

FRANCE SCÉNARIO 2021-2023

MALGRÉ LES INCERTITUDES, LA REPRISE SE CONFIRME

Janvier 2022

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

Notre scénario 2021-2023

4

Focus : Scénario alternatif, la consommation du surplus d'épargne

SYNTHÈSE

POURSUITE DE LA CROISSANCE MALGRÉ UN CONTEXTE TOUJOURS INCERTAIN

Alors que la nouvelle vague épidémique et la diffusion du variant Omicron font peser de nouvelles craintes sur la capacité de reprise de l'économie à court terme, l'absence de mesures très restrictives (d'un point de vue économique) jusqu'à présent devrait limiter l'impact négatif sur la croissance. Après avoir progressé de 3% t/t au troisième trimestre 2021 avec la levée des restrictions sanitaires et la reprise de l'activité dans les services qui ont permis un rebond mécanique du PIB, la croissance ralentirait toutefois. Elle atteindrait 0,5% au quatrième trimestre 2021 et au premier trimestre 2022 (légère révision à la baisse liée à l'impact de la nouvelle vague épidémique sur la confiance des agents et le risque de désorganisation de certains secteurs avec une montée de l'absentéisme). Néanmoins, à partir du deuxième trimestre, la croissance accélérerait à nouveau. L'avancée des campagnes de vaccination à l'international devrait permettre aux voyages internationaux de progresser lentement et nous envisageons également une résolution progressive des tensions sur les chaînes de valeur internationales à partir du second semestre. D'un point de vue domestique, la consommation dépasserait son niveau d'avant-crise et l'investissement resterait soutenu par le plan de relance et par des politiques budgétaires et monétaires toujours très accommodantes en Europe. En outre, alors qu'en 2017 les élections présidentielles avaient entraîné un renchérissement passager de la dette française, les

poussées eurosceptiques semblent plus faibles en 2022 et ce risque est donc moindre. Le principal risque pesant sur notre scénario à l'horizon 2023, au-delà de la situation sanitaire, serait ainsi lié aux tensions sur les chaînes de production et à une éventuelle poussée plus durable de l'inflation. Néanmoins, nous estimons toujours que même si un ajustement sur les salaires pourrait avoir lieu en 2022, les tensions inflationnistes devraient se résorber progressivement au second semestre. **Après une contraction de 8% du PIB en 2020, nous envisageons un net rebond de la croissance à +6,7% en 2021. La reprise se poursuivrait ensuite avec une croissance du PIB de 3,9% et 2,5% en 2022 et 2023.**

Principales composantes du scénario :

- Après avoir retrouvé son niveau d'avant-crise au premier trimestre 2022, la **consommation des ménages** resterait le principal moteur de la croissance à l'horizon de prévision. Le pouvoir d'achat des ménages, qui a été protégé par les mesures d'urgence en 2020, progresserait en 2021 et en 2022 malgré les poussées inflationnistes. En outre, le surplus d'épargne accumulé depuis le début de la crise n'a toujours pas été consommé et pourrait être partiellement dépensé.
- **L'investissement des entreprises** resterait favorablement orienté et soutenu par un recours important aux

dispositifs du plan de relance et du plan France 2030.

- Avec l'avancée des campagnes de vaccination au niveau mondial et avec le redémarrage du secteur aéronautique, les exportations pourraient progresser plus vite que les importations et le **commerce extérieur** contribuerait alors positivement à la croissance.
- **L'inflation** aurait atteint un pic au quatrième trimestre 2021 et resterait forte début 2022. Mais la disparition progressive des effets de base liés à la hausse soudaine des prix de l'énergie et des matières premières ainsi que la résolution graduelle des tensions sur les chaînes de valeur entraîneraient un ralentissement de l'inflation en fin d'année 2022 et en 2023. En outre, le ralentissement des créations d'emplois après le fort rebond de 2021 limiterait les tensions sur les salaires.
- **Le marché du travail** resterait favorablement orienté. Le taux de chômage a déjà retrouvé son niveau d'avant-crise tout comme l'emploi salarié et même la population active. Nous anticipons ainsi un ralentissement du rythme des créations d'emplois, qui ont jusqu'à présent progressé plus vite que l'activité économique. Néanmoins, le marché du travail resterait bien orienté et les créations d'emplois sont également soutenues dans le cadre du plan de relance.

SYNTHÈSE

UNE CROISSANCE PORTÉE EN PREMIER LIEU PAR LA CONSOMMATION

Les principaux chiffres de notre scénario

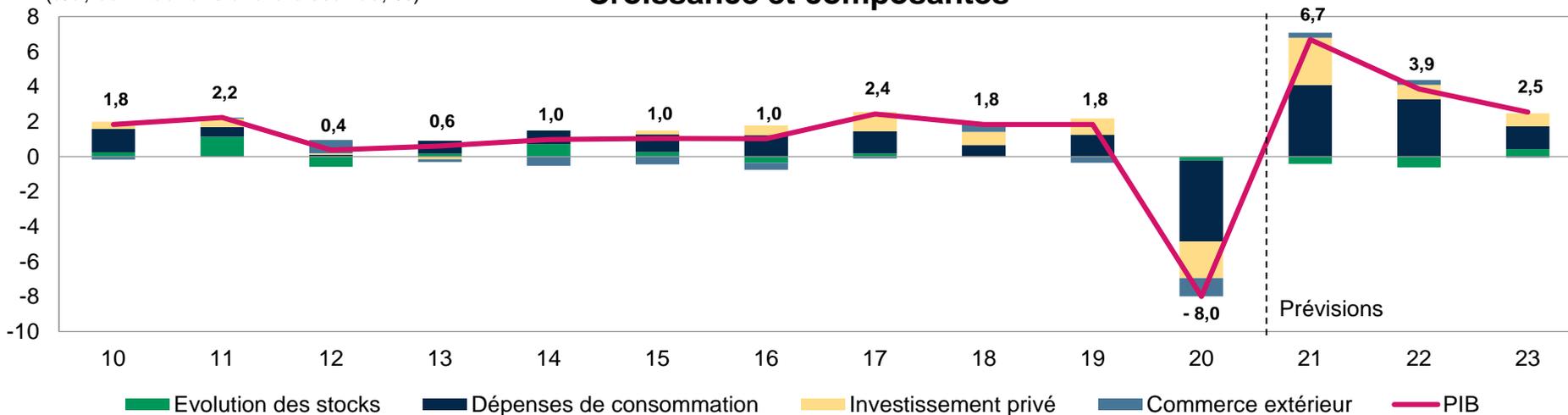
France	Moyenne annuelle (a/a, %)					Variation trimestrielle (t/t, %)											
	2019	2020	2021	2022	2023	2020				2021				2022			
						T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB	1,8	-8,0	6,7	3,9	2,5	-5,7	-13,5	18,5	-1,1	0,1	1,3	3,0	0,5	0,5	0,7	0,8	0,8
Consommation des ménages	1,9	-7,2	4,6	4,9	2,1	-5,9	-11,5	18,3	-5,4	-0,2	1,4	4,9	0,6	0,5	0,9	0,7	0,5
Investissement	4,1	-8,9	11,6	3,4	3,0	-9,5	-15,8	26,4	2,5	0,2	2,4	0,1	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8
Investissement des entreprises	3,5	-8,9	12,0	3,2	3,3	-9,8	-16,2	27,9	1,6	1,2	1,9	0,0	0,9	0,8	0,8	0,9	0,8
Variation des stocks*	0,0	-0,2	-0,4	-0,6	0,4	0,4	0,8	-2,3	0,6	0,5	-0,1	-1,0	-0,2	0,0	-0,1	0,2	0,2
Exportations nettes*	-0,3	-1,1	0,3	0,3	-0,1	0,0	-1,6	0,5	0,8	-0,4	-0,2	0,7	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Taux de chômage (Insee)	8,2	7,9	7,8	7,8	7,7	7,6	7,1	8,9	7,8	7,8	7,8	7,9	7,8	7,7	7,8	7,8	7,8
Inflation (a/a) Insee	1,1	0,5	1,6	2,1	1,4	1,2	0,3	0,3	0,1	0,7	1,4	1,7	2,4	2,0	1,9	1,7	1,3
Solde public (% PIB)	-3,1	-9,1	-8,1	-5,0	-3,5												

* 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

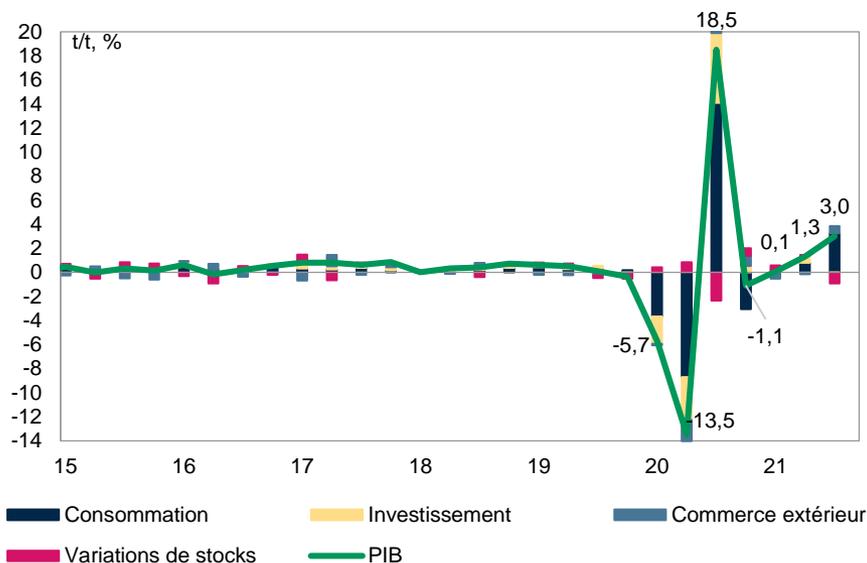
3 Notre scénario 2021-2023

4 Focus : Scénario alternatif, la consommation du surplus d'épargne

LES TENDANCES RÉCENTES DE L'ACTIVITÉ

UNE REPRISE DYNAMIQUE MALGRÉ UN ÉTÉ AGITÉ

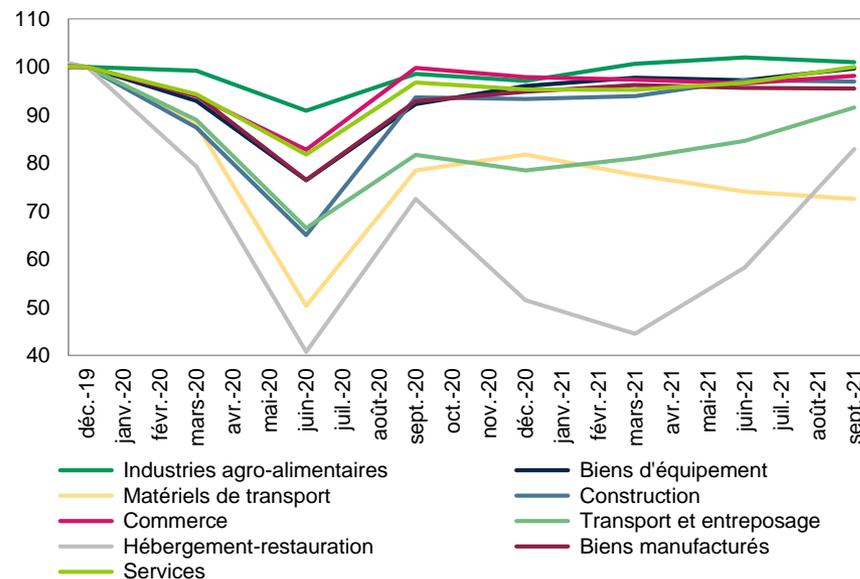
Croissance du PIB (t/t,%) et contributions



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

Premier trimestre sans restrictions majeures depuis le T4 2019, le T3 2021 a connu un redémarrage généralisé de l'activité permis par la levée des mesures sanitaires le 19 mai dernier. La croissance a ainsi nettement accéléré à +3% t/t et le PIB retrouve pratiquement son niveau d'avant-crise (-0,1% / T4 2019). L'acquis de croissance pour 2021 atteint ainsi 6,6%. La croissance a été en premier lieu portée par le redémarrage de l'activité dans les services. En particulier, l'activité a été dynamique dans les services touristiques et dans l'hôtellerie-restauration pendant l'été. Nous remarquons toutefois certaines disparités géographiques. Alors que la plupart des régions ont bénéficié des flux touristiques domestiques (et des pays voisins dans une certaine mesure) pour retrouver des niveaux d'activité proches de

Evolution de la valeur ajoutée par secteur



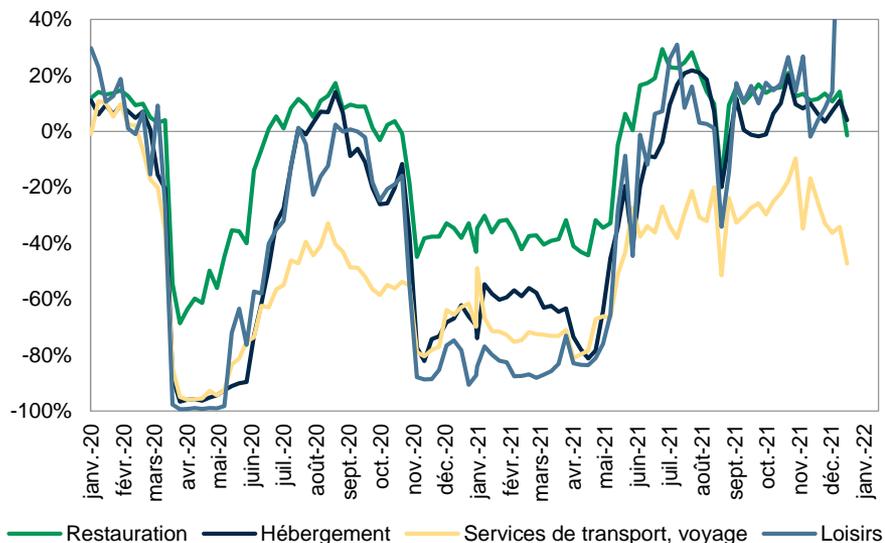
Sources : CAPS, Crédit Agricole S.A. / ECO

ceux d'avant-crise dans les services pendant les vacances scolaires, l'activité dans le secteur hôtelier en Île-de-France est restée bien inférieure à la normale. La région parisienne est en effet très dépendante des flux de voyageurs étrangers (et notamment extra-européens) qui restent bien moins nombreux qu'avant la crise. La croissance de l'investissement a nettement ralenti au troisième trimestre mais dépasse depuis le T1 son niveau d'avant-crise. Alors que les tendances de consommation restaient bien orientées au début du quatrième trimestre, la nouvelle vague épidémique et l'émergence du variant Omicron ont pu peser sur l'activité économique et la confiance des agents pendant les fêtes de fin d'année.

LES TENDANCES RÉCENTES DE L'ACTIVITÉ

NET REBOND DANS LES SERVICES ET DES DISPARITÉS DANS L'INDUSTRIE

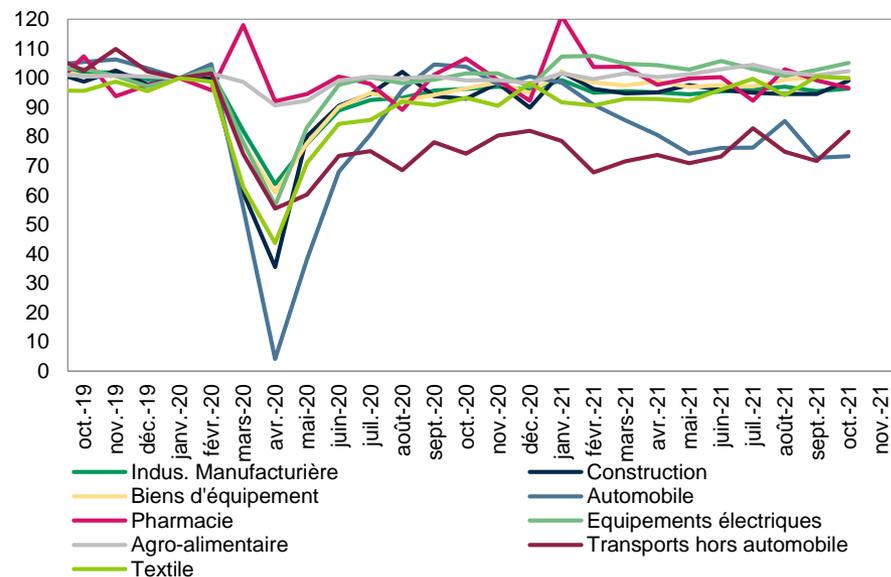
Paiements par carte bancaire (/ même semaine en 2019)



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

Si le rebond de l'activité a été commun à l'ensemble des secteurs de services dès la levée des restrictions sanitaires au mois de mai, l'ampleur de cette reprise diffère d'un secteur à l'autre. En effet, les services de transport et en particulier le transport aérien restent en retrait, toujours pénalisés par le manque de synchronisation de la reprise économique et des campagnes de vaccination au niveau international. Mentionnons également que même si les montants de paiements par carte bancaire sont nettement supérieurs à ceux de 2019 sur les derniers mois, cela ne veut pas dire que la consommation de services a déjà dépassé son niveau d'avant-crise. En effet, la part des dépenses effectuées par carte bancaire dans les dépenses totales a augmenté pendant la crise avec la généralisation du paiement sans

Production industrielle (janvier 2020 = 100)



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

contact par exemple. Au total, l'Insee estime qu'au T3 2021, la consommation de services marchands était encore 1,4% inférieure à celle du T4 2019 alors qu'elle était 11% inférieure au T2. Le rebond mécanique lié à la levée des restrictions sanitaires a bien eu lieu. D'importants écarts d'activité subsistent également parmi les secteurs industriels. En particulier, le secteur automobile continue à subir les perturbations des chaînes de valeur au niveau mondial et la pénurie de semi-conducteurs. Le secteur aéronautique redémarre quant à lui très progressivement, toujours pénalisé par des voyages aériens en berne et par une chaîne de valeur assez lourde et longue à redémarrer. Les constructeurs aériens prévoient cependant une montée en charge de leur production en 2022.

SOMMAIRE

1 Synthèse

2 Les tendances récentes de l'activité

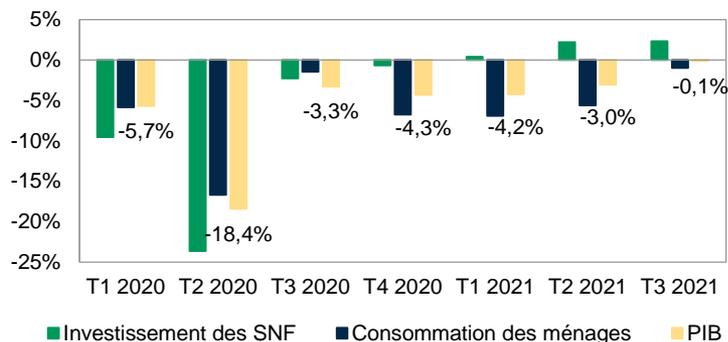
3 Notre scénario 2021-2023

4 Focus : Scénario alternatif, la consommation du surplus d'épargne

NOTRE SCÉNARIO 2021-2023

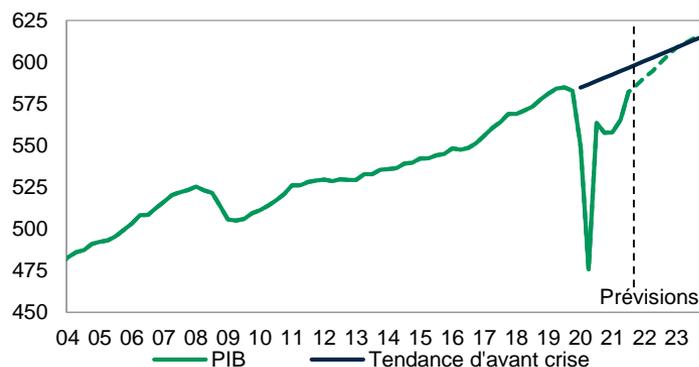
UNE CROISSANCE TOUJOURS VIGOUREUSE EN 2022 ET 2023

Niveau par rapport au T4 2019



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

PIB trimestriel (Mds€)



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

Le PIB français a déjà (quasiment) retrouvé son niveau d'avant-crise au troisième trimestre 2021. Cela cache en réalité des disparités entre un investissement dynamique depuis plusieurs trimestres qui a d'ailleurs retrouvé puis dépassé son niveau du T4 2019 dès le premier trimestre 2021 et une consommation qui a enfin pu repartir au troisième trimestre avec la levée des restrictions sanitaires.

Et maintenant ? Le retour au niveau d'activité d'avant-crise n'est pas une finalité en soi. Du chemin reste à parcourir avant que le PIB français ne rejoigne la tendance de croissance qui se dessinait avant la pandémie de Covid-19 et ses multiples variants. Omicron, dernier variant en date, fait d'ailleurs craindre à de nombreux pays occidentaux un arrêt soudain de la reprise avec la mise en place de nouvelles mesures restrictives. En France, le pari a été fait de limiter les restrictions sanitaires malgré un nombre de cas toujours plus élevé et de privilégier la vaccination et le *pass* vaccinal. Ainsi, l'impact sur l'économie devrait être modéré à court terme et passerait davantage par une baisse temporaire de la confiance des agents que par de véritables contraintes d'offre liées à la fermeture des commerces ou de certains secteurs de services comme lors des confinements. On peut toutefois craindre des perturbations liées à une montée de l'absentéisme (notamment dans la santé, les commerces, transports, BTP).

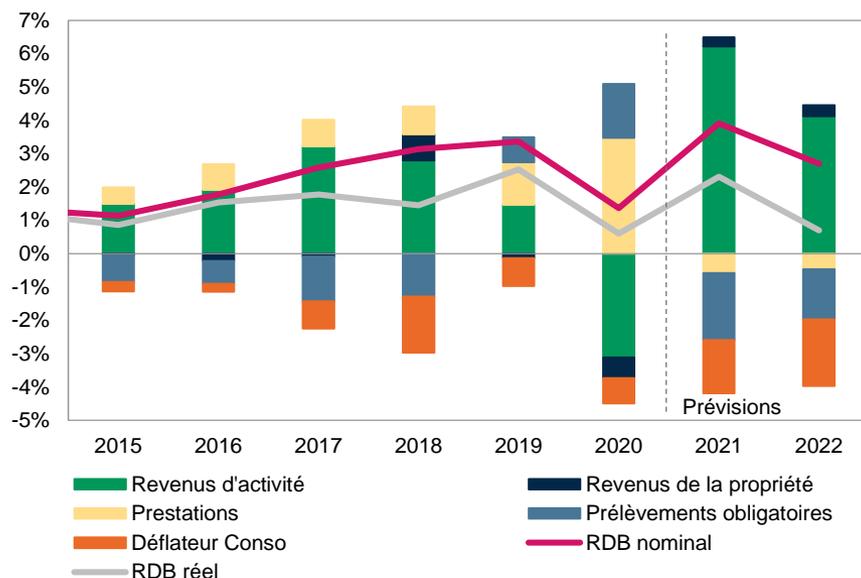
À moyen terme, ce nouveau variant ne remet pas en cause notre scénario d'une reprise durable de l'activité. Après un rebond mécanique marqué au troisième trimestre, la croissance de la consommation devrait connaître un ralentissement mais restera assez soutenue et bénéficiera d'un pouvoir d'achat en hausse malgré les tensions inflationnistes observées depuis désormais plus de six mois. En outre, la bonne tenue du marché du travail avec des créations d'emplois dynamiques et des craintes du chômage au plus bas devrait rassurer les ménages à moyen terme. L'investissement bénéficiera quant à lui du soutien du plan de relance présenté à l'automne 2020 et renforcé depuis par le plan France 2030.

Enfin, nous suivrons au premier semestre les élections présidentielle et législative. Les impacts de ces élections devraient être limités à court terme. Les poussées eurosceptiques étant plus faibles qu'en 2017, les tensions sur la dette française devraient rester limitées. Nous étudierons en revanche avec beaucoup d'attention les programmes et les politiques économiques proposés par les différents candidats, qui pourraient avoir un impact sur la croissance à plus long terme.

NOTRE SCÉNARIO 2021-2023

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

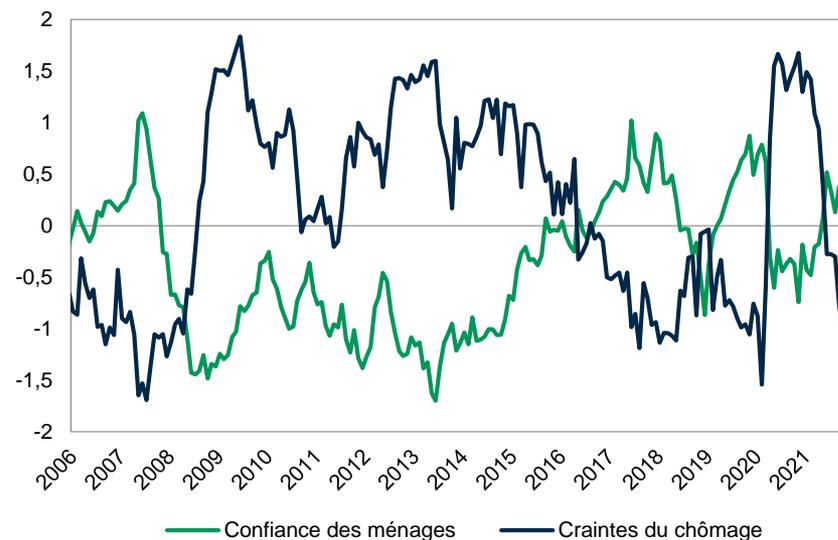
Croissance du pouvoir d'achat et contributions



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

Le rebond de la consommation de services attendu au troisième trimestre avec la levée des restrictions sanitaires et la réouverture des restaurants et autres établissements de services a bien eu lieu. Cet effet mécanique devrait se poursuivre bien qu'à un rythme plus lent au quatrième trimestre 2021 et dans une moindre mesure en début d'année 2022 du fait de la nouvelle vague épidémique qui pourrait peser sur la confiance des agents et la consommation à court terme. Néanmoins, nous envisageons un retour au niveau de consommation du T4 2019 dès le T1 2022. La consommation resterait ensuite le principal contributeur à la croissance. Après avoir été préservé en 2020 par les mesures d'urgence, le pouvoir d'achat a connu une hausse significative, proche de 2% en 2021. Il devrait continuer à progresser en 2022 grâce au fort dynamisme du marché de l'emploi et à des

Confiance des ménages (soldes d'opinion normalisés)



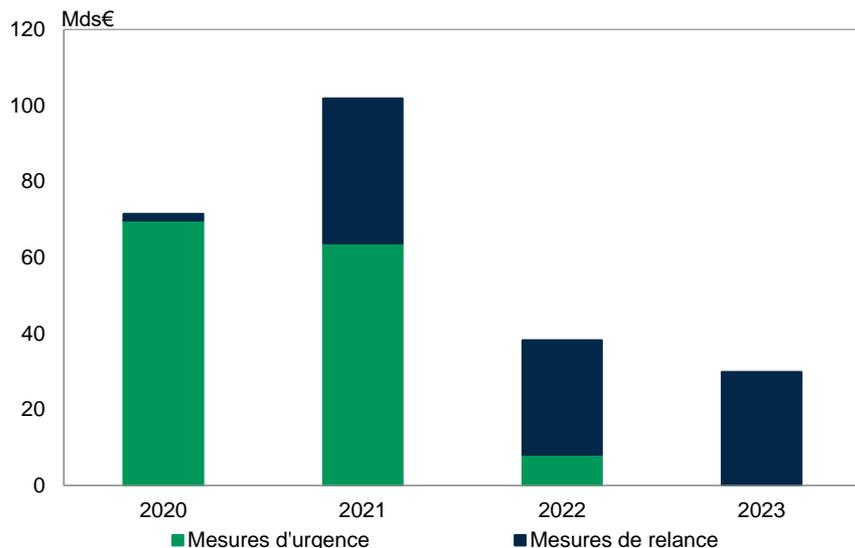
Sources : Insee, Crédit Agricole S.A. / ECO

hausse de salaires plus marquées, bien qu'à un rythme moindre du fait de la hausse de l'inflation. Même si ces gains de pouvoir d'achat ne sont pas uniformément répartis dans la population, ils devraient soutenir la consommation des ménages. En outre, si la nouvelle vague épidémique et l'inflation entraînent une hausse de l'incertitude à court terme, la confiance des ménages se rapproche de sa moyenne historique et les craintes du chômage sont à des niveaux historiquement bas ce qui devrait rassurer les ménages sur leur situation financière future, leur permettant ainsi de consommer davantage. Après une croissance de 4,6% en 2021, la consommation des ménages progresserait ainsi de près de 5% en 2022 et de plus de 2% en 2023. En outre, les ménages disposent d'un important surplus d'épargne jusqu'à présent non utilisé (voir [focus](#)).

NOTRE SCÉNARIO 2021-2023

L'INVESTISSEMENT TOUJOURS AU CŒUR DES POLITIQUES PUBLIQUES

Impacts budgétaires des mesures d'urgence et de relance

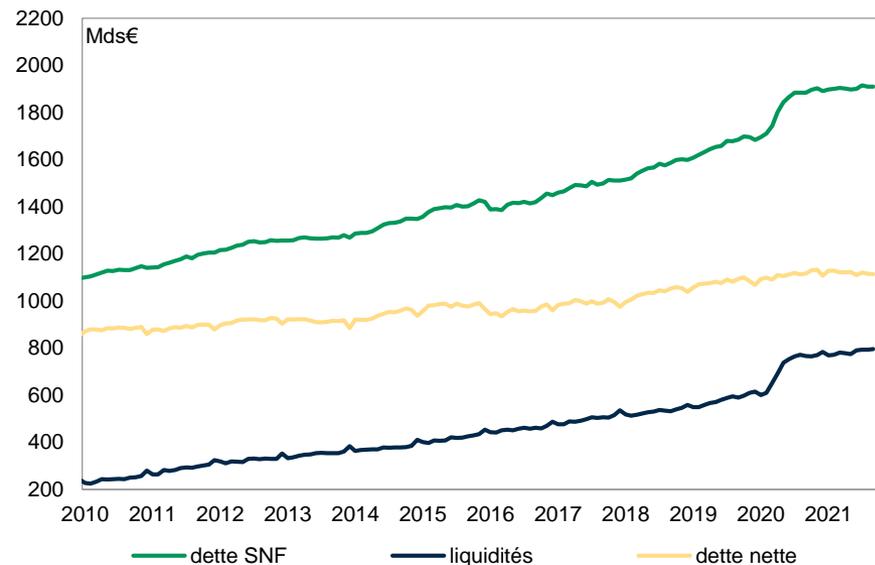


Sources : Minefi, Crédit Agricole S.A. / ECO

Après deux années de « quoi qu'il en coûte », le soutien budgétaire ne devrait pas s'arrêter immédiatement. Les mesures de relance, déjà mobilisées en 2021, vont se poursuivre et devraient apporter un soutien non négligeable à l'investissement. Si certaines mesures comme MaPrimRenov' bénéficient principalement aux ménages, la plupart des mesures du plan de relance sont en faveur de l'investissement et de la compétitivité des entreprises françaises. Ainsi, 38 Mds€ ont été déboursés en 2021 dans le cadre du plan France Relance. 30 Mds€ seront ajoutés en 2022 et un montant similaire en 2023 avec un accent sur la transition écologique et la compétitivité d'industries dites « critiques ». Le plan France 2030 devrait renforcer ces priorités à plus long terme.

En outre, la santé financière des entreprises a été largement protégée pendant la crise. Malgré une baisse passagère de la profitabilité des

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



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

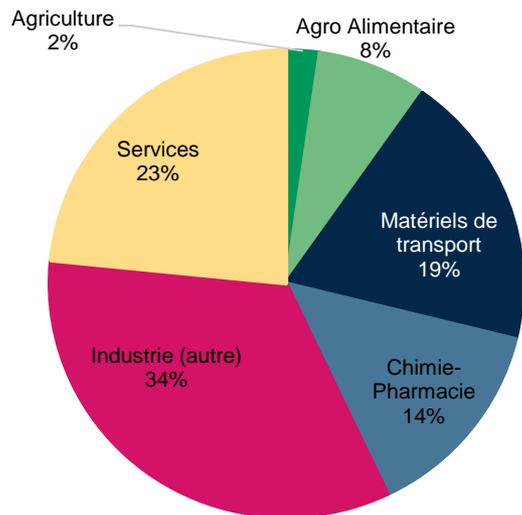
entreprises en 2020, la reprise de l'activité et les mesures de relance, avec en particulier la baisse des impôts de production, ont entraîné un rebond du taux de marge des sociétés non financières en 2021 avec un pic à 35,7% au T2 2021 et un niveau supérieur à 34% en moyenne en 2021 permettant de compenser la baisse de 2020. Il retrouverait son niveau d'avant-crise autour de 32% en 2022 et 2023.

Enfin, alors que les entreprises ont eu massivement recours aux PGE (et aussi à l'endettement de marché) au cœur de la crise, elles ont en réalité conservé une importante part de cette dette en trésorerie ce qui leur permet désormais de redémarrer leur activité, de reconstituer leurs stocks, de rembourser les reports d'impôts et charges et même d'investir dans certains cas. Au total, après une contraction de 8,1% en 2020, l'investissement des SNF progresserait de 12,1% en 2021 avant de ralentir pour croître d'environ 3% par an en 2022 et 2023.

NOTRE SCÉNARIO 2021-2023

COMMERCE EXTÉRIEUR : VERS UNE CONTRIBUTION POSITIVE À LA CROISSANCE MALGRÉ DE FORTES INCERTITUDES

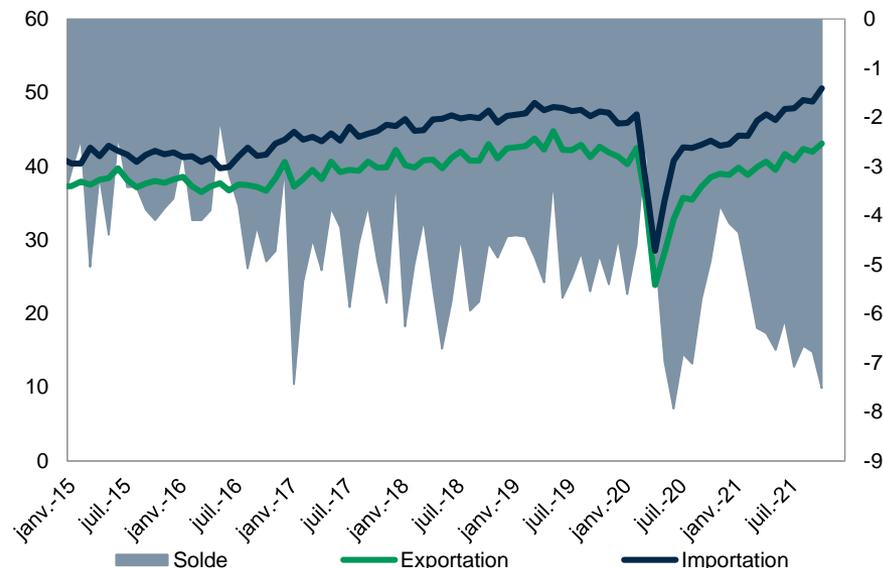
Principaux secteurs exportateurs (% des exportations)



Sources : Insee IOT 2017, Crédit Agricole SA / ECO

Les exportations françaises ont fortement progressé au troisième trimestre avec le retour d'une partie des touristes étrangers (majoritairement européens) pendant la période estivale. Néanmoins, les flux de touristes étrangers restent limités par rapport aux niveaux d'avant-crise et le secteur aéronautique commence tout juste à redémarrer. Les exportations françaises restaient 6,5% inférieures à leur niveau d'avant-crise au troisième trimestre 2021. Après un recul des exportations de plus de 16% en 2020, elles progresseraient de 8,4% en 2021 tandis que les importations se redresseraient de 6,7% (après -12,2% en 2020). Le solde commercial français resterait déficitaire mais le commerce extérieur contribuerait tout de même positivement à la croissance à hauteur de 0,3% en 2021. Avec une

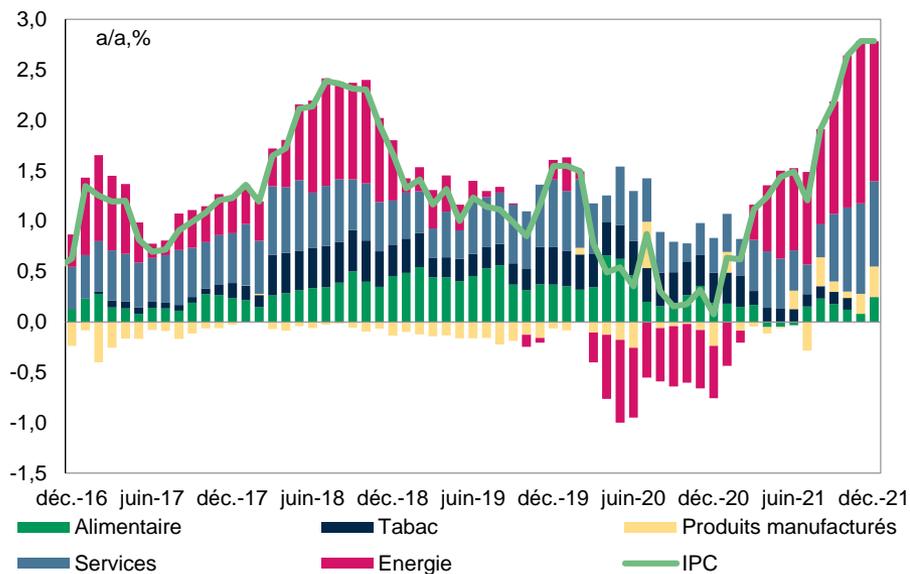
Commerce de biens (données mensuelles, Mds €)



Sources : Douanes, Crédit Agricole SA / ECO

montée en charge progressive de l'activité dans l'aéronautique et un impact économique décroissant des vagues épidémiques successives, les exportations et les importations continueraient leur rétablissement et le commerce extérieur contribuerait à nouveau positivement à la croissance en 2022. Les importations retrouveraient, selon nos premières estimations, leur niveau d'avant-crise en fin d'année 2022, avec un trimestre d'avance sur les importations. Ces prévisions restent toutefois entourées d'importantes incertitudes concernant la situation épidémique, l'avancée des campagnes de vaccination et la résolution des tensions sur les chaînes de valeur au niveau mondial.

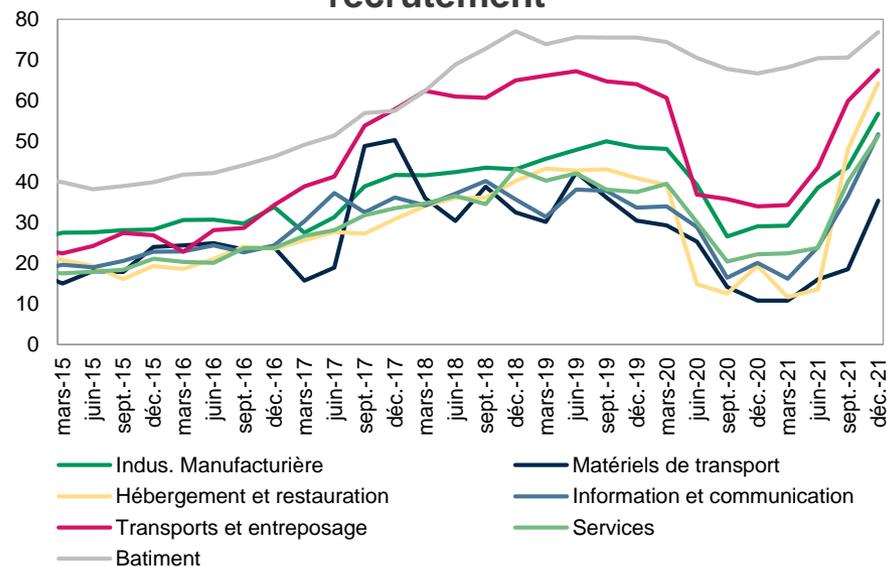
Inflation et contributions



Sources : Insee IOT 2017, Crédit Agricole SA / ECO

Portée par la hausse du prix des matières premières et en particulier de l'énergie, l'inflation a été en forte hausse tout au long de l'année 2021. Un pic a d'ailleurs été atteint en fin d'année à 2,8% en glissement annuel. Notons que si l'énergie est responsable de plus de la moitié de la hausse des prix, les prix des biens manufacturés augmentent également suite aux perturbations sur les chaînes de valeur au niveau mondial alors qu'ils sont plutôt des contributeurs négatifs à l'évolution du niveau des prix d'un point de vue historique. Au total, l'inflation s'établit à 1,6% en moyenne en 2021. Elle atteindrait 2,2% en 2022. Ceci cache en réalité d'importantes fluctuations tout au long de l'année. En effet, si l'inflation resterait élevée en début d'année, elle repasserait sous les 2% au quatrième

Entreprises faisant face à des difficultés de recrutement



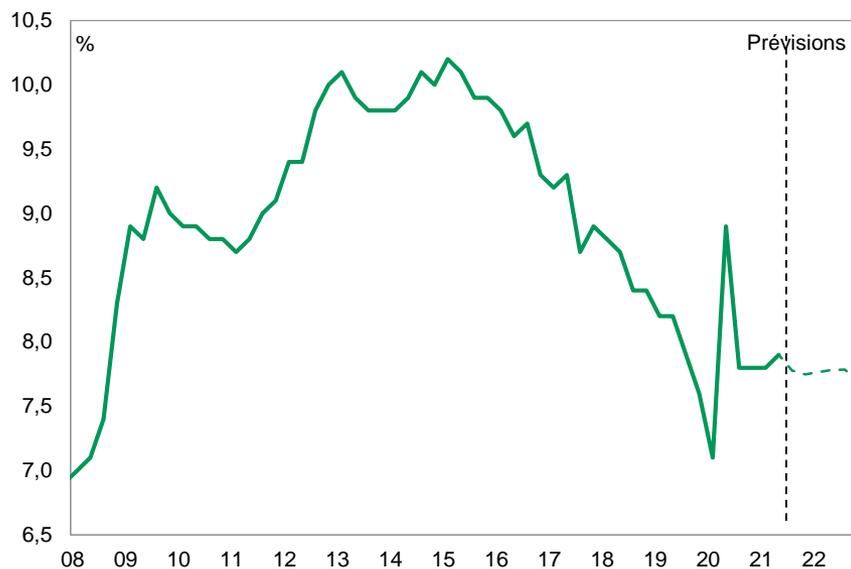
Sources : Douanes, Crédit Agricole SA / ECO

trimestre 2022 avec la disparition des effets de base liés à la hausse des prix de l'énergie et à la résolution progressive des perturbations sur les chaînes de valeur. L'inflation dans les services pourrait en revanche augmenter en 2022. Les secteurs de services ont massivement recruté et un ajustement des salaires en niveau est envisageable suite à la hausse des tensions sur le marché du travail. Cependant, nous ne prévoyons pas de réelle boucle prix-salaires à moyen terme mais plutôt un ralentissement des créations d'emplois qui ont jusqu'à présent progressé à un rythme plus soutenu que l'activité économique. En 2023, l'inflation ralentirait ainsi nettement à 1,6% en moyenne, un niveau inférieur à l'objectif symétrique de 2% de la Banque centrale européenne.

NOTRE SCÉNARIO 2021-2023

UN MARCHÉ DU TRAVAIL TOUJOURS PRÉSERVÉ ET DES EMBAUCHES DYNAMIQUES

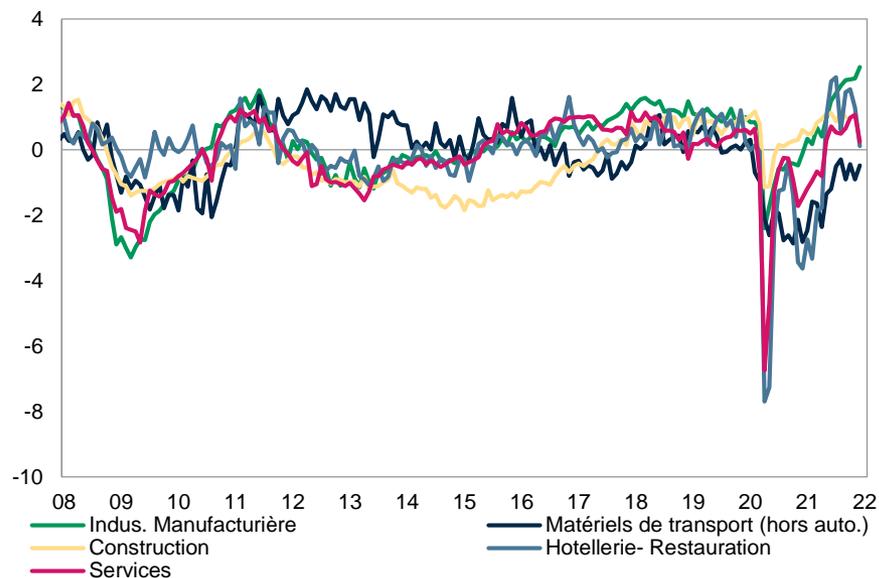
Taux de chômage (France métropolitaine)



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

Au troisième trimestre, le taux de chômage s'établissait à 7,9% en France métropolitaine, un niveau stable par rapport à son niveau d'avant-crise. La population active a déjà 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 dès le T2 2021. De plus, les intentions d'embauche ont bondi lors de la levée des restrictions sanitaires au printemps 2021 et restent élevées malgré une baisse sur les derniers mois dans les secteurs de services. Des tensions sur les salaires pourraient d'ailleurs avoir lieu dans certains secteurs mais devraient n'être que temporaires. Nous anticipons en effet un ralentissement du rythme des embauches dans les trimestres à venir, le gros du rebond sur le marché de l'emploi

Intentions d'embauche (indicateurs normalisés)



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

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 avec la fin des mesures de soutien et la reprise de l'activité. Une légère hausse du chômage est donc toujours 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 7,8% en 2021 serait quasi stable par la suite à 7,8% en 2022 et 7,7% en 2023, selon nos premières estimations.

SOMMAIRE

1 Synthèse

2 Les tendances récentes de l'activité

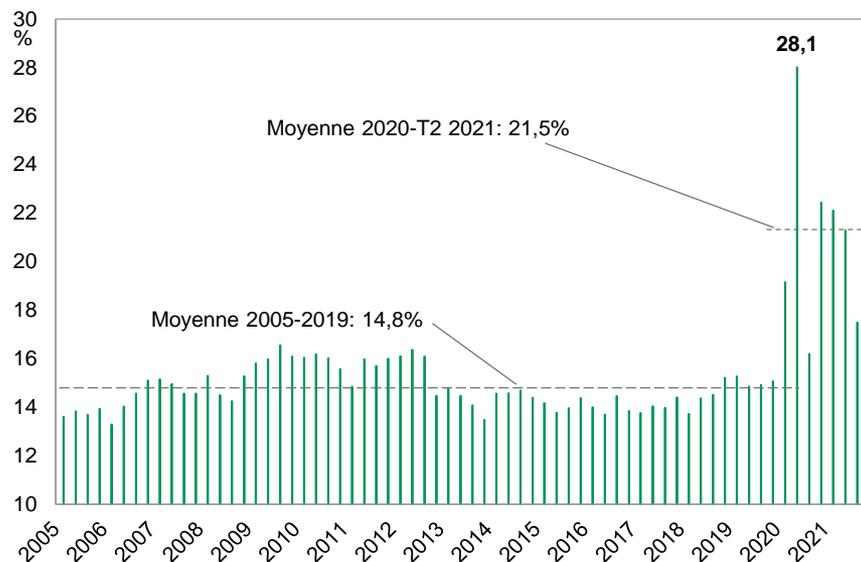
3 Notre scénario 2022-2023

4 | Focus : Scénario alternatif, la consommation du surplus d'épargne

FOCUS : SCÉNARIO ALTERNATIF, LA CONSOMMATION DU SURPLUS D'ÉPARGNE

UN SURPLUS D'ÉPARGNE MASSIF ET ENCORE PEU MOBILISÉ

Taux d'épargne des ménages

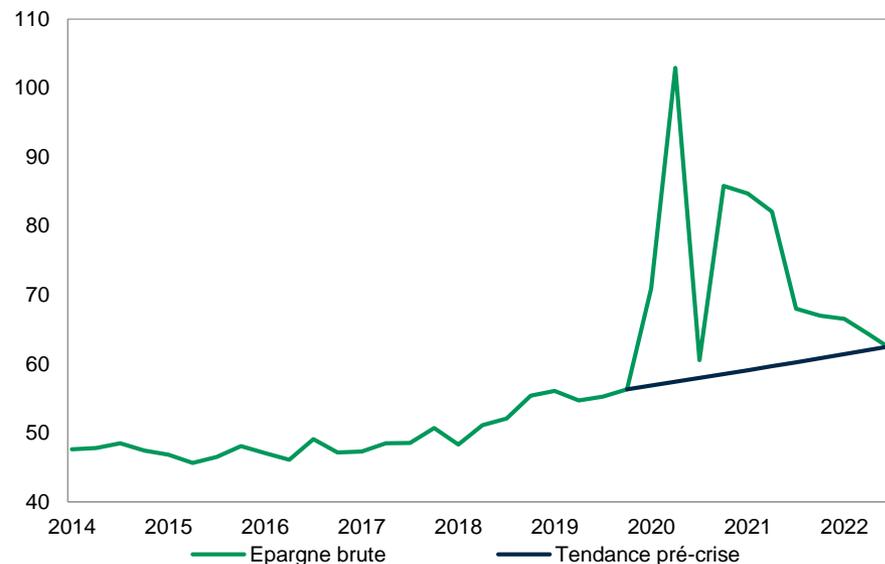


Sources : Insee, Crédit Agricole S.A. / ECO

Alors que le revenu des ménages a été protégé pendant la crise d'un point de vue macroéconomique (des disparités existent en réalité entre déciles de revenu), la consommation a été nettement contrainte par les vagues de restriction sanitaire. Par conséquent, les ménages ont accumulé un important surplus d'épargne pendant la crise. Alors qu'il évoluait autour de 15% avant la crise, le taux d'épargne (défini comme la différence entre le revenu des ménages et leurs dépenses de consommation, rapportée au revenu) a bondi pendant les confinements, atteignant un pic à plus de 28% au T2 2020 et restant nettement supérieur à sa moyenne historique dans les trimestres suivants.

Au total, selon nos estimations, les ménages auront accumulé 150 Mds€ d'excès d'épargne par rapport à la tendance d'avant-crise

Flux trimestriels d'épargne brute des ménages (Mds€)



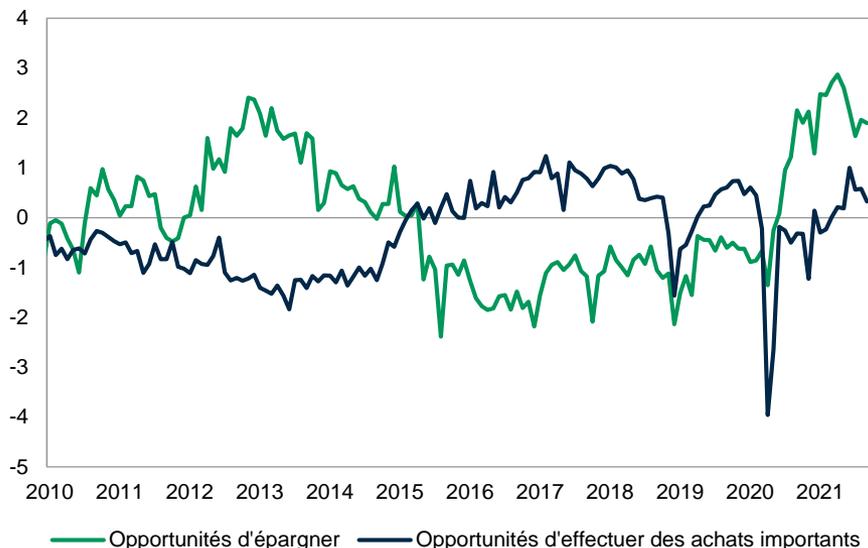
Sources : Insee, Crédit Agricole S.A. / ECO

entre le premier trimestre 2020 et la fin d'année 2021. Notons toutefois que ce surplus n'a pas été réparti uniformément entre les ménages. 70% du surplus d'épargne aurait ainsi été réalisé par les 20% des ménages aux revenus les plus élevés, tandis que les deux premiers déciles de revenu ont subi une baisse de leur épargne pendant le premier confinement, selon une étude du Conseil d'analyse économique (CAE). Cette épargne est jusqu'à présent venue garnir les dépôts bancaires des ménages et les livrets sans risques. Une partie de ce surplus pourrait ainsi être dépensée et soutiendrait la consommation une fois les incertitudes sur la situation sanitaire levées. Une autre partie pourrait continuer à soutenir l'investissement des ménages, très dynamique depuis le début d'année 2021.

FOCUS : SCÉNARIO ALTERNATIF, LA CONSOMMATION DU SURPLUS D'ÉPARGNE

ORIENTER LE SURPLUS D'ÉPARGNE

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

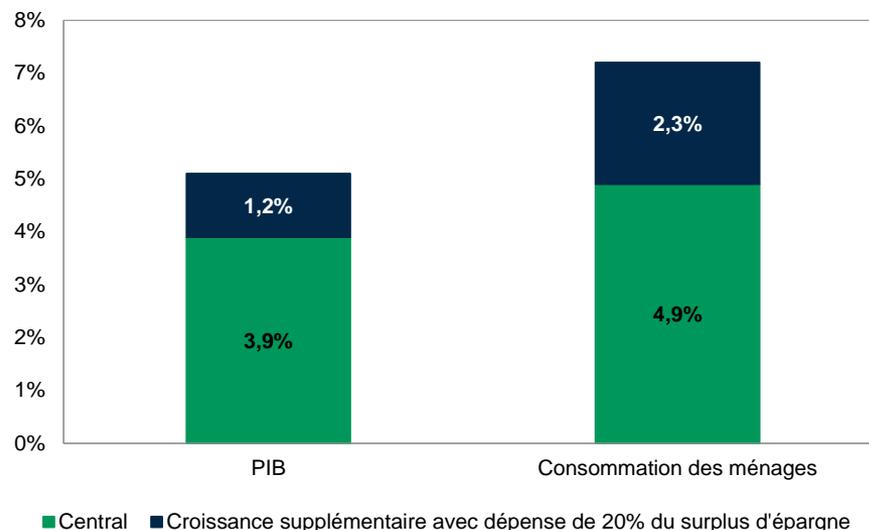


Sources : Insee, Crédit Agricole S.A. / ECO

Les données d'enquêtes sur la confiance des ménages nous indiquent que les opportunités d'effectuer des achats importants sont repassées au-dessus de leur moyenne historique. Même si elles restent à un niveau élevé, les opportunités d'épargner déclinent légèrement sur les derniers mois. En outre, la confiance des ménages est en hausse, tandis que le solde d'opinion sur les craintes du chômage est en nette baisse. Ces conditions doivent permettre de mobiliser en partie l'épargne accumulée depuis près de deux ans.

Tableur sur la dépense intégrale du surplus d'épargne accumulé semble irréaliste. Cependant une utilisation partielle de cette épargne soutiendrait fortement la consommation et un tel mouvement semble possible. En faisant l'hypothèse de l'utilisation de 20% du surplus

Croissance du PIB et de la consommation des ménages en 2022 (prévisions)



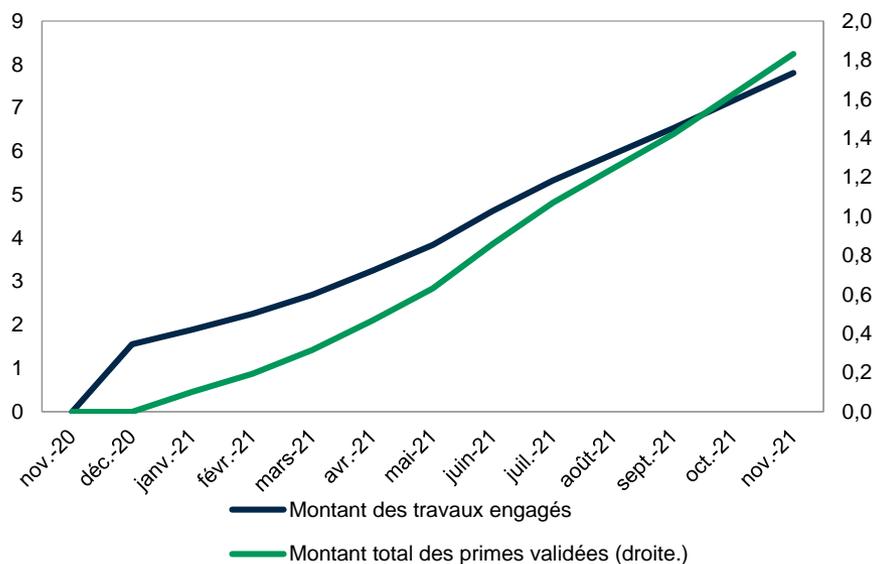
Sources : Insee, Crédit Agricole S.A. / ECO

d'épargne évalué à 150 milliards d'euros en 2022, la consommation des ménages en valeur serait ainsi 30 Mds€ supérieure à notre estimation actuelle. Après correction de l'inflation (nous exprimons généralement la croissance du PIB et de ses composantes en volume et non en valeur, afin d'éliminer la volatilité causée par les variations du niveau des prix), cela entraînerait toutes choses égales par ailleurs une révision à la hausse de 2,3 points de notre prévision de croissance de consommation des ménages qui passerait de +4,9% à +7,2% en 2022. Notre prévision de croissance du PIB 2022 serait, par conséquent, également révisée à la hausse de 1,2 point et passerait de +3,9% à +5,1%.

FOCUS : SCÉNARIO ALTERNATIF, LA CONSOMMATION DU SURPLUS D'ÉPARGNE

LES LIMITES À LA CONSOMMATION DU SURPLUS D'ÉPARGNE

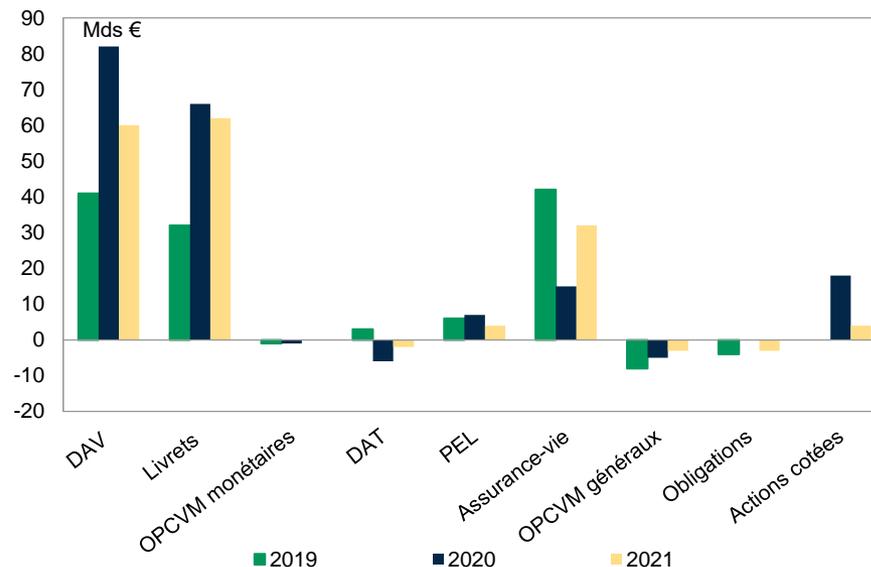
Recours au dispositif MaPrimRenov' (Mds€)



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

Si l'alternative d'une consommation partielle du surplus d'épargne reste envisageable, elle tarde à se matérialiser et les ménages continuent à faire preuve d'une certaine prudence. Notre scénario économique actuel prévoit une croissance du PIB de 3,9% en 2022, mais n'intègre pas une importante désépargne des ménages dans les trimestres à venir, plutôt un retour progressif à la tendance d'épargne d'avant-crise. En outre, l'épargne pourrait être orientée vers l'investissement. L'investissement des ménages est en effet particulièrement dynamique depuis le début de l'année 2021. Cette hypothèse est probable, car les ménages se sont massivement saisis des dispositifs du plan de relance et en particulier de MaPrimRenov' pour la rénovation thermique des bâtiments, mais également car l'accumulation

Flux de placements des ménages



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

d'épargne a été en bonne partie subie. Il est d'ailleurs probable qu'une fraction de ce surplus d'épargne est utilisée pour financer en partie les achats de logements neufs, en forte reprise en 2021 (même si ces achats sont principalement financés à crédit, via des taux de crédit très bas). Enfin, l'épargne a principalement été accumulée par les classes moyennes et supérieures dont la propension à consommer est plus faible que chez les déciles de revenus inférieurs mais qui pourraient investir davantage.

La récente hausse de l'inflation et les incertitudes entourant la situation sanitaire pourraient en outre inciter les ménages à maintenir une épargne de précaution importante malgré la bonne tenue du marché du travail.

CONSULTEZ NOS DERNIÈRES PARUTIONS EN ACCÈS LIBRE SUR INTERNET

Date	Titre	Thème
21/12/2021	Brésil – La douloureuse mutation du « quoi qu'il en coûte »	Brésil
20/12/2021	Monde – Scénario macro-économique 2022-2023 : le pari d'une double normalisation	Monde
20/12/2021	La BCE tranche prudemment sur son scénario d'inflation et allonge son horizon de moyen terme	Zone euro
17/12/2021	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
16/12/2021	Le risque n'est peut-être pas celui auquel on pense	Inflation
14/12/2021	Zone euro – Conjoncture flash : PIB au T3 2021	Zone euro
14/12/2021	France/Allemagne – Convergences et divergences en temps de crise	France/Allemagne
14/12/2021	Services IT : tendances & enjeux à l'ère de la transformation digitale	Sectoriel
13/12/2021	États-Unis : une nouvelle donne pour les entreprises françaises ?	États-Unis
13/12/2021	Moyen-Orient – Afrique du Nord – Les défis démographiques à long terme sont élevés	MO-AN
10/12/2021	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
09/12/2021	Ratings pays et souverains : nouveaux risques, nouvelles méthodes ?	Rating
08/12/2021	Russie – En 2022, la résilience au prix de la croissance	Russie
08/12/2021	Règles budgétaires européennes – Un nouveau pacte pour plus de stabilité et de croissance ?	Zone euro
07/12/2021	Zone euro – La surprise de l'inflation en novembre complique la donne pour la BCE	Zone euro
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

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, Alexis Mayer

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.