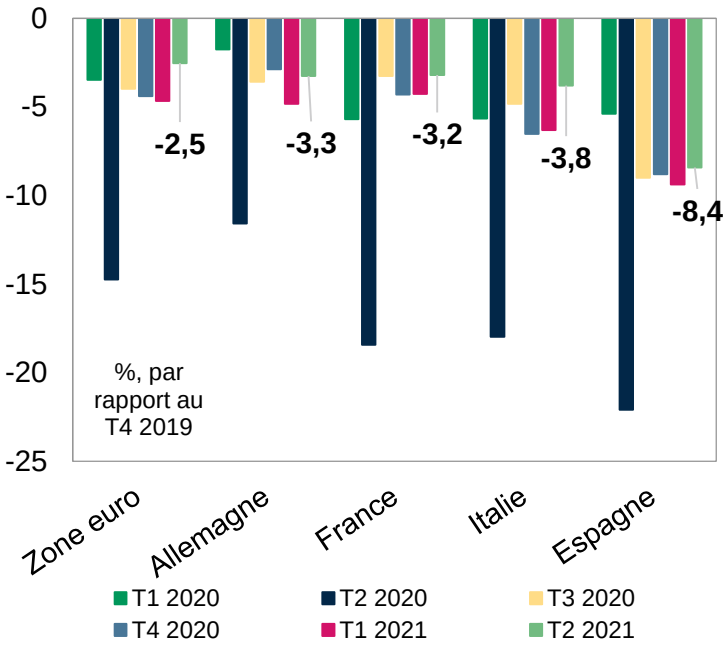
5 RISQUES : DÉFAILLANCES ET MARCHÉ DE L'EMPLOI

6 *POLICY-MIX*

UN REBOND PRÉCOCE ET SOLIDE

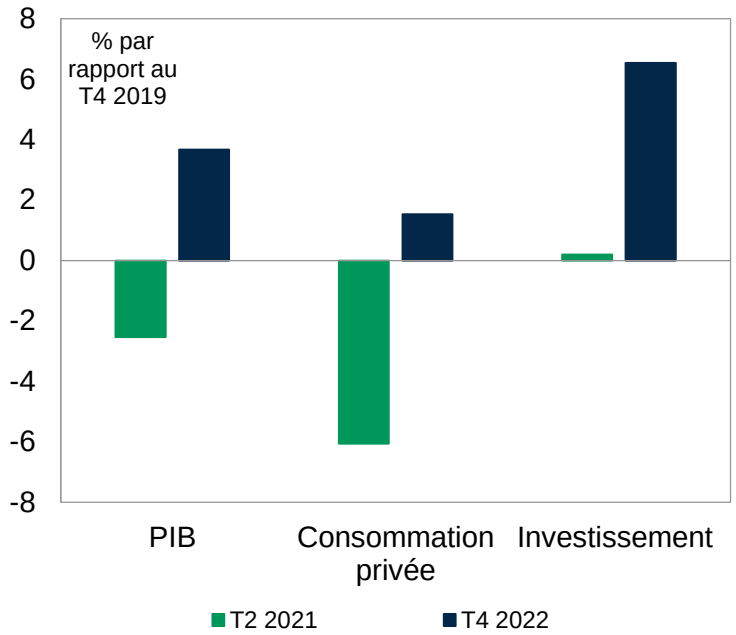
LES TROIS GRANDS TRÈS PROCHES DU NIVEAU PRÉ-CRISE GRÂCE À L'INVESTISSEMENT

PIB : écart au niveau pré-crise



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

Écart au niveau pré-crise



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA

MÉNAGES ET ENTREPRISES

POTENTIEL DE CONSOMMATION ÉLEVÉ ET INVESTISSEMENT DÉSENDETTEMENT

En dépit du rebond de la consommation le taux d'épargne reste élevé dans la zone euro et constitue un important potentiel de dépense pour les prochains trimestres. La situation financière des ménages reste solide et l'investissement logement continue d'être un moteur puissant de l'accumulation de capital au moment où l'investissement des entreprises devient moins dynamique. Les premiers signes de désendettement ne devraient néanmoins pas remettre en cause le maintien d'un rythme d'investissement dynamique au cours des prochains trimestres, les contraintes de liquidité étant limitées et la présence des prêts garantis par les États permettant d'étaler dans le temps la réduction de la dette.

Au T2 2021 l'accélération des rémunérations (1,6% t/t) due à la remontée de l'emploi et le moindre de soutien des prestations sociales se sont soldés par une légère décélération du revenu disponible des ménages (1,3% t/t, après 2%). Le taux d'épargne s'inscrit en baisse (19%, après 21,5%), après le rebond de la consommation et s'éloigne encore un peu du pic du printemps 2020 (25%), tout en demeurant élevé.

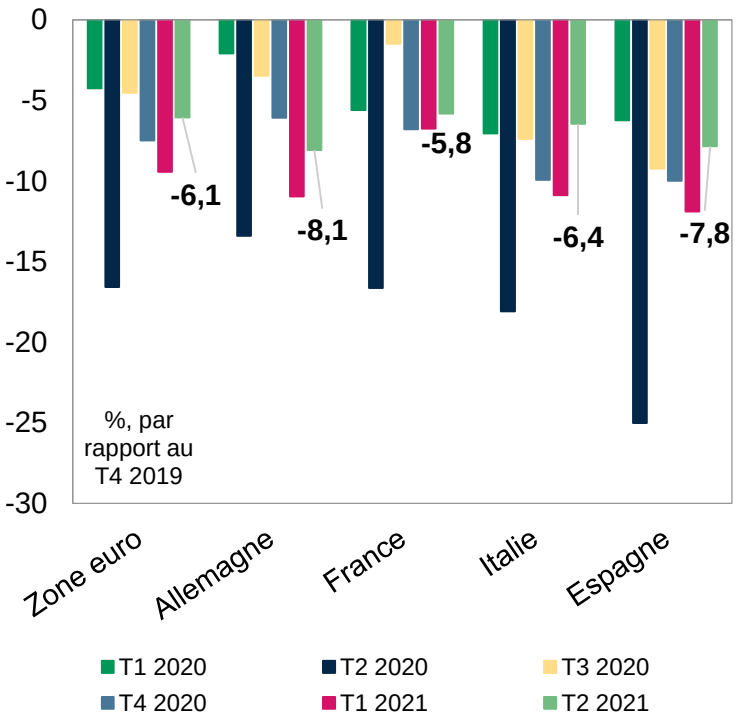
L'investissement des ménages très dynamique pousse à la hausse le taux d'investissement (9,4%) et réduit la capacité de financement des ménages. Le dynamisme de l'investissement logement s'accompagne d'une accélération des flux de crédit aux ménages (4%, après 3,2% sur un an) et pousse leur dette à la hausse. Celle-ci demeure modeste (61,2%) et ne s'accroît que de 1 point de PIB sur un an. La richesse nette des ménages ne cesse d'augmenter, poussée par une accélération de la richesse immobilière.

Le taux de marge des entreprises affiche au T2 2021 une première baisse depuis un an, le rebond de la valeur ajoutée étant moins soutenu que celui des rémunérations des travailleurs. Il reste encore élevé (à 41,2%), grâce au soutien des mesures exceptionnelles auxquelles se substituent progressivement les recettes d'une activité qui redémarre et se normalise. L'investissement des sociétés non financières s'inscrit aussi en légère baisse pour la première fois depuis un an, permettant une remontée de la capacité de financement. Cela se traduit par le ralentissement des flux de crédit aux sociétés financières (2,2% sur un an) et de leur financement par le marché de la dette. Les prêts interentreprises augmentent fortement, résultat surement du redémarrage de l'activité sans qu'on puisse déjà en conclure à des délais de paiements en hausse. Le taux d'endettement des entreprises s'inscrit en légère baisse à 81,7% du PIB.

CONSOMMATION : RATTRAPAGE AU S2 2021

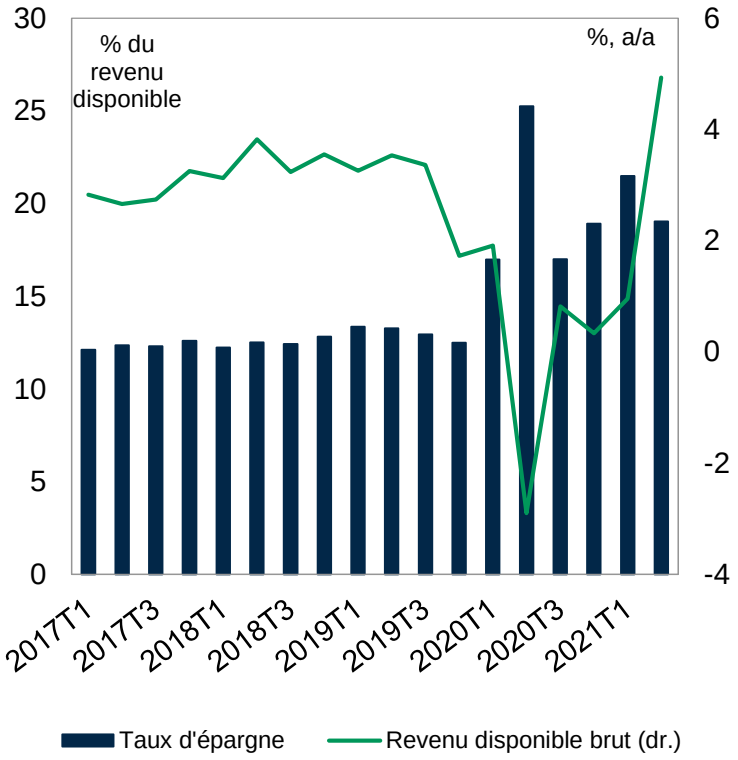
DÉPENSES DANS LES SERVICES ET DÉSÉPARGNE

Consommation des ménages : écart au niveau pré-crise



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA

Revenu en hausse et épargne élevée : de quoi alimenter les dépenses des ménages

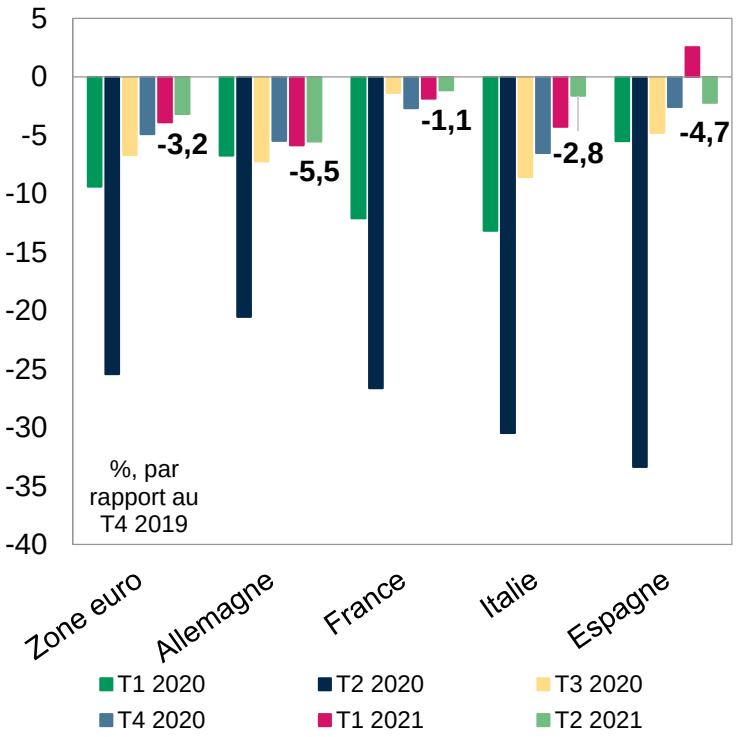


Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

INVESTISSEMENT : UN MOTEUR PUISSANT

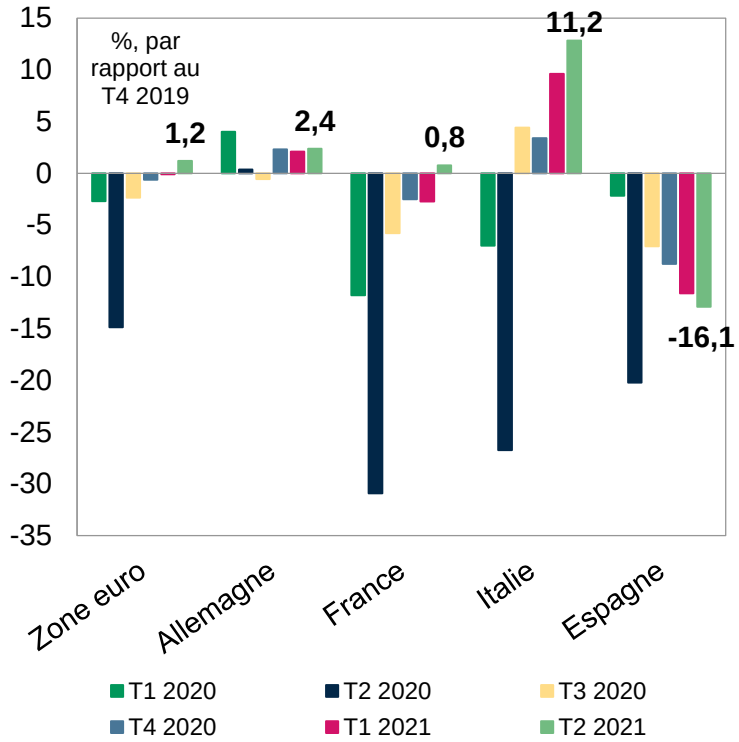
LE SOUTIEN PUBLIC : FORT ET DÉJÀ VISIBLE

Investissement productif : écart au niveau pré-crise



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA

Investissement en construction : écart au niveau pré-crise

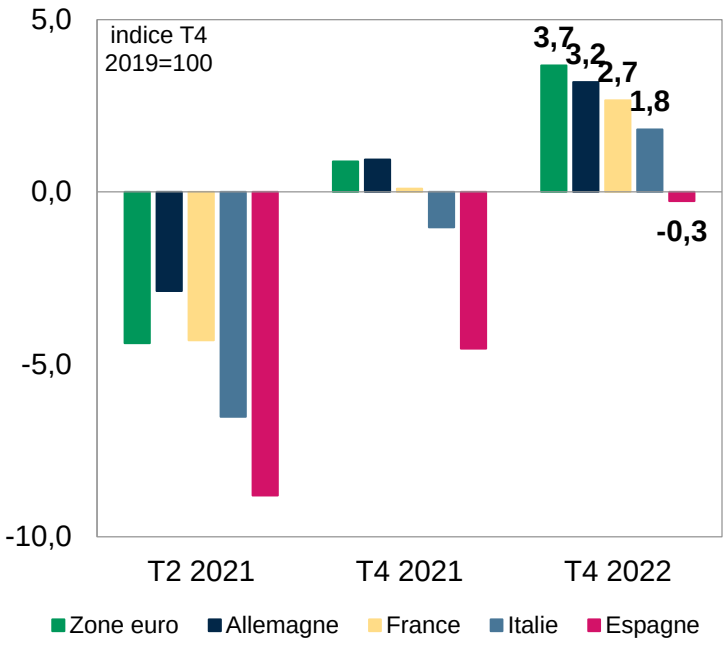


Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA

NIVEAU ET RYTHME PRÉ-CRISE DÉPASSÉS

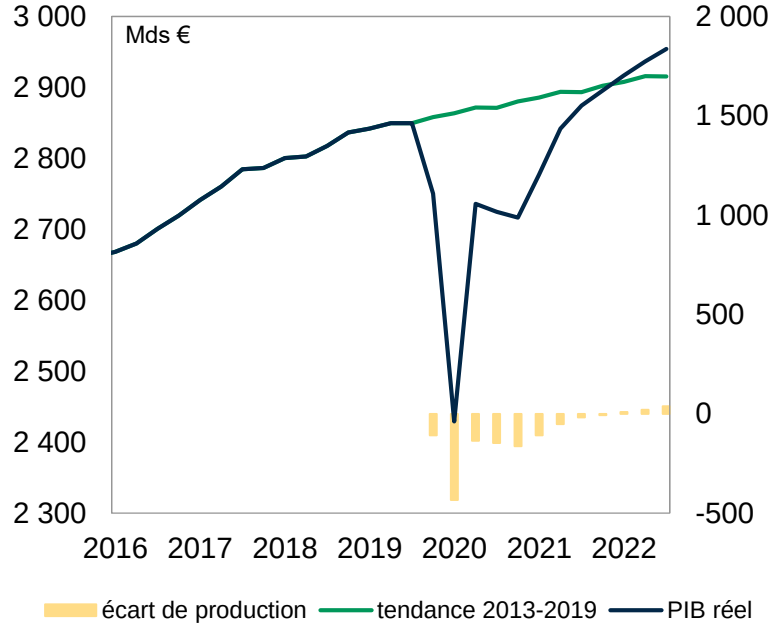
MODÉRATION DE LA CROISSANCE EN 2022 SUR UN RYTHME PLUS SOUTENU QUE LA DÉCENNIE PASSÉE

Zone euro : récupération complète et homogène



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA

Trajectoire du PIB avant et après la crise de Covid-19



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA

À QUAND LA FIN DE LA CRISE ?

LA FIN 2019 N'EST PAS LA BONNE JAUGE

L'écart de d'activité par rapport au niveau d'avant-crise n'est pas un bon indicateur de l'écart de production.

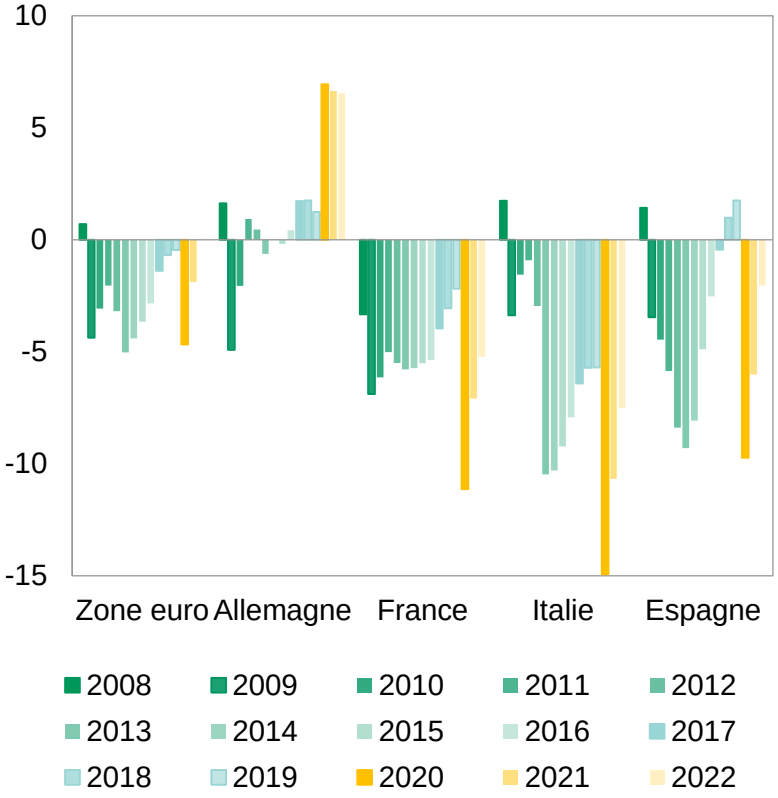
Le niveau du PIB doit dépasser celui de 2019 pour que la reprise soit complète.

Une crise plus transformatrice qu'une récession « normale » :

- Elle provoque des réallocations entre secteurs.
- Elle ne sera terminée que lorsque les emplois qu'elle a détruits auront été remplacés par les nouveaux emplois.

Il faut donc dépasser la trajectoire précédente du PIB.

Écart de production négatif hérité de la crise financière



Souces : AMECO, Crédit Agricole S.A

SOMMAIRE

1 SYNTHÈSE

2 LES THÈMES DU SCÉNARIO

3 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES ET PRÉVISIONS

4 FOCUS : IMPACT DES DÉSÉQUILIBRES SUR L'INFLATION ET LES SALAIRES

5 RISQUES : DÉFAILLANCES ET MARCHÉ DE L'EMPLOI

6 *POLICY-MIX*

FOCUS : IMPACT DES DÉSÉQUILIBRES SUR L'INFLATION ET LES SALAIRES

DES DÉSÉQUILIBRES TEMPORAIRES ET DES TENSIONS CIRCONSCRITES SUR L'EMPLOI

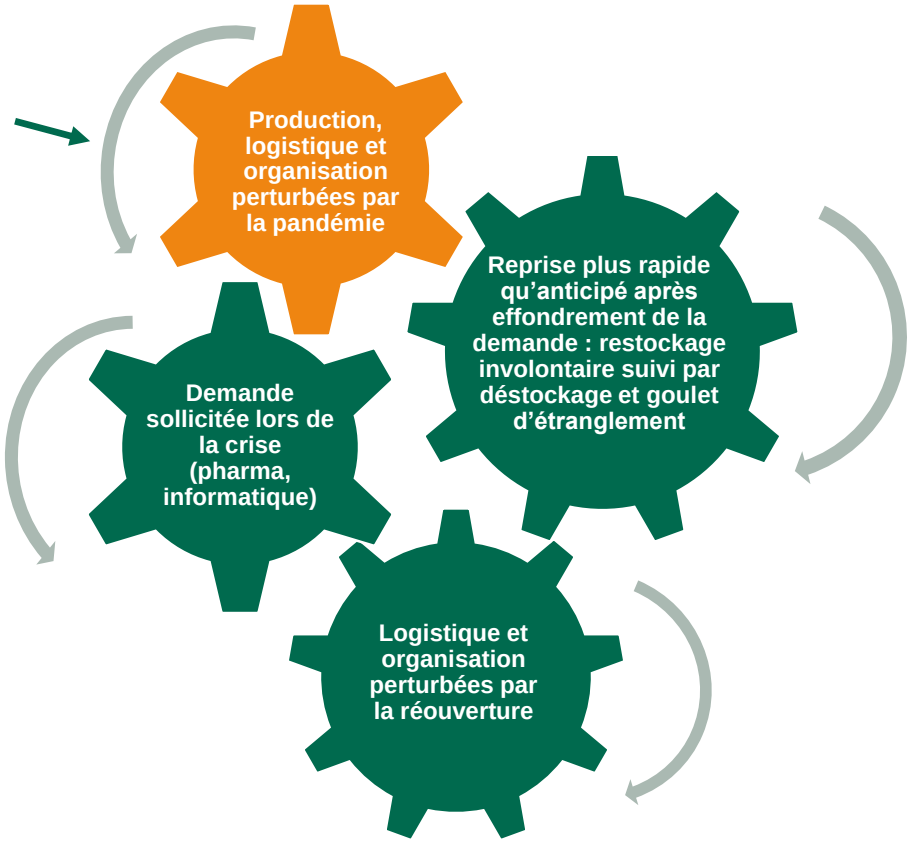
La production industrielle a été très perturbée au cours des derniers mois. Si, en moyenne, elle a retrouvé son niveau d'avant-crise, plusieurs secteurs, dont l'automobile (-25%) et l'habillement (-19%), sont encore en retard. **La presque totalité des secteurs a fait l'expérience de contraintes émanant de l'offre pour diverses raisons. Les secteurs dans lesquels la demande s'était effondrée ont profité d'une reprise plus rapide qu'anticipé. Les entreprises de ces secteurs, ayant réduit leurs stocks pour limiter les contraintes de liquidité, ne sont pas aujourd'hui en mesure de répondre à la demande qui leur est adressée. Cela a créé des goulets d'étranglement.** Mais ce sont également les secteurs très sollicités lors de la crise (pharmaceutique, informatique), ceux dont la production, la logistique et l'organisation sont contraintes soit par la pandémie, soit à l'occasion de leur réouverture. **Les délais de livraison se sont beaucoup allongés, même s'ils se détendent un peu depuis le mois de mai ; les arriérés de production sont encore considérés comme très élevés par les entreprises**, bien qu'en baisse au cours de l'été. **Après le stockage involontaire lié à la crise, la constitution de nouveaux stocks a fortement diminué avant l'été. Depuis août, un redémarrage du restockage se dessine : cette accumulation peut constituer un moteur puissant d'accélération de la croissance au cours des prochains mois**. Un moteur qui se couple à celui de commandes particulièrement dynamiques, soutenues par la reprise de la demande en zone euro et par un nouveau rebond de la demande étrangère. Finalement, les facteurs les plus contraignants sont désormais les équipements et la main-d'œuvre, ce qui est de bon augure pour l'investissement et la production de biens de capital et pour l'emploi.

Certains indicateurs signalent une saturation du marché du travail. Les difficultés des entreprises à pourvoir certains postes sont signalées par l'augmentation des postes vacants, résultat de la recomposition de la structure productive et de l'accélération de la demande pour certaines professions. **La rareté de la main-d'œuvre est considérée comme le facteur le plus contraignant à la fois dans l'industrie, les services et la construction. Cependant, d'une part, peu de secteurs ont subi un resserrement de cette contrainte et, d'autre part, la plupart de ceux qui déclarent en souffrir y étaient déjà confrontés avant la crise**. Les dispositifs de chômage partiel, bien qu'utiles pour éviter de briser le lien avec l'emploi, peuvent à court terme avoir freiné la réallocation de l'emploi vers les secteurs à plus forte demande.

Les tensions sur le marché du travail devraient rester circonscrites et temporaires, pas de quoi se traduire par des hausses généralisées des salaires.

DES CONTRAINTES MULTIPLES SUR L'OFFRE SELON LES SECTEURS

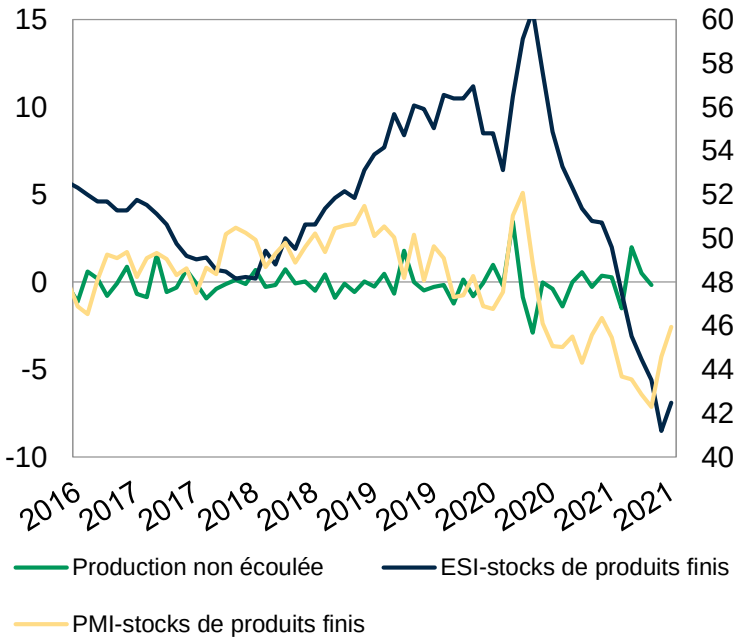
Risque d'une contrainte permanente si déplacement structurel de la main-d'œuvre



CONTRAINTES D'OFFRE

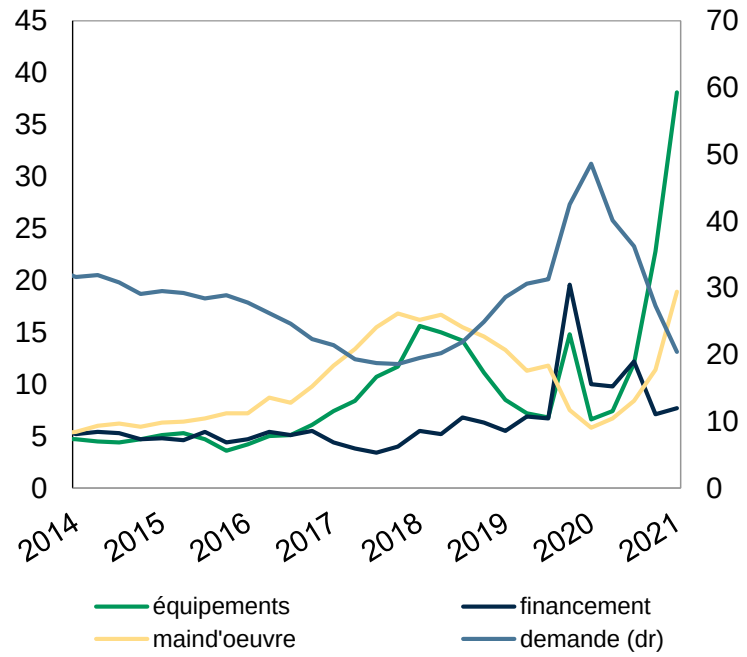
NORMALISATION DES STOCKS EN VUE, MAIS DÉLAIS DE LIVRAISON ÉLEVÉS ET PÉNURIES DE MAIN-D'ŒUVRE

Après une accumulation involontaire historique, un déstockage presque achevé



Sources : Eurostat, Markit, Crédit Agricole SA

Zone euro : facteurs contraignant la production dans l'industrie

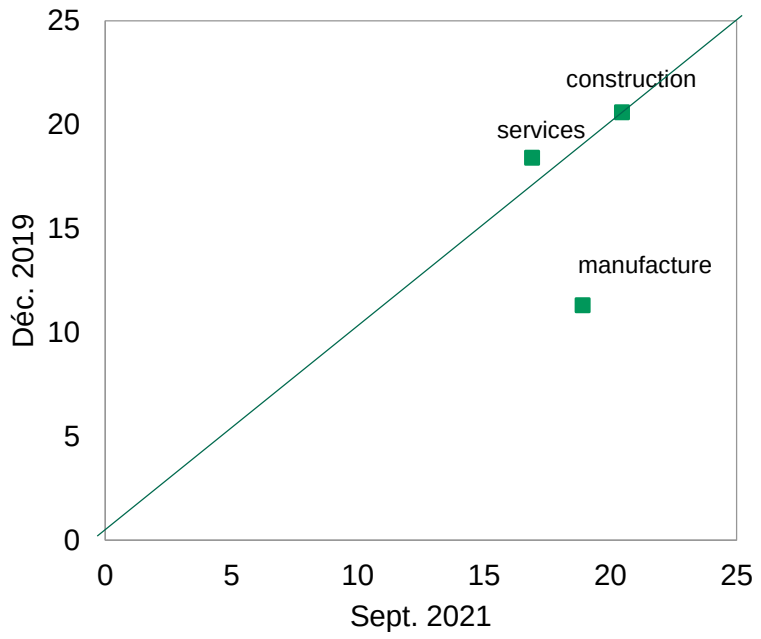


Sources : Markit, Crédit Agricole SA

PÉNURIES DE MAIN-D'ŒUVRE

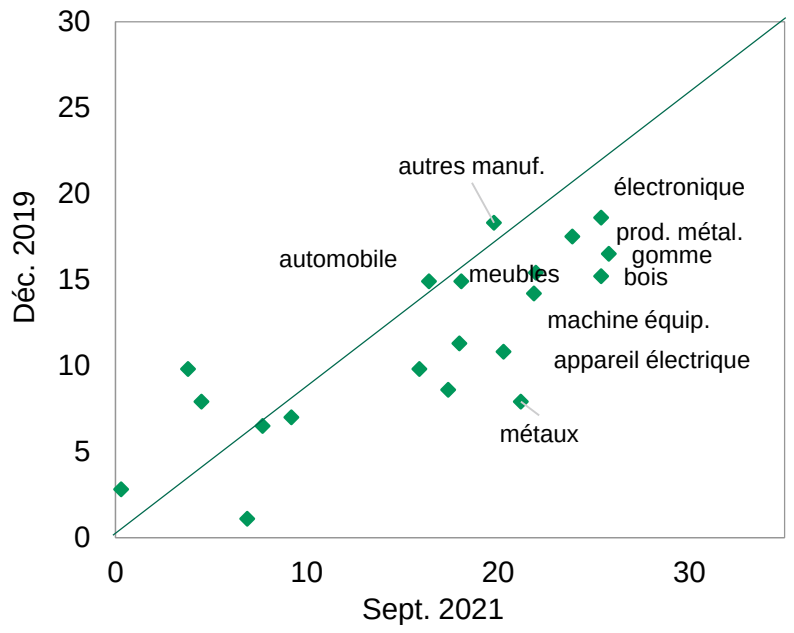
DES HAUSSES CIRCONSCRITES À PEU DE SECTEURS

Zone euro : contraintes de main-d'œuvre



Sources : Commission européenne, Crédit Agricole SA

Contraintes à la production dans industrie : main-d'œuvre



Sources : Commission européenne, Crédit Agricole SA

FOCUS : IMPACT DES DÉSÉQUILIBRES SUR L'INFLATION ET LES SALAIRES

LA HAUSSE DE L'INFLATION ENCLENCHERA-T-ELLE LA BOUCLE PRIX-SALAIRES ?

L'inflation en septembre signale une nouvelle accélération de la hausse des prix (de 3% en août à 3,4% sur un an) dans la zone euro. L'inflation sous-jacente (hors composantes volatiles) augmente de 1,6% à 1,9%, sous l'effet de la plus forte inflation dans les services (de 1,1% à 1,7%), tandis que la croissance des prix des biens industriels perd en vigueur (de 2,6% à 2,1%). Les prix de l'énergie continuent de tirer vers le haut l'indice général des prix à la consommation (de 15,4% en août à 17,4% en septembre).

Au fur et à mesure que la hausse de l'inflation se renforce et persiste, on peut craindre des effets de second tour sur les salaires, qui viendraient renforcer le caractère durable de l'inflation. Les effets directs du renchérissement des produits consommés par les ménages sont en effet une incitation puissante à réclamer des hausses de salaire, afin de compenser l'érosion du pouvoir d'achat.

La dynamique des salaires devrait rester modérée au cours des prochaines années. L'apparition de pressions salariales soutenues nécessite un marché du travail suffisamment tendu, ce qui exigera la résorption d'une quantité considérable de ressources inutilisées sur le marché du travail.

Malgré le fait que la dynamique des salaires négociés en 2020 intégrait des revendications portées avant la crise et des accords conclus principalement au T1 2020 avant le confinement, celle-ci est restée très modérée (1,8% en moyenne annuelle) pendant toute l'année dans la zone euro. L'effet de la crise est plus visible sur les hausses salariales négociées au T1 2021 qui affichent un net ralentissement à 1,4%. L'accélération enregistrée au T2 2021 (1,7%) est en partie liée à des facteurs de rattrapage ponctuels de la rémunération liés à la pandémie, présents surtout en Allemagne où les salaires négociés ont accéléré de 1,3% au T1 2021 à 1,9% au T2 2021.

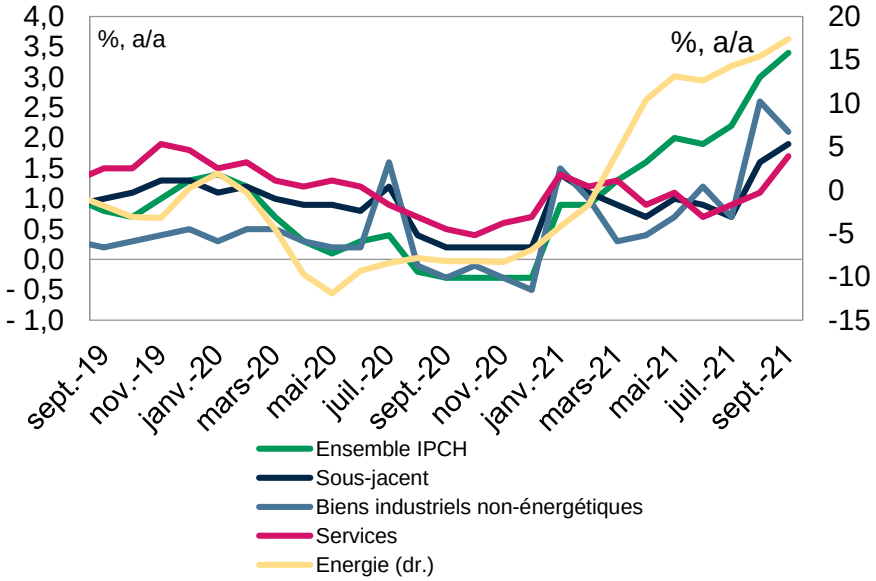
Les salaires effectifs ont progressé bien plus modérément dans la zone euro en 2020 (-0,1%), sous l'effet de la forte baisse des heures travaillées. La nette accélération du salaire par tête au T2 2021 (8,1%, après 1,4%) ne s'explique que par la forte baisse du chômage partiel.

L'évolution des salaires négociés au T3 s'annonce modérée bien qu'encore alimentée par des éléments temporaires de rattrapage. En France, le salaire mensuel de base affichait un rythme annuel de 1,4% au T2 2021, après 1,5% en moyenne en 2020. Avec une prévision de 1,6% pour 2021 et 1,8% pour 2022, la Bundesbank prévoit une hausse des salaires négociés moins dynamique que sur la période pré-crise en Allemagne. En Italie, après une hausse de 1,1% en 2019 et de 0,6% en 2020, les accords négociés au T1 2021 ne permettent pas de projeter d'accélération en 2021 (0,6%).

LA BOUCLE PRIX-SALAIRES

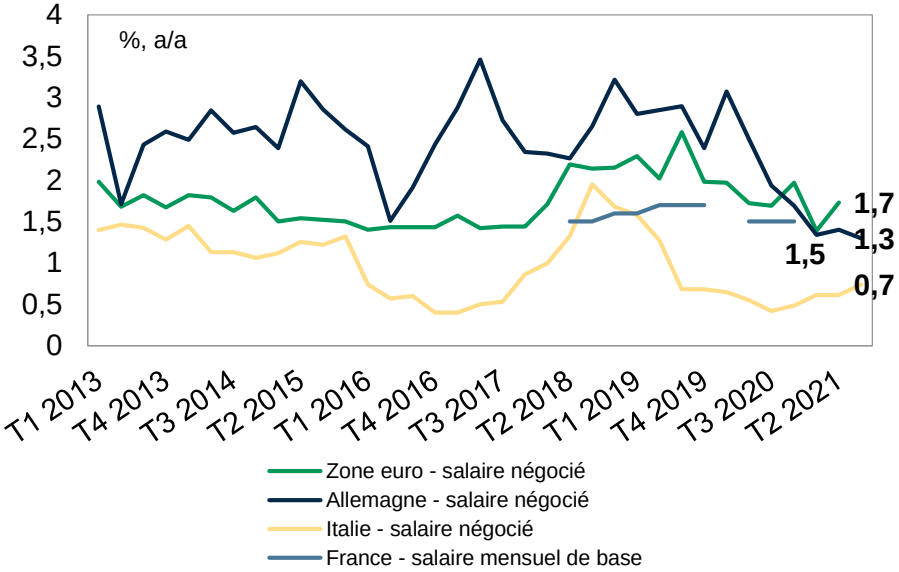
LES BIENS INDUSTRIELS PASSENT LE TÉMOIN AUX SERVICES, LA DYNAMIQUE DES SALAIRES RESTE MODÉRÉE

Inflation



Sources : BCE, Destatis, Istat, Insee, Crédit Agricole SA

Salaires négociés : une dynamique très modérée



Sources : BCE, Destatis, Istat, Insee, Crédit Agricole SA

En septembre, une nouvelle accélération des prix (**3,4%** sur un an) et l'**inflation sous-jacente** (hors composantes volatiles) **augmente** à 1,9%.

Plus forte inflation dans les services à 1,7%, tandis que la **croissance des prix des biens industriels perd en vigueur** à 2,1%.

Les prix de l'énergie continuent de tirer vers le haut l'indice à 17,4%.

Tensions sur le marché du travail circonscrites et temporaires, elles ne se traduiraient pas par des hausses généralisées des salaires.

Accords de branche peu généreux et donnant la priorité au maintien de l'emploi.

Les **salaires effectifs** bénéficieront des **primes exceptionnelles,** des **ajustements de la durée du travail** et de la remontée des heures travaillées.

SOMMAIRE

1 SYNTHÈSE

2 LES THÈMES DU SCÉNARIO

3 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES ET PRÉVISIONS

4 FOCUS : IMPACT DES DÉSÉQUILIBRES SUR L'INFLATION ET LES SALAIRES

5 RISQUES : DÉFAILLANCES ET MARCHÉ DE L'EMPLOI

6 *POLICY-MIX*

RISQUES : DÉFAILLANCES ET MARCHÉ DE L'EMPLOI

HAUSSE DE L'EMPLOI ET BAISSE DE L'INACTIVITÉ ET DU CHÔMAGE AU T2 2021

Le véritable impact de la crise sur le marché du travail est mesuré par la variation de ses capacités excédentaires. Après la grande crise économique et financière, celles-ci avaient augmenté de 4,7 points dans la zone euro – dont seulement la moitié correspondait à des chômeurs –, le restant étant des inactifs forcés ou découragés. **Avant la crise du Covid, ces capacités excédentaires avaient diminué, sans pourtant avoir retrouvé le niveau de 2007.** Les deux tiers de la réduction sont imputables à la baisse du chômage, la diminution du « halo du chômage » étant moins importante.

L'emploi a repris sa progression au cours du printemps et le nombre de travailleurs n'est plus que 1,6% inférieur au niveau pré-crise. En revanche, le nombre d'heures travaillées reste plus éloigné (-4,2%). **Au T2 2021, les capacités excédentaires sont encore supérieures de 1,3 point à leur niveau d'avant le Covid, mais elles ont été réduites de moitié par rapport au pic du T2 2020. C'est également le cas du chômage. La baisse du taux de chômage, qui s'est poursuivie en juillet et août (à 7,5%), permet d'anticiper que la même dynamique observée au cours du T2 est à l'œuvre, avec une demande de travail qui se traduit par une réduction des chômeurs et des inactifs sans passage par la case chômage pour ces derniers.**

Au cours du deuxième trimestre, l'inactivité a baissé en France, en Italie et en Espagne. Mais si en France la plupart des inactifs sont devenus des chômeurs, en Italie et en Espagne, le passage de l'inactivité à l'emploi a été majoritaire. En Allemagne, en revanche, le nombre d'inactifs a encore augmenté avec surtout des sorties directes de l'emploi vers l'inactivité. Mais, dans tous les pays, la demande d'emploi s'est traduite par une baisse du nombre de chômeurs.

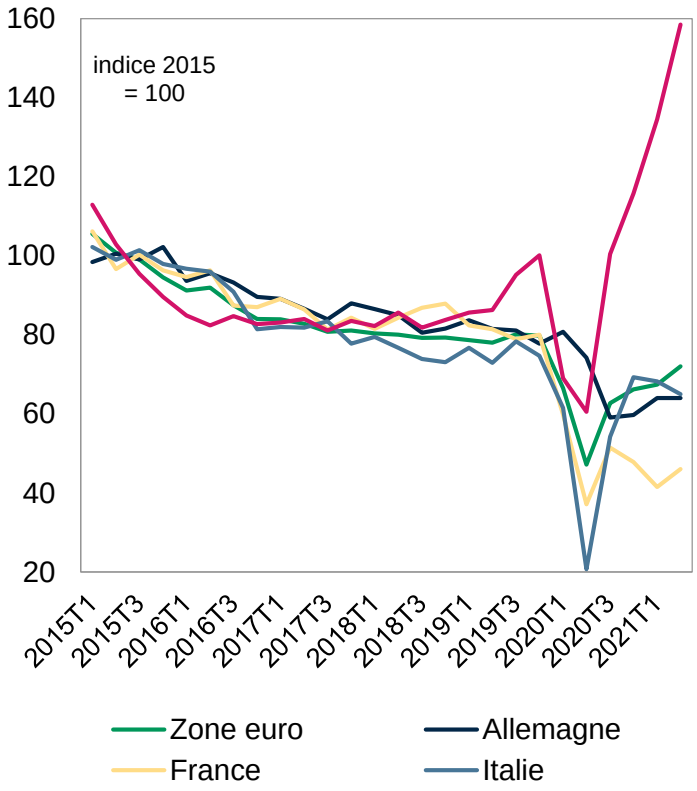
Dans l'ensemble de la zone euro, on a donc assisté à une baisse des capacités excédentaires sur le marché du travail au T2 2021 (de 17,2% à 16,1% de la population active étendue), grâce à la fois à la baisse du chômage (-0,2 point) et du « halo du chômage ». Dans cette catégorie d'inactifs (totaux ou partiels), on a vu une baisse des personnes en temps partiel involontaire (-0,2 point) et **une réduction plus importante des personnes disponibles mais ne recherchant pas un emploi** (-0,7 point).

L'évolution de l'emploi dépendra fortement de la mortalité des entreprises soumises à dure épreuve par la crise. **Malgré une dégradation bien plus importante de la valeur ajoutée par rapport à la grande crise financière de 2008, le soutien public fourni lors de la crise du Covid a permis une bien moindre détérioration de la profitabilité.** Le rebond rapide de l'activité dans la majorité des secteurs a permis au chiffre d'affaires de prendre la relève d'un soutien public progressivement en retrait. La présence des prêts garantis par les États permet aussi d'étaler dans le temps la réduction de la dette au bénéfice de l'investissement, puisque la forte remontée de l'épargne constatée en 2008 ne s'est pas rendue nécessaire. **Ainsi le nombre des défaillances reste encore inférieur au niveau d'avant-crise dans l'ensemble de la zone euro au T2 2021, avec néanmoins une dynamique bien plus prononcée pour l'Espagne.**

RISQUES : DÉFAILLANCES

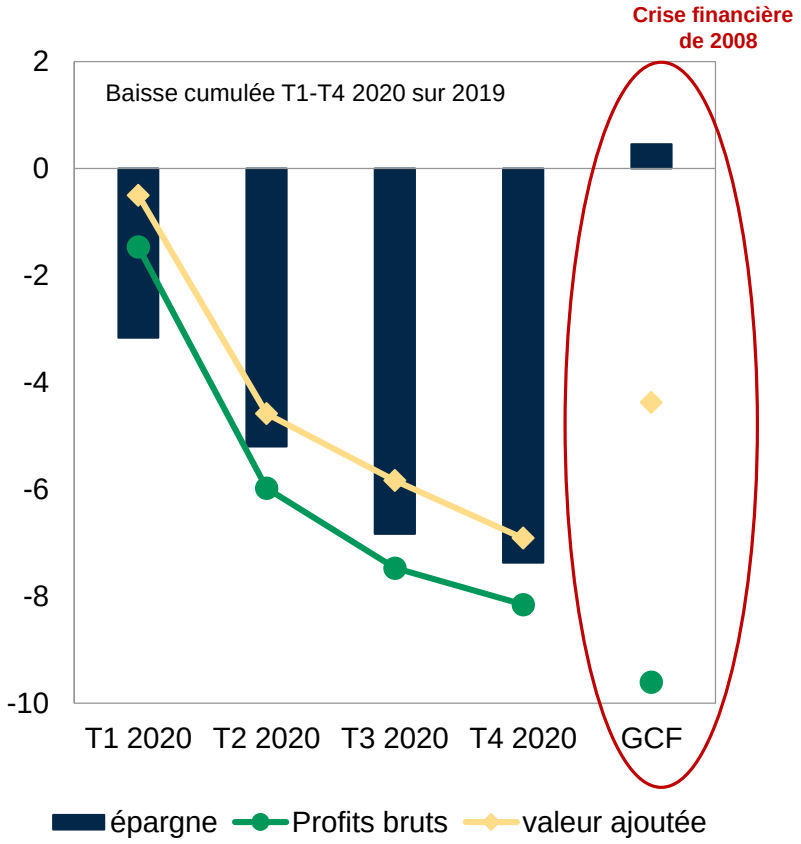
LA PRÉSERVATION DE LA PROFITABILITÉ LIMITE ET RETARDE LA DESTRUCTION D'ENTREPRISES

Déclarations de défaillances



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A

Baisse moins importante de la profitabilité qu'en 2008

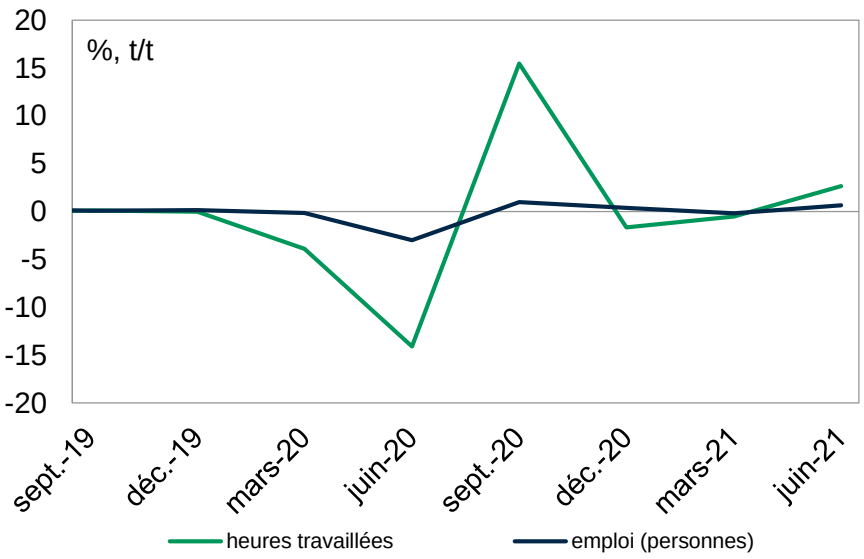


Sources : BCE, Crédit Agricole S.A

RISQUES : MARCHÉ DE L'EMPLOI

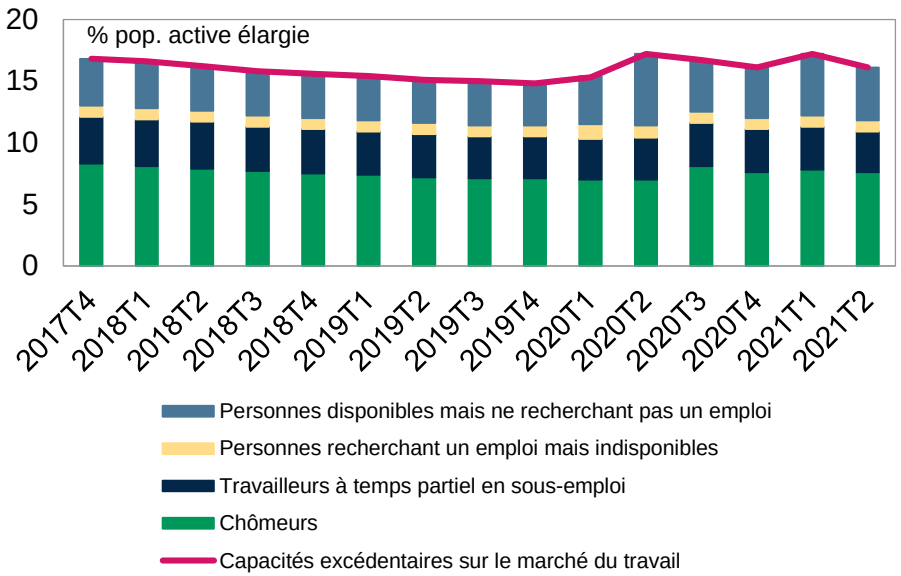
L'IMPACT SUR L'EMPLOI PEU VISIBLE, L'INACTIVITÉ BAISSE AU T2 2021

Ajustement limité de l'emploi



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

Capacités excédentaires sur le marché du travail



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

Facteurs ayant limité la baisse de l'emploi :

- Réduction des heures travaillées par salarié
- Baisse de la participation au marché du travail

Effets simultanés mais opposés en prévision :

- Résorption des heures non travaillées
- Destructions d'emplois, levée des suspensions de licenciement et d'enregistrement des défaillances d'entreprises
- Retour vers l'activité de travailleurs ou de chômeurs s'en étant temporairement écartés

SOMMAIRE

1 SYNTHÈSE

2 LES THÈMES DU SCÉNARIO

3 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES ET PRÉVISIONS

4 FOCUS : IMPACT DES DÉSÉQUILIBRES SUR L'INFLATION ET LES SALAIRES

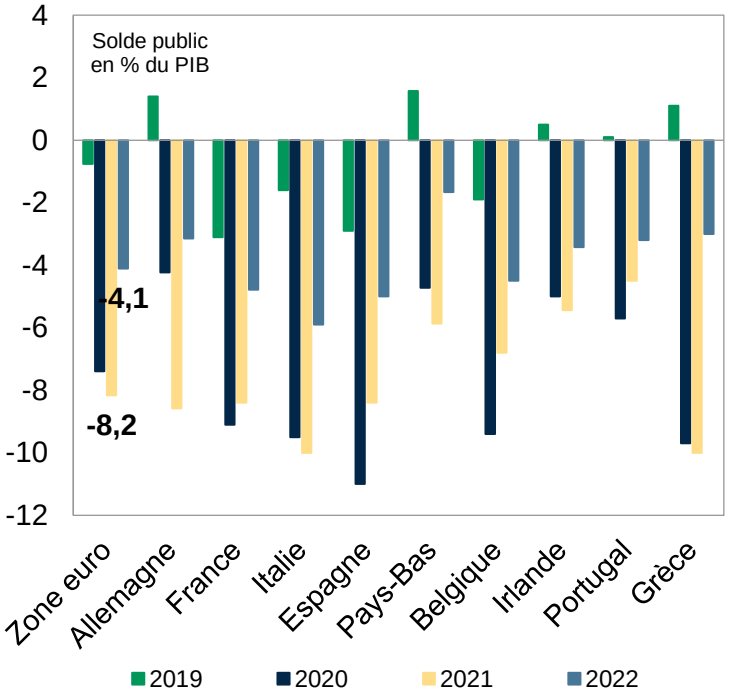
5 RISQUES : DÉFAILLANCES ET MARCHÉ DE L'EMPLOI

6 *POLICY-MIX*

POLITIQUE ÉCONOMIQUE : RETRAIT TRÈS PROGRESSIF DU SOUTIEN

UN NOUVEAU CHAMP D'INTERVENTION BUDGÉTAIRE : CONTRER L'IMPACT DE L'INFLATION

Réduction du déficit étalée dans le temps



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

La cagnotte de la plus forte croissance sera dépensée pour :

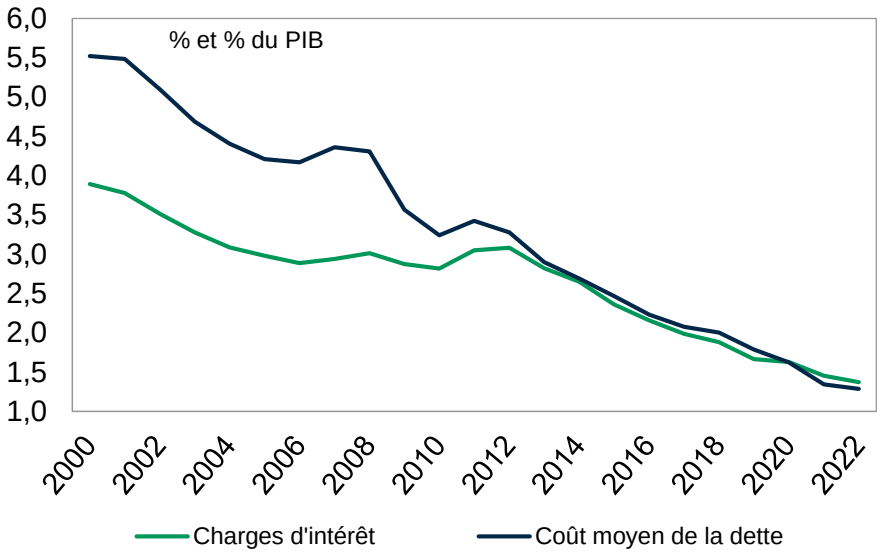
- Soutenir le pouvoir d'achat face à la hausse de l'inflation
- Retirer plus progressivement le soutien lié à la crise
- Relancer la croissance

Les fonds européens vont permettre de sanctuariser les dépenses d'investissement sur plusieurs années, tout en permettant la réduction du déficit.

POLITIQUE BUDGÉTAIRE : ORIENTÉE À LONG TERME

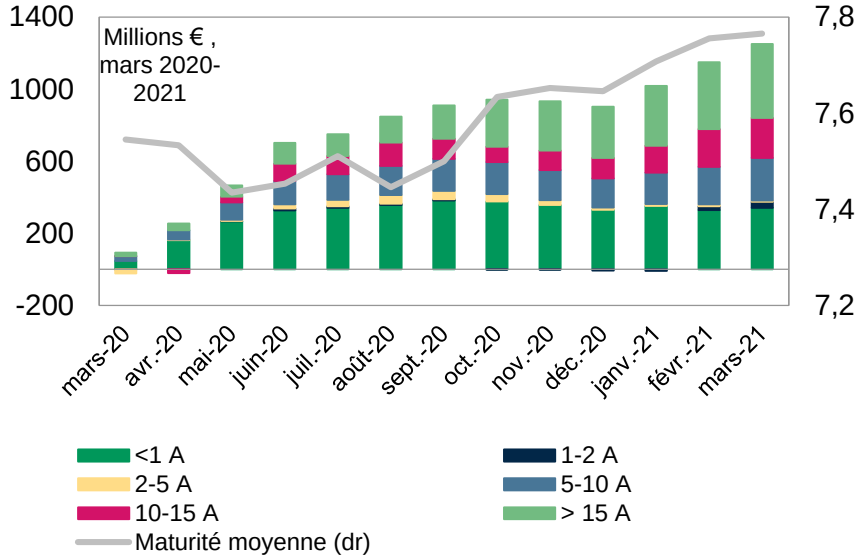
SOUTENABILITÉ : UNE QUESTION DE CROISSANCE PLUS QUE DE TAUX

Coût de la dette en forte baisse



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

Émissions souveraines par maturité



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

L'impact négatif d'une hausse de taux est limité à moyen terme :

- Coût de refinancement au plus bas historique
- Taux marginal de refinancement de 100 pb inférieur au coût moyen de la dette
- Extension des maturités

POLITIQUE MONÉTAIRE : ACCOMPAGNER LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

RÉAFFIRMER LA STRATÉGIE FACE À L'INFLATION, ACCOMPAGNER LE RETRAIT DU SOUTIEN D'URGENCE PAR UNE PRÉSENCE IMPORTANTE ET FLEXIBLE SUR LE MARCHÉ SOUVERAIN

Les **trois conditions** devant se matérialiser **avant une première remontée des taux** :

- L'inflation doit atteindre la cible de 2% bien avant la fin de l'horizon de projection de la BCE.
- Cette cible doit être atteinte durablement jusqu'à la fin de la période de projection.
- Les progrès réalisés en termes d'inflation sous-jacente doivent être suffisamment avancés pour être cohérents avec la stabilisation de l'inflation au niveau de sa cible dans le moyen terme.

La BCE poursuit ses **achats dans le cadre du PEPP à un rythme légèrement plus faible** par rapport aux deux derniers trimestres.

La BCE **pourrait élargir l'enveloppe de l'APP en la rendant aussi plus flexible** pour que les flux d'achats de titres soient correctement appariés avec les émissions souveraines afin d'éviter une trop forte et non justifiée pentification de la courbe des taux.

CONSULTEZ NOS DERNIÈRES PARUTIONS EN ACCÈS LIBRE SUR INTERNET

Date	Titre	Thème
03/11/2021	Italie – Scénario 2021-2022 : une sortie de crise robuste	Italie
03/11/2021	Émergents – Et les jeunes ?	Géo-économie
29/10/2021	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
29/10/2021	France – Conjoncture Flash PIB : le rebond mécanique a bien eu lieu	France
27/10/2021	La géopolitique des verrous	Géo-économie
27/10/2021	Allemagne – Un contrat de coalition se profile avec moins de difficulté que prévu	Allemagne
26/10/2021	Royaume-Uni – Inflation en septembre : (léger) pas en arrière pour mieux rebondir	Royaume-Uni
26/10/2021	UE – La BCE clarifie sa stratégie face à la montée de l'inflation	Zone euro
25/10/2021	France – Quelles tendances pour la consommation au-delà du rebond mécanique en cours ?	France
22/10/2021	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
21/10/2021	Les piliers tremblent en Europe centrale	PECO
20/10/2021	Royaume-Uni – Scénario 2021-2022 : la reprise est en nette perte de vitesse	Royaume-Uni
19/10/2021	Espagne – La dépense sociale très présente dans le budget 2022	Espagne
19/10/2021	Asie émergente – Le FMI toujours plus pessimiste sur les perspectives de croissance	Asie
15/10/2021	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
15/10/2021	Géo-économie – Les nouveaux chemins des routes de la soie	Géo-économie
14/10/2021	Espagne – Scénario 2021-2022 : redressement de l'économie plus lent qu'ailleurs	Espagne
14/10/2021	Allemagne – Scénario 2021-2022 : une reprise perturbée par les pénuries et difficultés d'approvisionnement	Allemagne
14/10/2021	En Inde, la politique gagne les révoltes paysannes	Inde
13/10/2021	Ukraine – Lente progression vers le niveau d'avant-crise	PECO
12/10/2021	Zone euro – Consommation et investissement des ménages en hausse au T2, les entreprises commencent à se désendetter	Zone euro
08/10/2021	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
07/10/2021	Fintech Outlook T3 2021 – La belle vie !	Fintech, banque
07/10/2021	Corée du Sud – Tout schuss	Asie
06/10/2021	France – Scénario 2021-2022 : vax, et ça repart !	France
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

MONPERRUS-VERONI Paola
00330143236755
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 : Dominique Petit - **Statistiques :** Robin Mourier, Alexis Mayer
Secrétariat de rédaction : 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.