

# Perspectives

N°21/390 – 14 décembre 2021

## ZONE EURO – Conjoncture flash : PIB au T3 2021

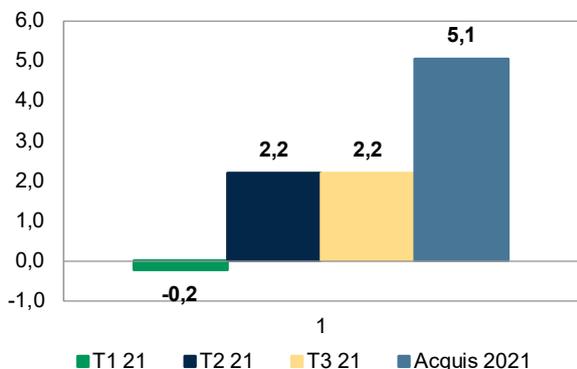
- La deuxième estimation du PIB de la zone euro a confirmé une croissance de 2,2% au T3 2021 et relevé la croissance du T2 de 2,1% à 2,2%. L'acquis de croissance pour l'année 2021 est donc aussi plus élevé à 5,1%.
- La croissance du PIB s'est renforcée au T3 en France (+3% après +1,3%), et en Espagne (+2% après +1,1%), tandis qu'elle s'est stabilisée sur un rythme élevé en Italie (+2,6% après +2,7%). Elle perd en revanche un peu de vigueur en Allemagne (+1,7% après +2%). Des nouveaux facteurs émergent devant expliquer des trajectoires divergentes entre pays : la dislocation de l'offre, qui affecte davantage les pays manufacturiers, des poches de demande faible pour certains secteurs qui concentrent beaucoup d'emplois dans certains pays, l'inflation qui impacte la consommation de façon différenciée selon la structure des dépenses des ménages, le cadre réglementaire et fiscal, mais aussi la capacité d'absorption des fonds de relance européens et nationaux. Si la zone euro agrégée et la France ont retrouvé le niveau du PIB d'avant-crise dès le T3 (-0,3% et -0,1% respectivement) et l'Italie et l'Allemagne affichent un faible retard (-1,1% et -1,3% respectivement), l'Espagne est en revanche plus à la traîne (-6,6%).
- L'expansion de la consommation privée se renforce (+4,1% après +3,9%) et constitue le principal moteur de la croissance de la zone. La rotation attendue de la consommation en biens vers la consommation en services a bien eu lieu avec un ralentissement des dépenses des ménages en biens durables et une nette accélération de celles en services. Ce rythme soutenu de consommation ne suffit toutefois pas à combler l'écart négatif avec le niveau d'avant-crise qui demeure à 2,4% et alimente des perspectives de consommation soutenue malgré le choc inflationniste sur le pouvoir d'achat.
- La croissance de l'investissement productif hors biens de transport est restée positive (+0,9% après +2,4% au T2 et +5,1% au T1), tout en retrouvant des rythmes plus habituels, tandis que l'accumulation de biens de transport se replie davantage (-8,6%). Le recul de l'investissement en construction (-0,9%) résulte du repli des deux composantes, le logement (-1,2%) et les autres constructions (-0,6%), après des trimestres de croissance très soutenue. L'investissement a retrouvé le niveau d'avant-crise dans tous les pays de la zone à l'exception de l'Allemagne, de l'Autriche, des Pays-Bas et surtout de l'Espagne, qui accuse un plus fort retard. Si le niveau de l'investissement de la zone euro affiche un écart encore fortement négatif (-9,8%), c'est du fait de l'accumulation de capital très erratique en Irlande.
- La normalisation du cycle des stocks limite leur contribution négative à la croissance du PIB à 0,1 point, après avoir plus fortement pesé sur la croissance au T2 2021 (-0,4 point).
- Enfin, les échanges extérieurs apportent une contribution positive à la croissance (+0,3 point), du fait d'une perte de vigueur plus marquée des importations que des exportations. L'affaiblissement des exportations à l'extérieur de la zone résulte de la décélération des importations de la totalité des grands partenaires commerciaux, tandis que les échanges à l'intérieur de la zone ralentissent peu.
- La croissance de la valeur ajoutée est plus rapide dans l'ensemble des secteurs exportateurs (+2,8% sur le trimestre) que dans les secteurs à l'abri de la concurrence internationale (+1,8%) et se renforce. La progression est tirée par les services marchands non financiers, notamment le secteur du commerce, transport, hôtellerie et restauration qui affiche la progression la plus rapide (+6,7%). La croissance de la valeur ajoutée industrielle en revanche perd de la vigueur (+0,1%), tandis qu'elle devient négative dans la construction (-0,6%). L'industrie a néanmoins déjà dépassé son niveau d'avant-crise (+0,4%) et la construction n'affiche qu'un faible retard (-0,4%). En revanche, malgré le fort rebond de l'activité dans le secteur du commerce, transport hôtellerie et restauration, celle-ci reste encore de 3,6% inférieure au niveau d'avant la pandémie.
- La récupération de l'emploi est aussi presque achevée (-0,2%), avec de fortes différences entre secteurs. L'emploi dans la construction a dépassé le niveau d'avant-crise depuis plus d'un an (+3,2%

au T3 2021 par rapport au T4 2019), tandis que l'industrie présente encore un déficit d'emplois de 2,1% et les services de commerce, transport, hôtellerie et restauration de 3,2%.

- Des flux de valeur ajoutée similaires à ceux d'avant-crise sont néanmoins réalisés avec moins d'heures travaillées (et donc une remontée de la productivité horaire). Bien qu'il ait progressé aux T2 et T3 2021 au même rythme que la valeur ajoutée, le nombre d'heures travaillées reste inférieur de 2% à son niveau d'avant-crise dans l'ensemble de l'économie. Ce niveau a été dépassé seulement dans la construction, tandis qu'il reste encore bien inférieur dans l'industrie (-2%) et surtout dans les services du commerce, transport, hôtellerie et restauration (-5,8%).
- 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 est aussi en 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%).
- 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, de 1,7% au T2 et de 1,4% au T3 2021.
- 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, de 7,5% au T2 et de 3,2% au T3 2021. Le fort rebond du T2 et T3 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, baissé de 4,2% au T2 pour retrouver une dynamique plus normale de 2,2% au T3. L'acquis de croissance pour l'année 2021 laissé par le chiffre du T3 au salaire effectif par tête est de 3,7%.
- Peu d'indicateurs sont disponibles sur le T4 2021. Les ventes au détail en volume ont retrouvé un rythme de croissance positif, bien que modéré en octobre (+0,2% sur le mois), tirées par un fort rebond des ventes par correspondance et internet (+3,2%). La production industrielle en octobre a fortement rebondi (+1,1% après -0,2% en septembre) tirée par la production de biens d'investissement (+3%) et de consommation durable (+1,7%). L'acquis de croissance pour le T4 est de 0,4%.
- L'indice PMI composite de novembre signale une accélération de l'activité dans la zone euro après le ralentissement des deux mois précédents. Ce renforcement du rythme de croissance est plus marqué dans les services que dans le secteur manufacturier. Des signaux confus concernent les perspectives du fait d'une légère amélioration des nouvelles activités et d'une dégradation de la production future dans les services et, au contraire, de meilleures perspectives de production dans le secteur manufacturier en dépit de commandes en baisse. Malgré le rebond de novembre, l'activité des deux premiers mois du quatrième trimestre reste inférieure en moyenne à celle du troisième trimestre. Cette modération de la croissance au cours du T4 se traduit par un premier assouplissement des contraintes d'offre dans le secteur manufacturier : les arriérés de production sont en légère baisse et la remontée des stocks de produits finis rend ces derniers plus cohérents avec l'état des commandes. En revanche, les délais de livraison s'allongent encore.

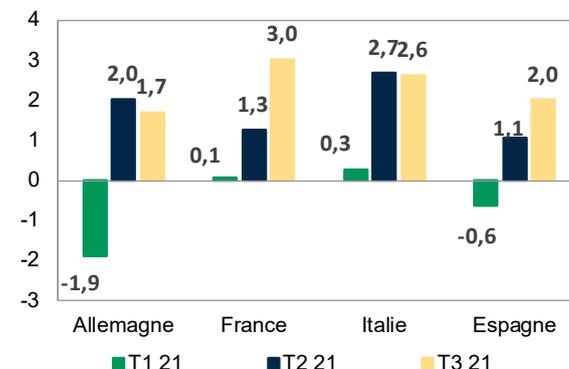
## Zone euro : conjoncture flash

**Zone euro : croissance du PIB en 2021**



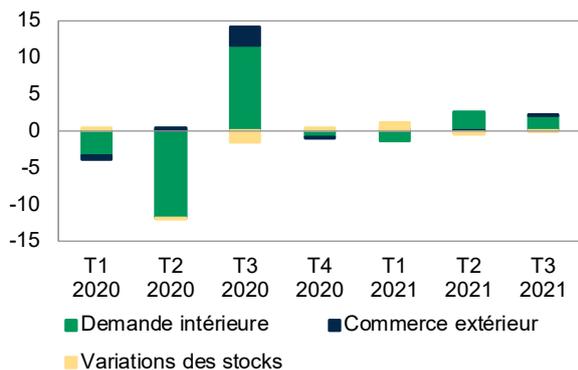
Sources : Crédit Agricole S.A.

**Zone euro : croissance du PIB**



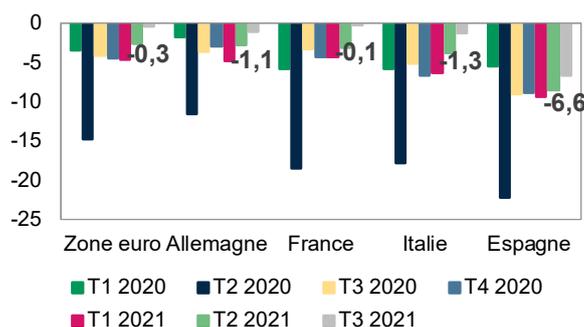
Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

**Zone euro : contribution à la croissance du PIB**



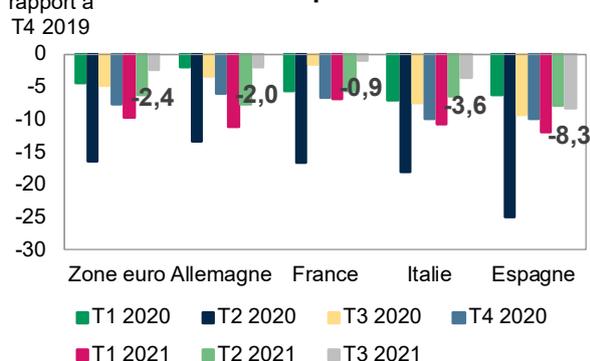
Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

**PIB : écart au niveau pré-crise**



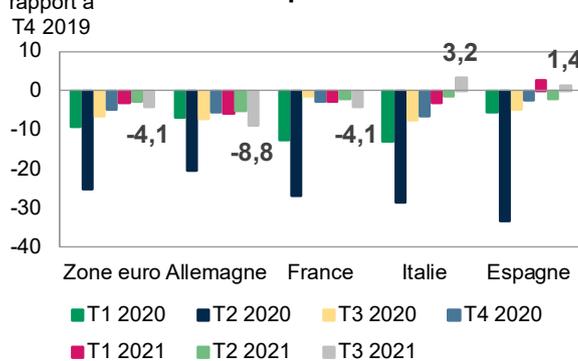
Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

**Consommation des ménages : écart au niveau pré-crise**



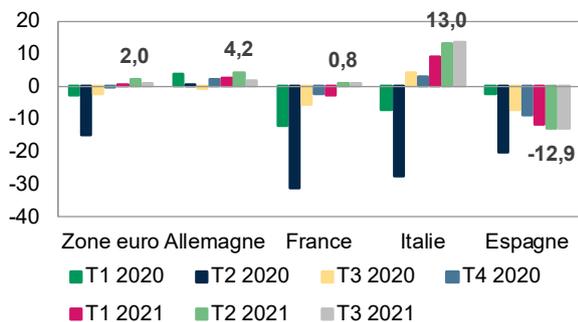
Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

**Investissement productif : écart au niveau pré-crise**



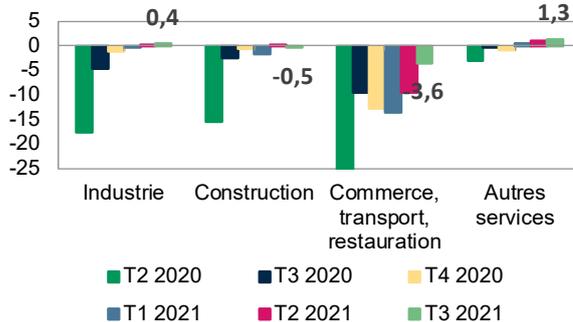
Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

**Investissement en construction : écart au niveau pré-crise**  
%, par rapport à T4 2019



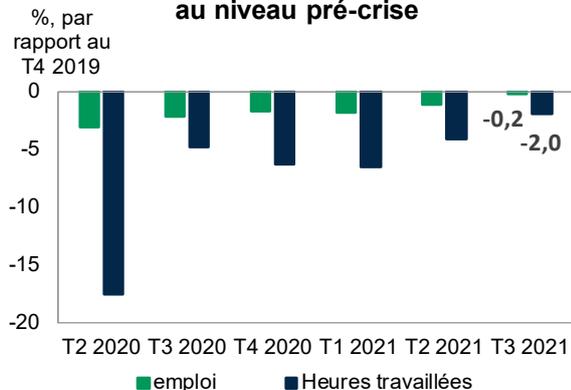
Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

**Valeur ajoutée : écart au niveau pré-crise**  
%, par rapport au T4 2019



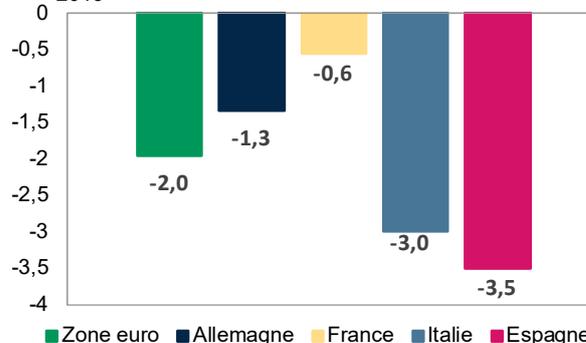
Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

**Emploi et heures travaillées : écart au niveau pré-crise**  
%, par rapport au T4 2019



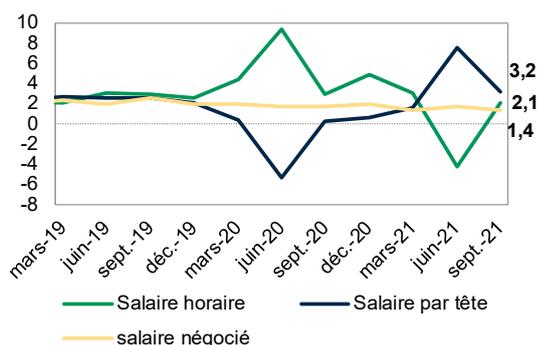
Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

**Heures travaillées au T3 2021**  
%, écart au niveau du T4 2019



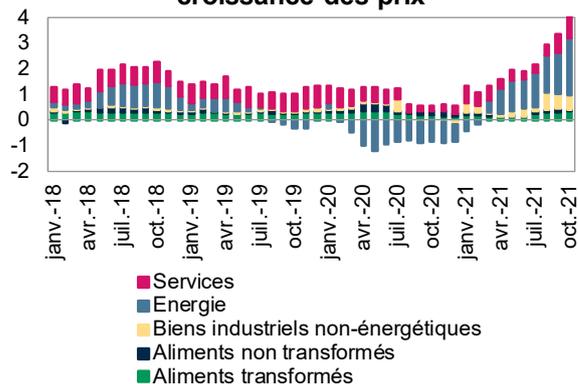
Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

**Zone euro : salaire**  
% a/a



Source : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

**Zone euro : contributions à la croissance des prix**  
%, a/a



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

## Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet

Date	Titre	Thème
13/12/2021	<u>Moyen-Orient – Afrique du Nord – Les défis démographiques à long terme sont élevés</u>	MO-AN
10/12/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
09/12/2021	<u>Ratings pays et souverains : nouveaux risques, nouvelles méthodes ?</u>	Rating
08/12/2021	<u>Russie – En 2022, la résilience au prix de la croissance</u>	Russie
08/12/2021	<u>Règles budgétaires européennes – Un nouveau pacte pour plus de stabilité et de croissance ?</u>	Zone euro
07/12/2021	<u>Zone euro – La surprise de l'inflation en novembre complique la donne pour la BCE</u>	Zone euro
03/12/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
02/12/2021	<u>Asie – Les nuances de la transition démographique</u>	Asie
01/12/2021	<u>France - Le climat des affaires progresse dans tous les secteurs en novembre</u>	France
30/11/2021	<u>Chine – Le grand pari de Xi Jinping</u>	Asie
30/11/2021	<u>L'Europe se consolide au centre et au sud</u>	Zone euro
29/11/2021	<u>L'OBSERVATOIRE financier des entreprises agroalimentaires</u>	Agroalimentaires
25/11/2021	<u>Des banques centrales sous influence</u>	Banques centrales
23/11/2021	<u>Qatar – Prix et volumes du gaz en hausse et fin de l'embargo soutiennent la croissance</u>	Qatar
22/11/2021	<u>Asean – La très longue route de la reprise</u>	Asean
19/11/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde

**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** : Christine ChabenetContact: [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.*