

# Perspectives

N°21/382 – 7 décembre 2021

## ZONE EURO – La surprise de l'inflation en novembre complique la donne pour la BCE

L'accélération de l'inflation dans la zone euro en novembre (+4,9% sur un an après 4,1% en octobre) a surpris par sa vigueur. La croissance des prix de l'énergie s'est davantage renforcée (27,4% après 23,7%) ainsi que celle des prix des services (+2,7% après 2,4%). La décélération en cours depuis deux mois des prix des biens industriels n'a pas été confirmée (2,4% après 2%). Le résultat est une accélération de l'inflation sous-jacente à 2,6% (après 2%). L'indice des prix à la production industrielle sur le marché intérieur de la zone euro montre une nette accélération (5,4% sur le mois en octobre après 2,8%). En rythme annuel, la hausse est de 21,9% en octobre, mais la valeur de référence en 2020 était très faible, l'indice ayant baissé de 2,6% sur l'année. Le transfert des prix d'importations plus élevés n'est fait que partiellement, mais il affecte la dynamique de l'inflation sous-jacente. Ce transfert partiel est confirmé par les enquêtes PMI de novembre qui témoignent d'une moindre hausse de l'indice relatif aux prix de production que des prix des intrants.

Le renforcement de la dynamique inflationniste a été particulièrement fort en Allemagne (6%), en Belgique (7,1%), aux Pays-Bas (5,6%) et en Italie (4%). L'inflation est aussi élevée en Espagne (5,6%) où, en revanche, elle marque une moindre accélération. En France, la croissance des prix demeure plus modérée (3,4%).

Notre scénario de transition graduelle de l'économie mondiale d'une reprise inédite post-pandémie vers une expansion plus normale implique un ralentissement de la demande et un rétablissement de l'offre, avec une croissance en modération et un rééquilibrage de la demande des biens aux services et, en corollaire, une modération de l'inflation. Le risque pesant sur le scénario d'une inflation transitoire, bien que plus persistante, est l'enclenchement de la boucle prix-salaires pouvant conduire à une spirale inflationniste, avec un impact significatif sur l'inflation sous-jacente. Une inflation plus accentuée, qui se traduirait par des anticipations d'inflation plus élevées, alimenterait une dynamique plus soutenue des salaires et deviendrait ainsi plus persistante voire clairement permanente. L'évolution de l'inflation a souvent été de peu d'importance en période de forte incertitude ou de chocs externes importants, l'accent étant mis sur la sécurité de l'emploi.

En zone euro, le risque d'une répercussion large et automatique des récentes hausses d'inflation sur la croissance des salaires semble plutôt improbable compte tenu des mécanismes en vigueur. Pour plus de la moitié des salariés du secteur privé de la zone euro, l'inflation ne joue pas un rôle formel dans la fixation des salaires, mais peut être un facteur important dans les négociations salariales. Pour les régimes d'indexation des salaires dans lesquels l'inflation joue un rôle formel dans les négociations salariales, il ne faut s'attendre qu'à des effets directs très limités des récentes hausses de l'inflation des prix énergétiques, puisque ces régimes utilisent principalement une mesure de l'inflation qui exclut l'énergie. En revanche, le risque d'augmentations automatiques au niveau des salaires minimums est plus élevé, puisque les mécanismes d'indexation correspondants prennent généralement en compte une mesure de l'inflation qui inclut l'énergie. Ces augmentations des salaires minimums peuvent se diffuser et servir de référence pour les structures salariales dans l'ensemble de l'économie lors des négociations collectives.

Les salaires négociés dans la zone euro ont été affectés par la crise de la Covid-19 et ont connu une dynamique très modeste en 2020 (+1,8% après +2% en 2018 et +2,2% en 2019). Les négociations salariales en début d'année ont acté cette faiblesse du marché du travail avec des hausses de 1,4% au T1 2021 et de 1,7% au T2 2021.

En Allemagne, avec un faible taux de chômage et une dynamique salariale plus soutenue avant la crise, les salaires horaires négociés ont aussi connu une évolution modeste. Après avoir crû de 2,9% en 2019, les salaires négociés ont décéléré en 2020 (2,2%). Hors primes, la dynamique demeure modeste en 2021 : +1,5% au T1 ; +1,4% au T2 et 1,2% et 1,5% respectivement en juillet et août. Avec une prévision de 1,6% pour 2021 et de 1,8% pour 2022, la Bundesbank s'attendait en juin à une augmentation des salaires négociés plus faible qu'avant la crise. La récente hausse de l'inflation induira probablement une révision à la hausse de ces prévisions, mais ne modifiera pas radicalement la tendance. L'année 2021 a vu la conclusion de quatre négociations importantes, qui se sont soldées par des augmentations très peu ambitieuses (la métallurgie en début d'année avec +0,7%, le commerce au détail et la construction avec des hausses entre 2,5% et 3% et la première négociation des fonctionnaires de l'État s'est conclue par +1,5% en Hesse). En 2022, 17% des salariés attendent une renégociation de leurs accords concentrée sur la fin de l'année, avec un impact plus important sur 2023 : la chimie (en mars), la métallurgie (en octobre) et les fonctionnaires fédéraux (en décembre). L'institut de recherche IMK, proche des syndicats allemands, projetait en août une croissance du salaire effectif horaire de 1,4% en 2021 et 1,8% en 2022 (après 3,1% en 2019 et -3,9% en 2020) sans véritables effets de second tour.

Ailleurs, les négociations salariales conclues en cours d'année projettent des évolutions très peu soutenues : c'est le cas de l'Italie où l'acquis de croissance des salaires négociés dans l'industrie pour 2021 et 2022 est de 0,6%.

Dans la zone euro, après +2,5% en 2019 et -1% en 2020, le salaire effectif par tête a crû de 1,4% au T1 2021 et de 8,1% au T2 2021. Le fort rebond du T2 est dû à la remontée des heures travaillées et à la baisse du chômage partiel. Le salaire effectif horaire a en effet augmenté de 2,6% au T1 et baissé de 3,9% au T2. Il y a donc beaucoup de bruit à cause de la normalisation des heures travaillées, qui va aussi jouer au T3, bien que dans une moindre mesure. L'acquis de croissance pour l'année 2021, laissé par le chiffre du T2 à la croissance du salaire effectif par tête, est de 2,8%. On table donc sur une croissance de 3,2% en 2021 et de 2,4% en 2022 du salaire effectif par tête avec un acquis encore fort en début 2022, mais une dynamique qui s'affaiblit.

La zone euro fait donc face à un choc inflationniste de nature exogène dans un contexte où l'écart de production négatif n'a pas encore été comblé. La zone a en effet retrouvé le niveau de PIB pré-crise, mais le niveau projeté avant la pandémie ne sera atteint que mi-2022. Malgré la puissance du rebond de la demande, la demande agrégée est encore faible, ce qui est cohérent avec la modeste dynamique des salaires. Le principal risque de la remontée de l'inflation est donc son effet sur la croissance via l'érosion du pouvoir d'achat, plutôt que sur le canal des anticipations pouvant alimenter une spirale prix-salaires. C'est principalement ce risque que la BCE devrait prendre en considération et maintenir une approche prudente. Le risque d'une action prématurée nous paraît plus important que celui d'une réaction retardée.

Article publié le 3 décembre 2021 dans notre hebdomadaire [Monde – L'actualité de la semaine](#)

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
03/12/2021	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
02/12/2021	Asie – Les nuances de la transition démographique	Asie
01/12/2021	France - Le climat des affaires progresse dans tous les secteurs en novembre	France
30/11/2021	Chine – Le grand pari de Xi Jinping	Asie
30/11/2021	L'Europe se consolide au centre et au sud	Zone euro
29/11/2021	L'OBSERVATOIRE financier des entreprises agroalimentaires	Agroalimentaires
25/11/2021	Des banques centrales sous influence	Banques centrales
23/11/2021	Qatar – Prix et volumes du gaz en hausse et fin de l'embargo soutiennent la croissance	Qatar
22/11/2021	Asean – La très longue route de la reprise	Asean
19/11/2021	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
10/11/2021	Pays émergents – Transition énergétique : bilan des émissions CO2 & premières analyses	Pays émergents
09/11/2021	Royaume-Uni – La BoE, partagée, a maintenu le statu quo en novembre	Royaume-Uni
08/11/2021	Pays développés – G1, G20, G18 : le retour du multilatéralisme se fait à petits pas	Monde
05/11/2021	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
04/11/2021	Chine – Le problème immobilier ou la quadrature du cercle chinois	Chine
03/11/2021	Zone euro – Scénario 2021-2022 : une reprise brouillée par des déséquilibres temporaires	Zone euro
03/11/2021	Italie – Scénario 2021-2022 : une sortie de crise robuste	Italie
03/11/2021	Émergents – Et les jeunes ?	Géo-économie

**Crédit Agricole S.A. — Direction des Études Économiques**

12 place des États-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** : Sophie Gaubert

Contact: [publication.eco@credit-agricole-sa.fr](mailto:publication.eco@credit-agricole-sa.fr)

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

**Internet** : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/>

**iPad** : application **Études ECO** disponible sur App store

**Android** : application **Études ECO** disponible sur Google Play

*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.*