



ZONE EURO SCÉNARIO 2022-2023

RÉSILIENCE À LA COVID-19 ENDÉMIQUE ET AU CHOC D'OFFRE

Janvier 2022

Paola Monperrus-Veroni

AGIR CHAQUE JOUR DANS VOTRE INTÉRÊT
ET CELUI DE LA SOCIÉTÉ



ÉTUDES ÉCONOMIQUES GROUPE

SOMMAIRE

1 | SYNTHÈSE

2 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

3 LE SCÉNARIO

4 FOCUS : LIEN INFLATION ET EMPLOI

5 POLICY-MIX

SYNTHÈSE

RÉSILIENCE À LA COVID-19 ENDÉMIQUE ET AU CHOC D'OFFRE

La zone euro fait 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 (à -0,3% de celui-ci), mais le niveau projeté avant la pandémie ne sera atteint que mi-2022. Malgré la puissance de son rebond, la demande agrégée est encore faible, ce qui est cohérent avec la modeste dynamique anticipée des salaires et une hausse de l'inflation plus persistante mais temporaire.

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 les autorités budgétaires et monétaires devraient prendre en considération et maintenir une approche prudente, ce qui justifie notre scénario d'un *policy-mix* encore accommodant.

Le test de résilience de cette phase de forte reprise est constitué par la faiblesse de l'offre, (blocages de la logistique, chaînes d'approvisionnement tendues, pénuries d'intrants et de main-d'œuvre) qui s'annonce plus persistante et qui rend les économies plus vulnérables au moindre choc, bien que des signes de relâchement des contraintes soient visibles dans l'état des stocks et des arriérés de travail.

Les dégâts produits sur l'économie de la zone euro par la pandémie s'annoncent néanmoins moins importants qu'initialement prévu,

justifiant ainsi que notre narration d'un scénario optimiste muant d'une expansion inhabituelle à une plus normale mais soutenue, ne soit pas remise en question. L'impact de la nouvelle vague du Covid reste limité pour l'ensemble de la zone, qui bénéficie d'un taux élevé de couverture vaccinale. **Nous prévoyons une croissance du PIB de 5,2% en 2021, de 4,3% en 2022 et de 2,5% en 2023.**

En dépit de la force du rebond au T2 2021 (+2,2%), la croissance n'a pas perdu de vigueur au T3 (+2,2%) et laisse un acquis très élevé (5,1%) à la progression du PIB de 2021 en moyenne annuelle.

Si l'expansion de la consommation privée se renforce (+4,1% après 3,9%), ce rythme ne suffit pas à combler l'écart négatif avec le niveau d'avant crise qui demeure à 2,4%.

La croissance de l'investissement productif hors biens de transport est restée positive, 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 résulte du repli des deux composantes, logement et autres constructions, après des trimestres de croissance très soutenue.

La décélération de l'activité inscrite à partir du T4 2021 (0,5%) résulte de la normalisation de la demande mais est accentuée par la révision à la baisse en Allemagne, Pays-Bas et Autriche, liée à la cinquième vague

pandémique. Ensuite la croissance se situe sur une tendance supérieure au rythme pré-crise.

Le risque d'insolvabilité du secteur privé lié à la montée de la dette contractée suite à la pandémie est plus faible qu'initialement anticipé. Les défaillances d'entreprises peuvent encore monter, mais pas au niveau craint au début de la phase de confinement. Le soutien existant aux bilans d'entreprise et les conditions de financement favorables vont soutenir l'investissement (+4,4% en 2022 et 2023 après 3,5% en 2021), renforcé par les besoins liés à la transition numérique et énergétique.

Les ménages de la zone euro sont en train de transformer progressivement leur excès d'épargne en investissement en actifs non liquides, soutenant ainsi l'investissement en logement outre la consommation. Néanmoins les ménages à revenus faibles continuent de montrer une forte dépendance au soutien public et ont déjà entamé l'excès d'épargne cumulé avec la crise. La progression des revenus du travail se fera au même rythme que l'inflation, stabilisant ainsi le pouvoir d'achat. Les effets de richesse positifs et la normalisation des comportements d'épargne soutiendront la consommation (5,9% en 2022 et 2,2% en 2023 après 3,5% en 2021). L'éventuelle érosion de l'excès d'épargne cumulée constitue un risque haussier sur notre scénario

SYNTHÈSE

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

Prévisions de croissance

Zone euro	Taux trimestriel (t/t, %)												Taux annuel (a/a, %)			
	2021				2022				2023				2020	2021	2022	2023
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	-0,2	2,2	2,2	0,5	0,9	1,0	0,8	0,7	0,5	0,5	0,4	0,4	-6,5	5,2	4,3	2,5
Consommation des ménages	-2,3	3,9	4,1	0,5	1,0	1,0	0,8	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	-8,0	3,5	5,8	2,1
Consommation publique	-0,6	2,1	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	1,3	3,8	1,5	0,8
FBCF totale	0,0	1,3	-0,9	1,2	1,5	1,5	1,3	1,2	1,0	1,0	0,9	0,9	-7,3	3,6	4,3	4,4
Exportations de B&S	1,2	2,4	1,2	1,2	1,5	1,6	1,4	1,3	0,9	1,0	1,0	0,9	-9,4	9,6	5,9	4,5
Importations de B&S	1,0	2,9	0,7	1,4	1,6	1,5	1,4	1,3	1,0	1,0	1,0	1,0	-9,3	7,1	6,0	4,6
Variations de stocks, en % du PIB	0,8	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,4	0,2	0,3
<i>Contributions à la croissance</i>																
Demande intérieure hors stocks	-1,3	2,7	2,0	0,6	0,9	0,9	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	-5,6	3,5	4,2	2,2
Variations de stocks	1,0	-0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,3	-0,2	0,1
Commerce extérieur	0,1	-0,1	0,3	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	1,4	0,2	0,1
Prix à la consommation	1,1	1,8	2,8	4,5	3,9	3,5	2,9	1,7	1,3	1,5	1,7	1,5	0,3	2,6	3,0	1,5
Taux de chômage	8,1	8,0	7,6	7,8	7,7	7,7	7,7	7,7	7,5	7,5	7,4	7,4	7,9	7,9	7,7	7,5

	Taux trimestriel (t/t, %)												Taux annuel (a/a, %)			
	2021				2022				2023				2020	2021	2022	2023
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Zone euro	-0,2	2,2	2,2	0,5	0,9	1,0	0,8	0,7	0,5	0,5	0,4	0,4	-6,5	5,2	4,3	2,5
Allemagne	-1,9	2,0	1,7	0,2	1,3	1,2	0,7	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	-4,9	2,7	4,2	1,9
France	0,1	1,3	3,0	0,5	0,5	0,7	0,8	0,8	0,7	0,4	0,4	0,4	-8,0	6,7	3,9	2,5
Italie	0,3	2,7	2,6	0,4	0,5	1,0	0,9	0,8	0,3	0,6	0,4	0,5	-9,0	6,3	4,2	2,4
Espagne	-0,7	1,2	2,6	1,2	1,1	1,1	1,4	1,1	1,0	1,1	0,7	0,6	-10,8	4,8	5,6	4,1
Pays-Bas	-0,8	3,8	1,9	0,5	0,9	0,8	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	-3,8	4,6	4,2	1,9
Belgique	1,2	1,7	1,8	0,8	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	-5,7	6,1	3,2	1,5
Irlande	8,7	6,3	3,6	1,6	0,0	2,0	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,1	5,8	16,9	6,8	4,2
Portugal	-3,3	4,5	2,8	1,9	0,7	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	-8,4	4,7	5,6	2,1
Grèce	4,5	3,4	-1,8	-1,4	2,7	2,3	2,2	1,5	0,5	0,4	0,4	0,7	-7,8	6,7	4,7	4,0
Finlande	0,1	2,2	0,9	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	-2,9	3,4	2,5	2,1
Luxembourg	3,7	0,0	1,2	0,7	0,6	1,0	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	-1,8	7,3	2,9	2,4
Autriche	-0,4	4,2	3,8	-0,2	0,7	1,1	0,8	0,6	0,4	0,4	0,3	0,3	-6,8	5,2	4,9	2,0
Slovénie	1,5	2,0	0,4	1,6	1,1	1,0	0,9	0,3	1,0	1,0	1,1	1,1	-4,8	6,7	4,3	3,6
Malte	1,9	-0,5	1,0	0,3	1,7	2,8	1,5	1,4	1,1	0,8	0,8	0,8	-8,2	5,1	5,6	4,9

SOMMAIRE

1 SYNTHÈSE

2 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

3 LE SCÉNARIO

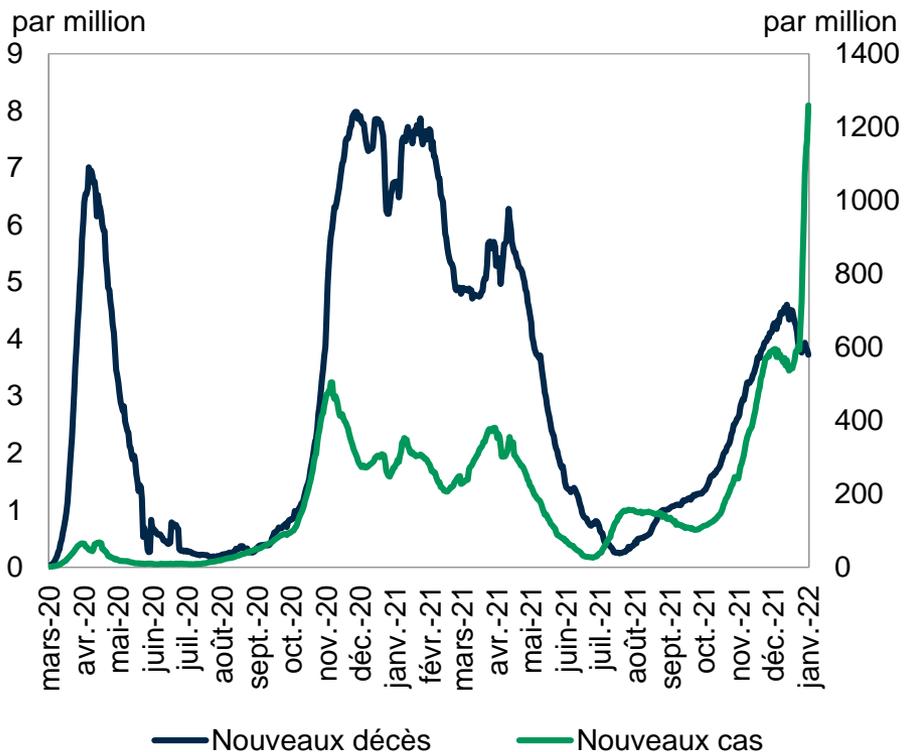
4 FOCUS : LIEN INFLATION ET EMPLOI

5 POLICY-MIX

RÉSISTANCE DU SCÉNARIO À OMICRON

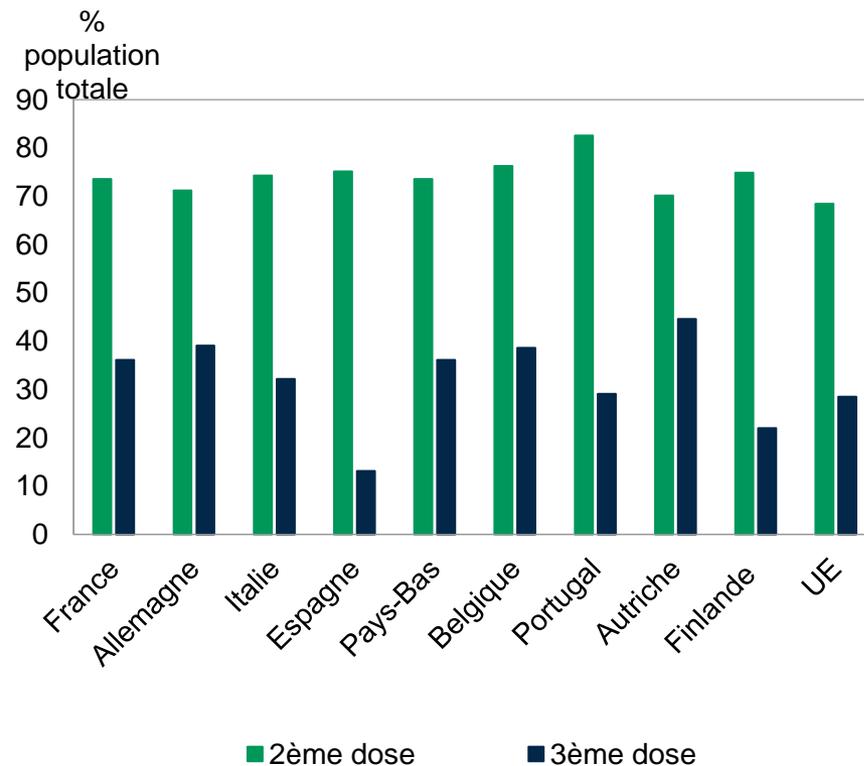
VIRUS MOINS LÉTHAL ET VACCINATION ÉLEVÉE LIMITENT L'IMPACT

Omicron : plus de transmission, moins de mortalité



Sources : OMS, Crédit Agricole SA / ECO

État d'avancement de la vaccination

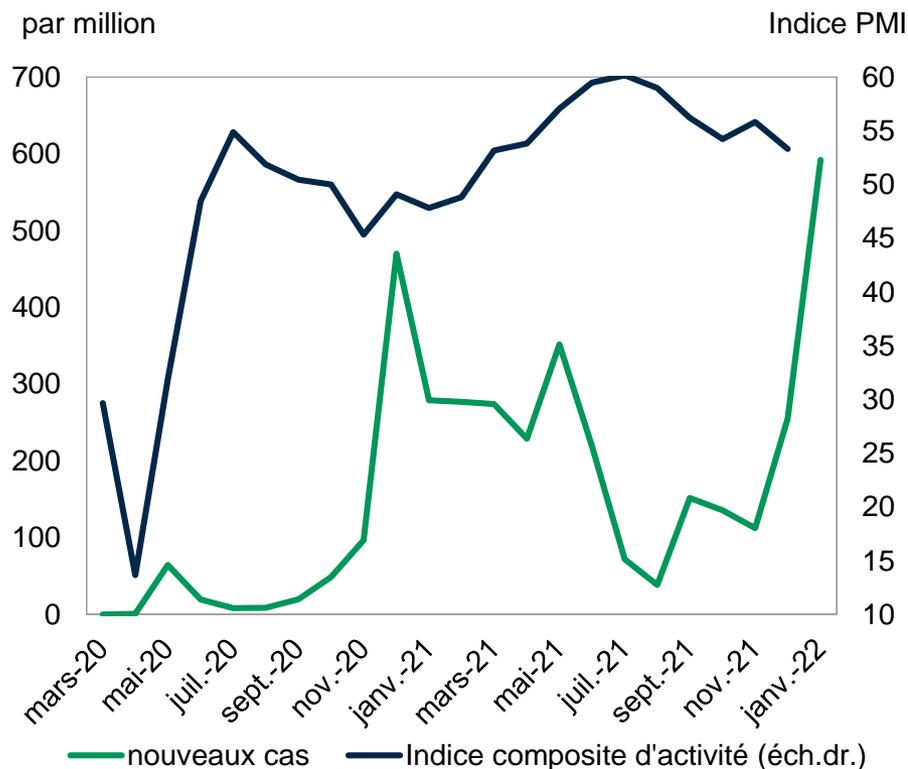


Sources : ECDPC, Crédit Agricole SA / ECO

RÉSISTANCE DU SCÉNARIO À OMICRON

VIRUS MOINS LÉTHAL ET VACCINATION ÉLEVÉE LIMITENT L'IMPACT

Contaminations et activité



Sources : OMS, Markit, Crédit Agricole SA / ECO

Le lien entre nombre de contaminations et activité est affaibli.

L'impact sur la demande limité principalement aux services sans discontinuité importante dans les comportements.

L'impact sur l'offre improbable.

Risques :

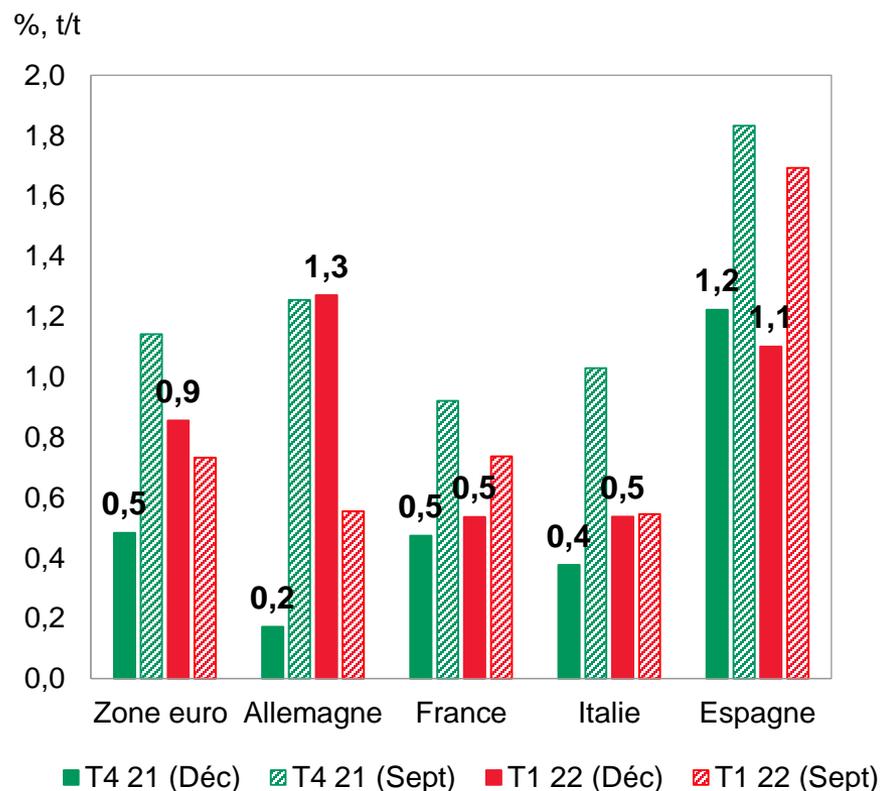
Comportements de prudence dans les activités intensives en contacts.

Le nombre élevé de cas introduit un risque de **dislocation de l'offre de travail** en cas d'isolement.

RÉSISTANCE DU SCÉNARIO À OMICRON

UN RISQUE BAISSIER SUR L'HIVER

Révision à la baisse des prévisions



Une révision à la baisse des prévisions déjà **actée** et particulièrement marquée sur l'Autriche, les Pays-Bas (en confinement), l'Allemagne (en confinement partiel) et l'Italie.

Risque baissier ailleurs et sur T1 2022.

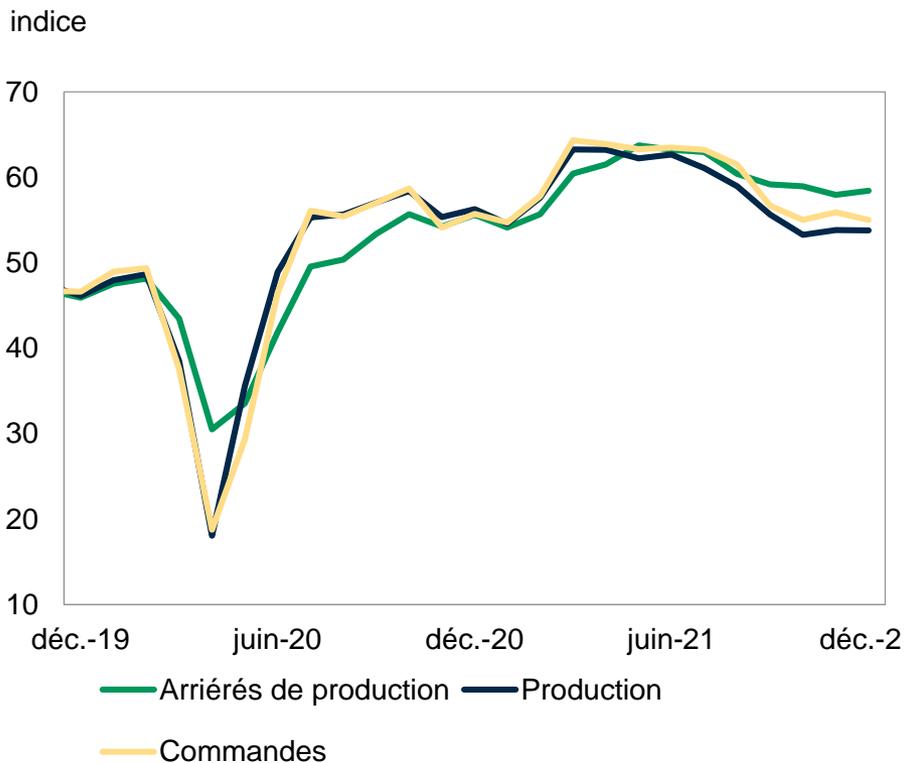
Risque haussier sur T2 2022.

Source : Crédit Agricole SA / ECO

NORMALISATION DE LA DEMANDE ET DE L'OFFRE

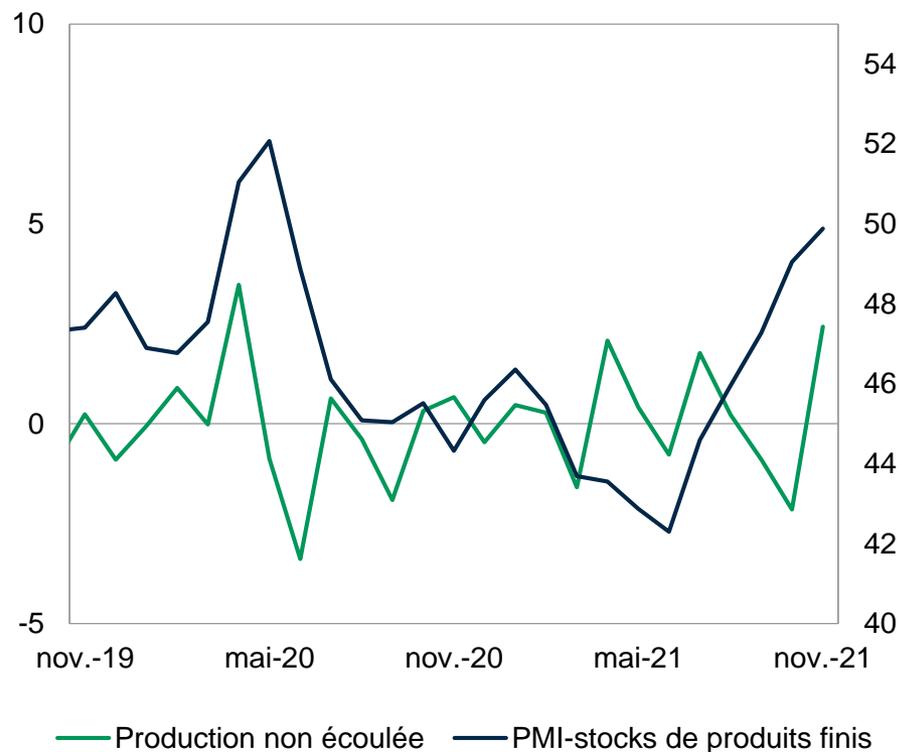
PREMIER RELÂCHEMENT DES CONTRAINTES D'OFFRE, REDRESSEMENT DE LA PRODUCTION ET CYCLE DES STOCKS

Manufacture : assouplissement des contraintes



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

Reprise du restockage



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

SOMMAIRE

1 SYNTHÈSE

2 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

3 | LE SCÉNARIO

4 FOCUS : LIEN INFLATION ET EMPLOI

5 POLICY-MIX

LES THÈMES DU SCÉNARIO

UNE REPRISE PAS TOUT À FAIT COMPLÈTE MAIS MODÉRÉMENT REFLATIONNISTE

Un scénario élaboré début décembre, qui tient malgré la vague Omicron

Un frein sur l'activité mais sans une forte discontinuité dans les comportements et avec plus de synchronisation entre pays.

Un risque baissier sur les T4 2021 et T1 2022 mais haussier sur le T2 2022.

Normalisation de la demande et de l'offre = reflux de l'inflation

Perte progressive de dynamisme de la consommation compensée par un relâchement des contraintes d'offre, redressement de la production et du cycle des stocks.

Une reprise qui ne sera complète que fin 2022 : niveau d'activité pré-crise déjà atteint mais niveau projeté avant la crise encore à atteindre

Choc inflationniste exogène avec écart de production encore à combler = demande agrégée faible et risque sur le pouvoir d'achat surpondéré par rapport à un risque de spirale inflationniste.

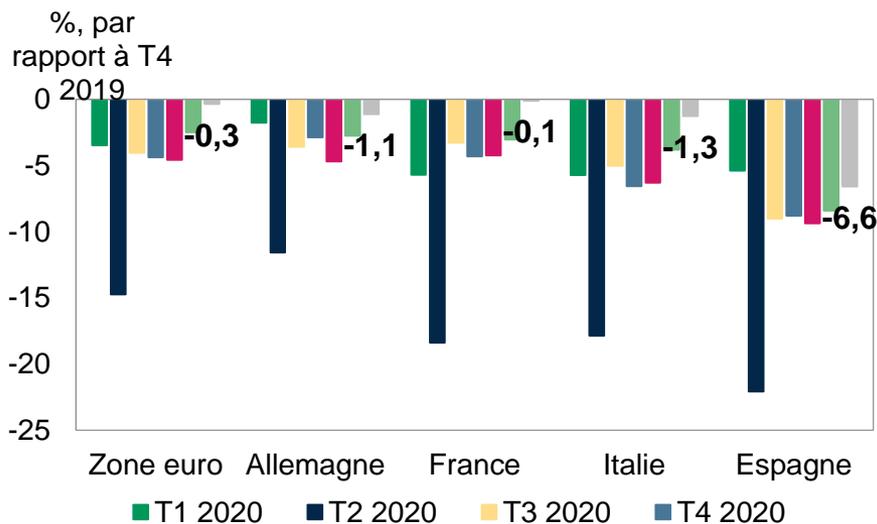
Une reprise permettant néanmoins un redressement de l'inflation de fond.

Retrait très progressif et prudent de l'accommodation monétaire et budgétaire

LES THÈMES DU SCÉNARIO

UNE REPRISE PAS TOUT À FAIT COMPLÈTE MAIS MODÉRÉMENT REFLATIONNISTE

PIB : écart au niveau pré-crise

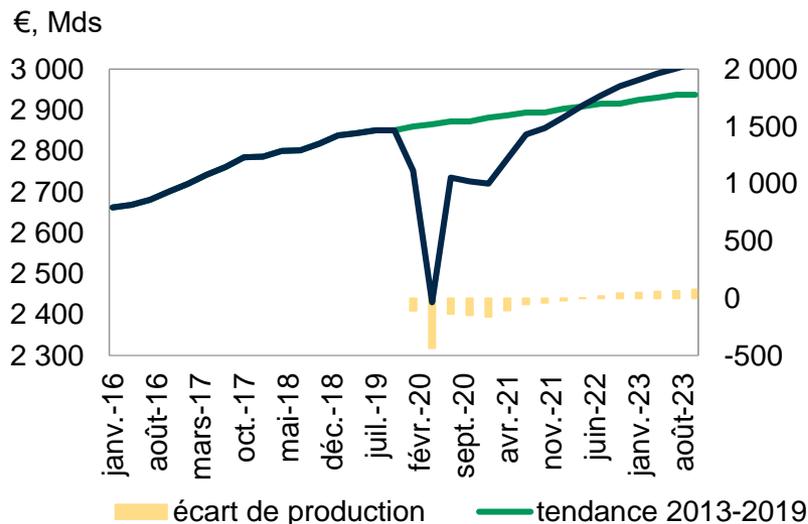


Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A./ECO

La zone a retrouvé le niveau de PIB pré-crise (à -0,3% de celui-ci), mais le rattrapage n'est pas achevé partout.

Il est complet en France au T3 2021, plus en retard en Allemagne et en Italie et encore très loin de combler l'écart au niveau d'avant la crise en Espagne

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



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

Le niveau projeté avant la pandémie ne sera atteint qu'à la mi-2022.

Ensuite la croissance se poursuivra à un rythme plus modéré mais toujours supérieur au rythme potentiel et à celui projeté avant la crise.

Après le rebond et le rattrapage, les plans de relance prendront la relève pour soutenir l'investissement et la croissance.

MÉNAGES : NORMALISATION DES SOURCES DE REVENU

FACE À LA STAGNATION DU POUVOIR D'ACHAT EN 2022, LA PROGRESSION DE LA CONSOMMATION COMPTE SUR UNE NOUVELLE BAISSÉ DU TAUX D'ÉPARGNE

Le rattrapage du niveau de consommation pré-pandémique est bien avancé mais pas achevé au T3 2021 (-2,4%). Les dépenses des ménages ont augmenté de 4,1% sur le trimestre, en accélération par rapport au T2 (3,9%). Le T3 a marqué une nouvelle baisse du taux d'épargne dans la zone euro. À 15%, il a atteint son plus bas niveau depuis la crise de la Covid, mais il demeure supérieur à tout niveau connu avant la crise. **L'excès d'épargne cumulé avec la crise s'est donc beaucoup réduit, mais il reste encore positif dans la zone euro et dans ses principales économies.**

Ce surplus est moindre en Allemagne qu'en France, en Italie et en Espagne. C'est en Espagne qu'il s'est encore accru au T3 à la différence des autres grands pays.

La baisse du taux d'épargne a accompagné la croissance soutenue de la consommation et a compensé l'affaiblissement de la progression du revenu disponible (0,8% sur le trimestre après 1,4% au T2) nominal et surtout la stabilité du revenu disponible réel. Le revenu disponible a pu progresser grâce à une forte augmentation des

revenus du travail, poussés par l'accélération de l'emploi salarié (1%) et du salaire par tête (+2,3% sur le trimestre). Les revenus des indépendants ont aussi bien progressé, tandis que le soutien public aux revenus des ménages a reculé et les impôts ont contribué négativement à la croissance du revenu disponible pour le deuxième trimestre consécutif après cinq trimestres de contribution positive.

C'est donc une normalisation des sources de revenu qui est en cours, avec les revenus du travail qui fournissent une plus forte contribution grâce à des comportements d'activité qui retrouvent progressivement leurs modalités pré-pandémiques. Les ménages ont continué d'investir le logement, bien qu'à un moindre rythme, mais leur taux d'investissement a continué d'augmenter. Leur investissement financier a diminué, notamment dans les actifs liquides, dont la part dans le revenu a néanmoins continué d'augmenter. La croissance de l'endettement bancaire s'est accélérée, mais la dette en points de PIB est en baisse. La remontée de la

richesse financière, tirée par des gains de valorisation, et de la richesse immobilière poussent à la hausse la richesse nette des ménages.

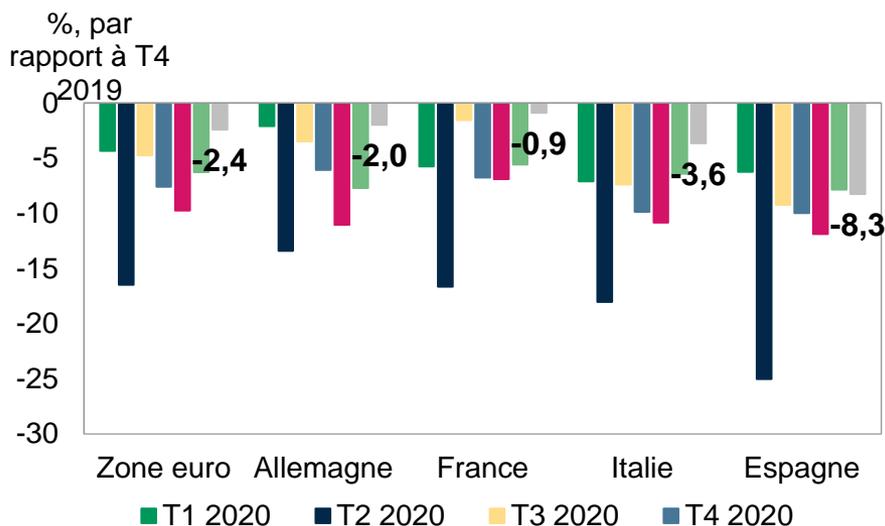
Les ménages de la zone euro sont en train de transformer progressivement leur excès d'épargne en consommation, mais aussi en investissement en actifs non liquides, et en logement. Néanmoins les ménages à revenus faibles continuent de montrer une forte dépendance au soutien public et ont déjà entamé l'excès d'épargne accumulé avec la crise.

La progression des revenus du travail va se modérer dans les prochains trimestres, une fois le processus de rattrapage de l'emploi et des heures travaillées achevé. **Le revenu disponible va retrouver un rythme de croissance proche de celui des prix, stabilisant ainsi le pouvoir d'achat en 2022. Les effets de richesse positifs et la normalisation des comportements d'épargne soutiendront la consommation (5,9% en 2022 et 2,2% en 2023 après 3,5% en 2021).**

CONSOMMATION : RATTRAPAGE INACHEVÉ

NORMALISATION DES SOURCES DE REVENU ET DÉPENSES DANS LES SERVICES

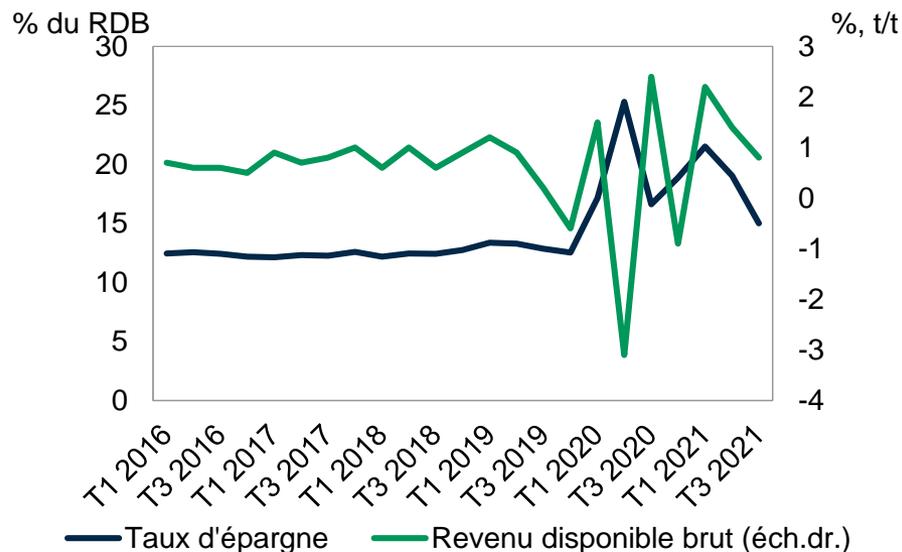
Consommation des ménages : écart au niveau pré-crise



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

Le rattrapage du niveau de consommation pré-pandémique est bien avancé mais pas achevé au T3 2021 (-2,4%). Les dépenses des ménages ont augmenté de 4,1% sur le trimestre, en accélération par rapport au T2 (3,9%), tirées par la consommation de services retrouvée. Cette hausse a été inégale entre pays : de 6,2% en Allemagne et de 5% en France, elle a été plus modeste en Italie (3%) et surtout en Espagne (1%). Ainsi, la consommation a presque retrouvé son niveau d'avant la crise en France, elle est un peu plus en retard en Allemagne et en Italie, mais elle doit encore combler un écart très important en Espagne.

Forte progression du revenu et baisse du taux d'épargne



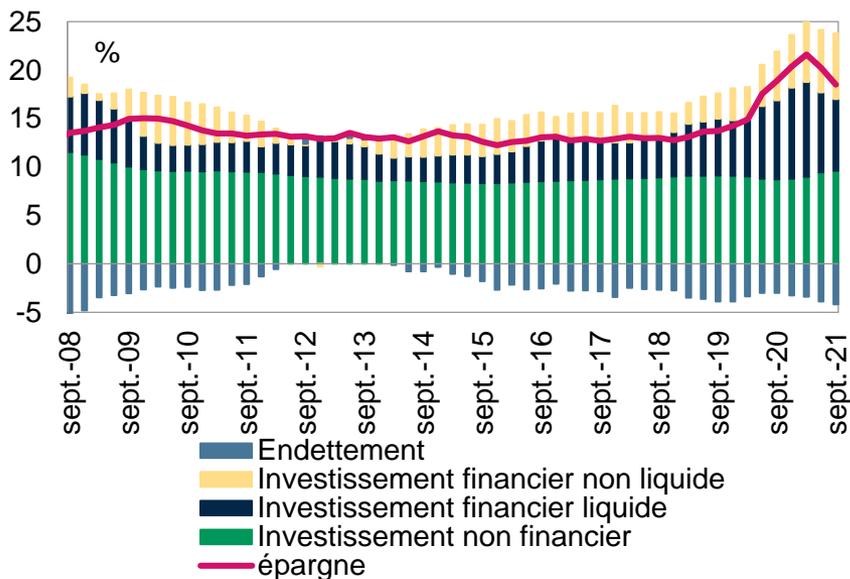
Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A./ECO

Après le rebond très marqué du revenu disponible au T2 2021 lié à la forte reprise des revenus du travail avec la réouverture des activités, sa progression s'est maintenue de façon **soutenue** au T3, bien qu'à un rythme ralenti, grâce au fort rebond de la masse salariale et à la forte croissance de l'EBE et du revenu mixte des indépendants. En revanche, les impôts plus élevés et les moindres prestations ont freiné ce rebond. C'est le résultat de la normalité retrouvée de l'activité et des comportements d'activité, qui vont se poursuivre pour ramener le revenu sur une dynamique plus modérée, mais plus autonome.

MÉNAGES : MOINS D'ÉPARGNE DE PRÉCAUTION ET PLUS D'INVESTISSEMENT

UN SURPLUS D'ÉPARGNE QUI VA ABONDER LA STAGNATION DU POUVOIR D'ACHAT

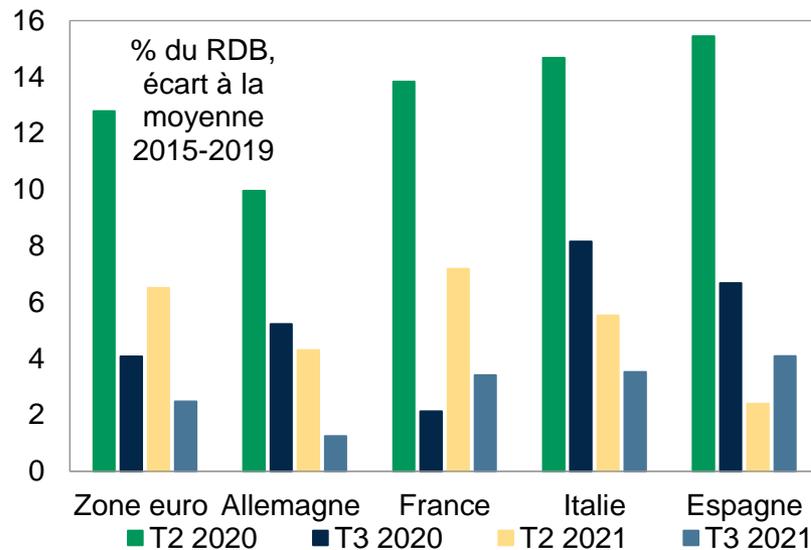
Allocation de l'épargne



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

La normalisation de la consommation s'accompagne de la normalisation des comportements d'épargne et d'investissement, avec une baisse de l'investissement en actifs liquides, mais un renforcement de l'investissement en logement soutenu par des flux de crédit toujours importants. La valorisation des actifs continue de jouer un rôle de soutien du revenu des ménages avec des effets de richesse importants.

Excès d'épargne



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

Malgré la baisse du taux d'épargne en cours depuis deux trimestres, le surplus d'épargne cumulé avec la pandémie n'est pas encore érodé.

Il peut continuer à soutenir la consommation, notamment en 2022 lorsque l'inflation encore élevée va éroder le pouvoir d'achat d'un revenu dont la croissance est en voie de modération. Ainsi, l'écart de consommation par rapport à l'avant pandémie sera comblé à l'été 2022.

ENTREPRISES : NORMALISATION DE LA PROFITABILITÉ

INVESTISSEMENT : RATTRAPAGE ACHEVÉ, DEMANDE PUBLIQUE ET PRIVÉE SOUTENUES

Après une dynamique très soutenue fin 2020, encore au T2 2021 (+1,3%), l'investissement en volume s'est replié au T3 (-0,9% sur le trimestre). C'est l'effet du recul de l'investissement en construction (-0,9%), plus marqué dans sa composante de logement (-1,2%) que dans les autres constructions (-0,6%), mais surtout du repli plus marqué de l'investissement en biens de transport (-8,6%). La croissance de l'autre investissement productif (machines et équipement et TIC) demeure positive, mais en ralentissement. C'est surtout le recul de l'investissement allemand (-2,2%) qui a freiné l'accumulation en zone euro, puisque la progression de l'investissement est restée positive ailleurs : de 1,6% en Italie, de 1,2% en Espagne et de 0,1% à peine en France.

La profitabilité des entreprises reste élevée malgré une progressive levée du soutien public, qui la ramène sur des niveaux plus « normaux ». La part des profits des entreprises de la zone euro s'est réduite au T3 (à 40,4% de la valeur ajoutée après 41,4% au T2). Les rémunérations se sont accrues de 3% sous l'effet de la remontée de

l'emploi (+0,9%) et des heures travaillées (+2,2%) ainsi que de la rémunération par tête (2% après 0,2%). Cette hausse a été plus rapide que celle de la productivité (+1,3%) et a provoqué le redressement des coûts salariaux unitaires (+0,7%). Mais ce sont aussi les impôts nets des subventions qui ont érodé la profitabilité : en hausse de 2,2% sur le trimestre, ils ont inversé leur tendance à la baisse. C'est la conséquence logique de la normalisation de l'activité, que l'on peut lire dans la très forte croissance de la valeur ajoutée du secteur du commerce, des transports, de l'hôtellerie et de la restauration et qui a entraîné une baisse du soutien public à la liquidité et à la profitabilité des entreprises.

L'investissement des SNF s'est toutefois redressé en valeur (0,9% sur le trimestre), mais pas assez pour enrayer le repli du taux d'investissement (à 23% de 23,6%). Ainsi, la capacité de financement a légèrement baissé, sans pour autant entraver la progression de l'investissement financier. **Tout comme les ménages, les entreprises ont aussi limité leur**

investissement de précaution avec un net ralentissement de l'investissement en actifs liquides, qui retrouve des niveaux plus normaux.

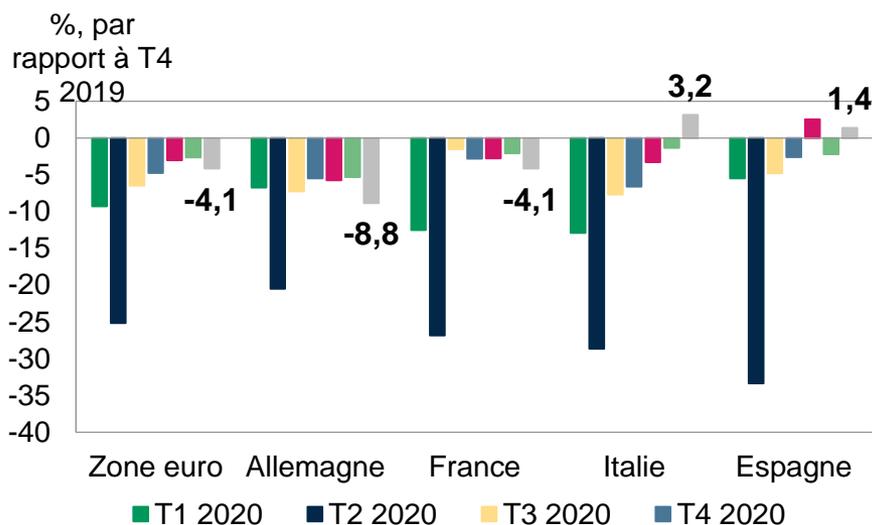
Le rythme de croissance de l'endettement s'est renforcé, sous l'effet de l'accélération de l'endettement obligataire et bancaire (3% sur un an après 2,3%) ayant compensé la baisse des émissions d'actions. La part de la dette des SNF dans le PIB a néanmoins continué de baisser (à 79,8%, soit moins deux points sur un an).

Le maintien d'une profitabilité élevée va pouvoir compter sur un cycle de productivité plus favorable. L'investissement peut continuer de s'appuyer sur cette bonne santé des entreprises et sur une demande privée et publique soutenue par les plans de relance (croissance de 5,8% prévue en 2022 et de 4,4% en 2023 après 3,6% en 2021). La contribution négative de l'investissement en biens de transport demeurerait mais devrait progressivement s'estomper.

INVESTISSEMENT : RATTRAPAGE ACHEVÉ DANS LA MACHINE ET ÉQUIPEMENT

MAIS LE TRANSPORT EST TOUJOURS UN FREIN

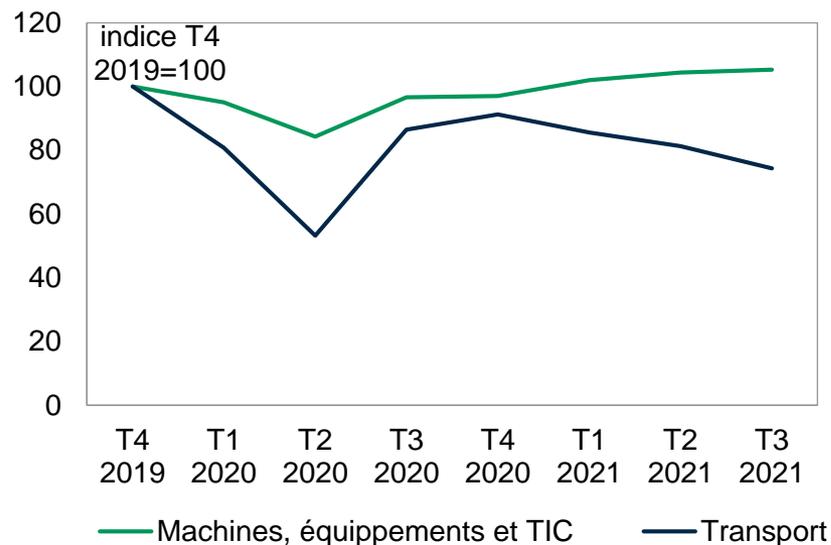
Investissement productif : écart au niveau pré-crise



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

Au T3, l'investissement productif s'est replié de 1,5% sous l'effet du recul plus marqué de l'investissement en biens de transport (-8,6%). La croissance de l'autre investissement productif (machines et équipements et TIC) demeure positive, mais en ralentissement. (+0,9%). Ce ralentissement intervient néanmoins après une croissance très soutenue (5,6% en moyenne par trimestre) au cours des quatre précédents trimestres.

Investissement productif : des performances très différenciées



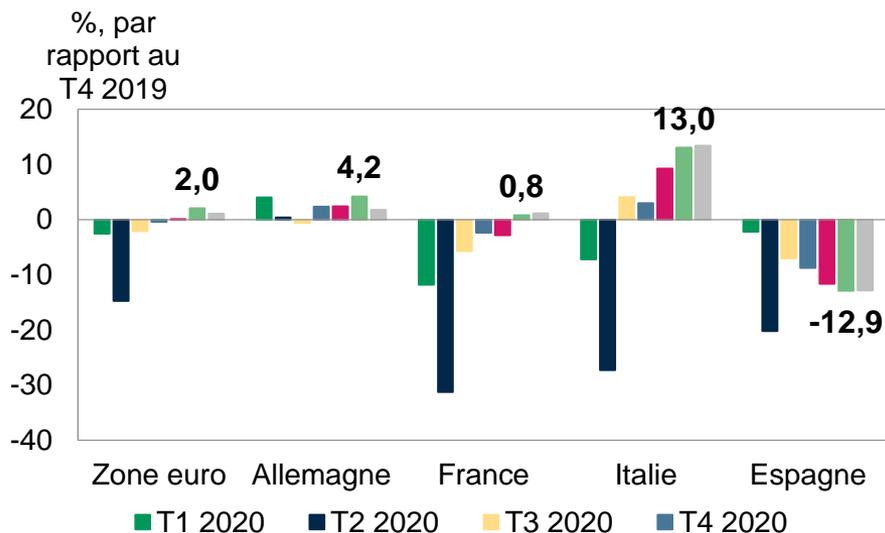
Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A./ECO

L'investissement en biens de transport a accentué son repli dans tous les pays au T3 et notamment en Allemagne. Son niveau est encore d'un quart inférieur à celui d'avant la crise et davantage en Allemagne, tandis qu'il est moindre en France (-12,6%). On estime qu'il a enlevé 0,3 point à la croissance cumulée du PIB de la zone des trois premiers trimestres de 2021. L'investissement productif autre qu'en biens de transport a retrouvé son niveau d'avant la pandémie dans tous les grands pays de la zone et l'a largement dépassé en Italie et en Espagne (+11,2% et +13,4% respectivement).

INVESTISSEMENT : ÉCART PRÉ-CRISE COMBLÉ DANS LA CONSTRUCTION

L'ESPAGNE EN FORT RETARD

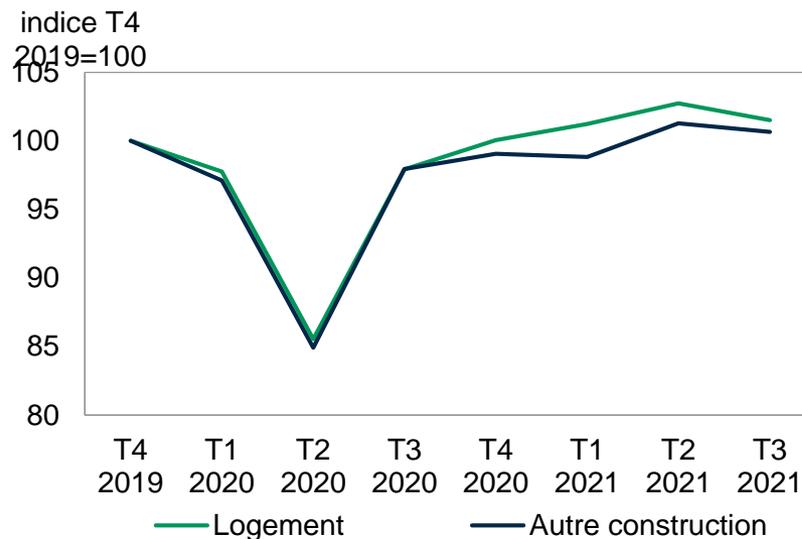
Investissement en construction : écart au niveau pré-crise



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

Au T3, recul de l'investissement en construction (-0,9%) plus marqué dans sa composante de logement (-1,2%) que dans les autres constructions (-0,6%). C'est le résultat principalement du recul de l'investissement allemand, qui reste en revanche positif mais en net affaiblissement ailleurs.

Investissement en construction : une reprise homogène



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

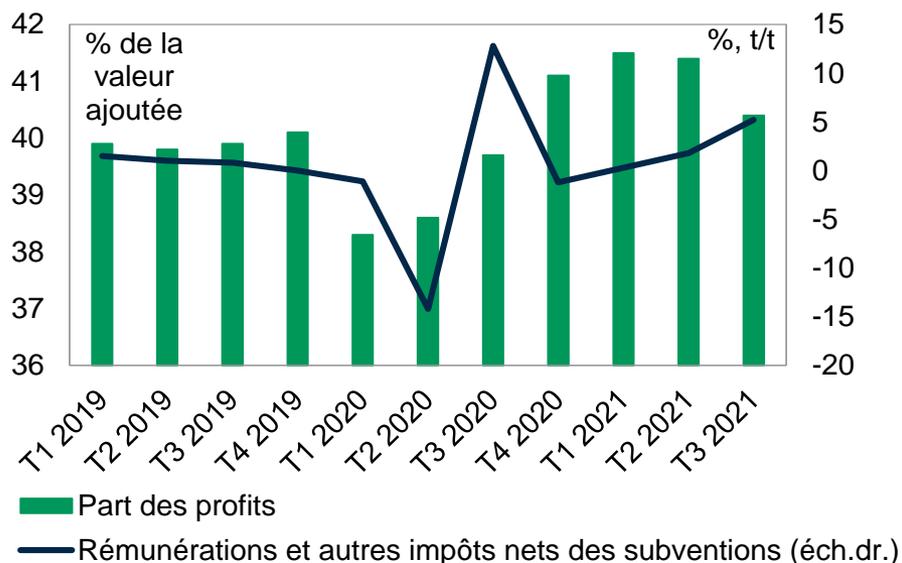
Toutes les grandes économies de la zone ont dépassé le niveau d'avant-crise à l'exception de l'Espagne où le retard est considérable (-12,9%).

La demande reste soutenue, tirée par des dépenses en logement des ménages, mais aussi par l'effet positif des plans de relance qui soutiennent la rénovation de l'habitat, mais aussi des grands projets d'infrastructures.

ENTREPRISES : PROFITABILITÉ ÉLEVÉE MAIS EN VOIE DE NORMALISATION

MOINS D'ÉPARGNE FINANCIÈRE DE PRÉCAUTION

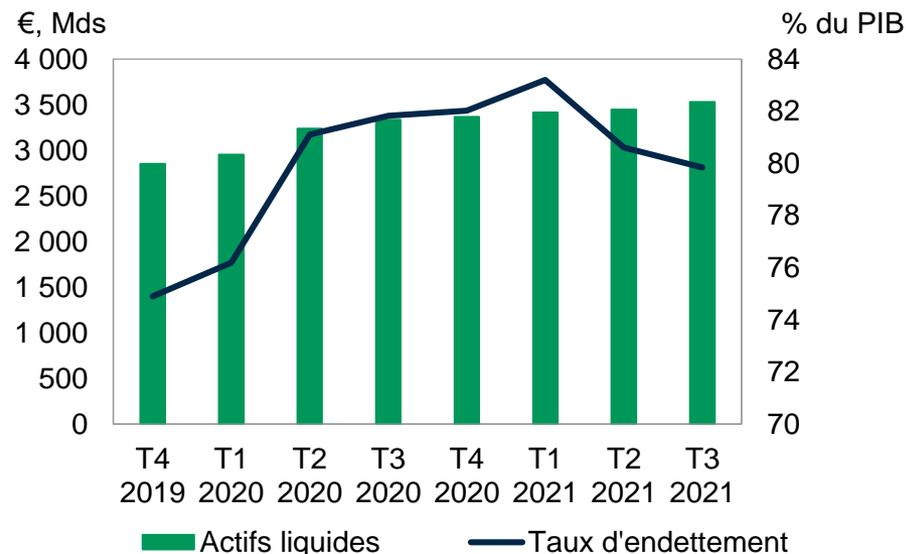
Baisse progressive des subventions et hausse des rémunérations normalisent la profitabilité



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

Les rémunérations se sont accrues de 3% sous l'effet de la remontée de l'emploi (+0,9%) et des heures travaillées (+2,2%) ainsi que de la rémunération par tête (2% après 0,2%). Mais ce sont aussi les impôts nets des subventions qui ont érodé la profitabilité : en hausse de 2,2% sur le trimestre, ils ont inversé leur tendance à la baisse. La part des profits des entreprises de la zone euro s'est réduite au T3 (à 40,4% de la valeur ajoutée après 41,4% au T2).

Investissement en actifs liquides en ralentissement, mais encours élevés et taux d'endettement en baisse



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

Tout comme les ménages, les entreprises ont aussi limité leur investissement de précaution avec un net ralentissement de l'investissement en actifs liquides, qui retrouve des niveaux plus normaux.

Le rythme de croissance de l'endettement s'est renforcé, sous l'effet de l'accélération de l'endettement obligataire et bancaire (3% sur un an après 2,3%) ayant compensé la baisse des émissions d'actions. La part de la dette des SNF dans le PIB a néanmoins continué de baisser (à 79,8% soit moins deux points sur un an).

SOMMAIRE

1 SYNTHÈSE

2 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

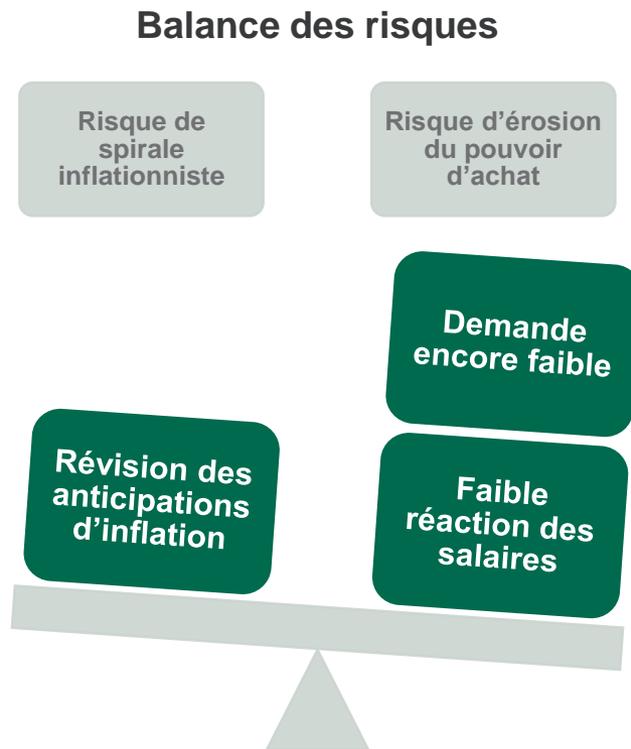
3 LE SCÉNARIO

4 | FOCUS : LIEN INFLATION ET EMPLOI

5 POLICY-MIX

FOCUS : INFLATION ET EMPLOI – JAMAIS L'UN SANS L'AUTRE

UNE REPRISE PAS TOUT À FAIT COMPLÈTE MAIS MODÉRÉMENT REFLATIONNISTE



Source: Crédit Agricole S.A./ECO

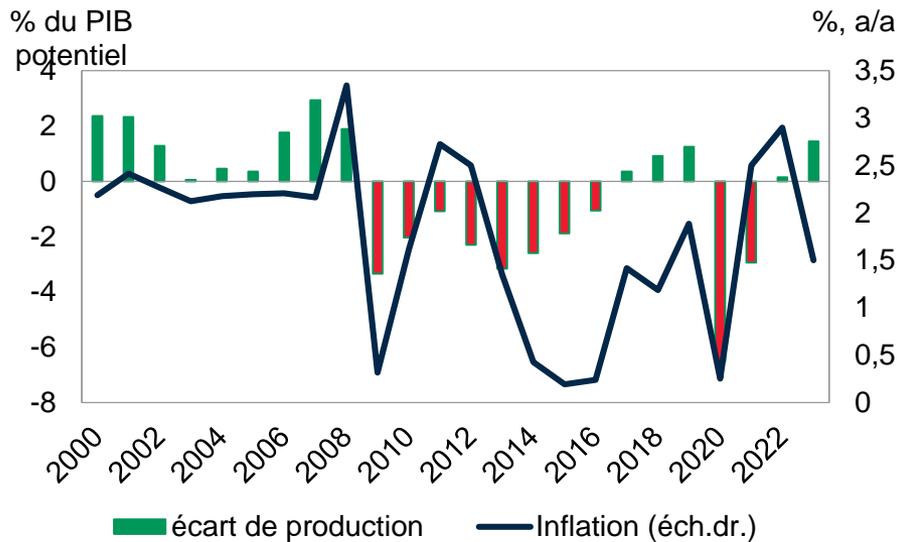
Malgré la puissance de son rebond, la demande agrégée est encore faible, ce qui est cohérent avec la modeste dynamique anticipée des salaires et une hausse de l'inflation plus persistante mais temporaire.

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.

FOCUS : INFLATION ET EMPLOI – JAMAIS L'UN SANS L'AUTRE

DE MOINDRE DÉGÂTS SUR LES CAPACITÉS DE PRODUCTION ÉLOIGNENT LE RISQUE DÉFLATIONNISTE

Zone euro : l'écart de production négatif rapidement comblé

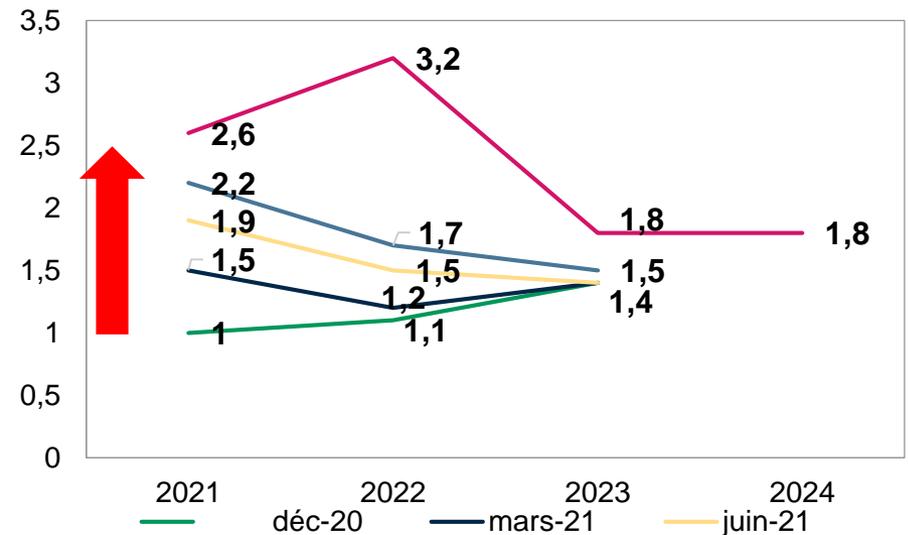


Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A./ECO

Contrairement aux craintes initiales, l'écart de production négatif comblé par la crise sera résorbé à l'horizon de notre prévision.

Ce resserrement rapide contraste avec l'expérience passée de la grande crise économique et financière, suite à laquelle l'écart de production négatif et les surcapacités avaient perduré pendant une décennie, contribuant aux fortes pressions déflationnistes connues au cours des années 2010.

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



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

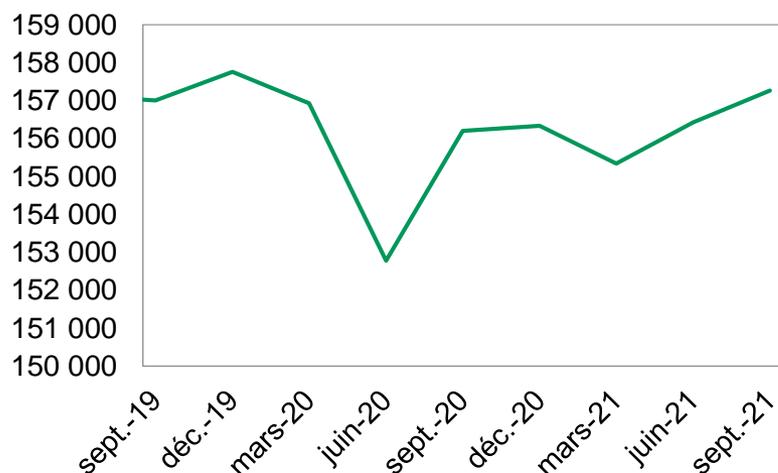
La BCE a progressivement remonté sa prévision d'inflation pour 2022 de 1,7% à 3,2% mais cette révision est bien plus modeste à l'horizon 2023 (de 1,5% à 1,8%) et sa projection d'inflation en 2024 est toujours inférieure à sa cible. C'est donc une inflation toujours transitoire et déterminée par un choc d'offre ayant des effets limités sur l'inflation sous-jacente dont la prévision est revue à la hausse, de 1,4% à 1,9% en 2022 et de 1,5% à 1,7% en 2023.

FOCUS : INFLATION ET EMPLOI – JAMAIS L'UN SANS L'AUTRE

DES SOURCES LIMITÉES D'INFLATION PERMANENTE EN PROVENANCE DU MARCHÉ DU TRAVAIL

Zone euro : population active

Milliers de personnes

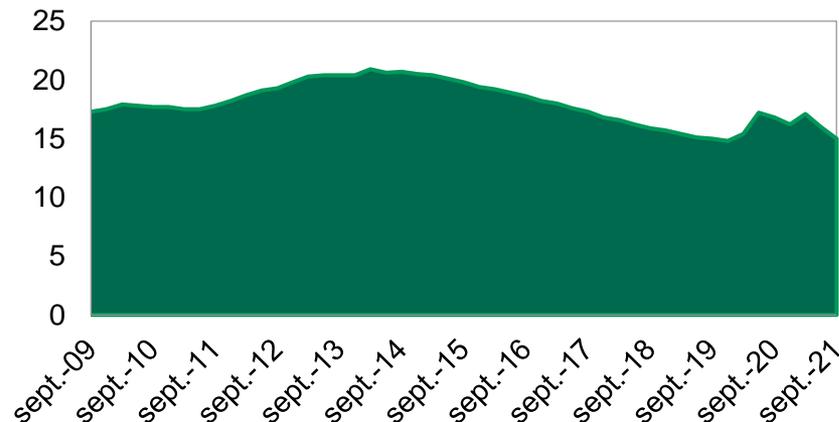


Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A./ECO

On n'observe pas (ou pas encore) en zone euro les comportements de retrait de l'activité qui ont concerné les États-Unis et qui paraissent structurels, conduisant à réduire de façon permanente l'offre de travail et à augmenter ainsi le taux de chômage d'équilibre (le NAIRU ou taux de chômage non inflationniste) avec pour résultat une hausse des tensions salariales et une transition vers un régime plus inflationniste.

Capacités excédentaires sur le marché du travail

% de la population active étendue



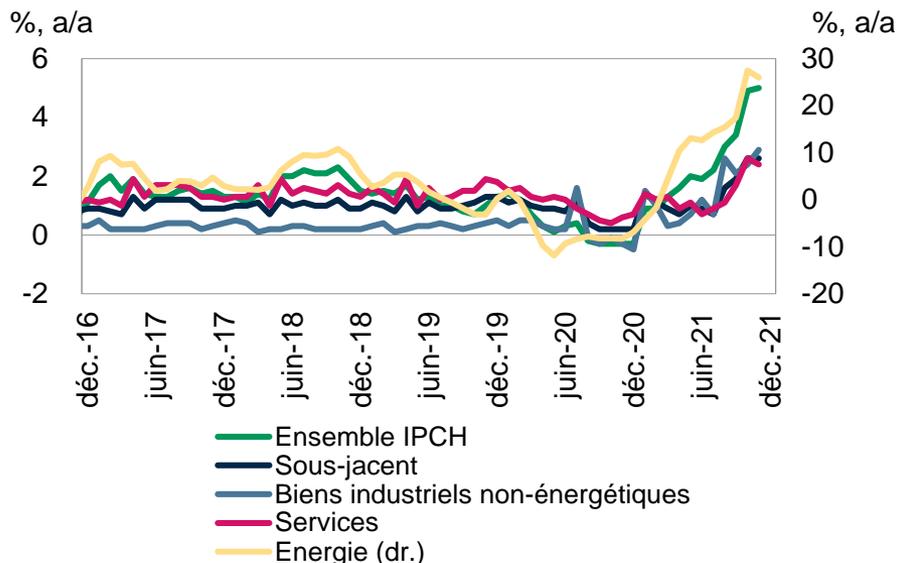
Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A./ECO

Dans la zone euro des retraits temporaires d'activité ont bien eu lieu, mais une grosse partie d'entre eux s'est traduite par un retour sur le marché du travail dès la reprise de l'activité. Aussi, le mécanisme du chômage partiel, en préservant le lien avec l'emploi, peut avoir réduit la probabilité d'éloignement définitif. Le taux de chômage a retrouvé rapidement son niveau d'avant-crise et les moindres capacités excédentaires sur le marché du travail augmentent la probabilité d'une croissance un peu plus (mais modérément) inflationniste.

FOCUS : INFLATION ET EMPLOI – JAMAIS L'UN SANS L'AUTRE

INFLATION ÉLEVÉE MAIS EFFETS DE SECOND TOUR LIMITÉS

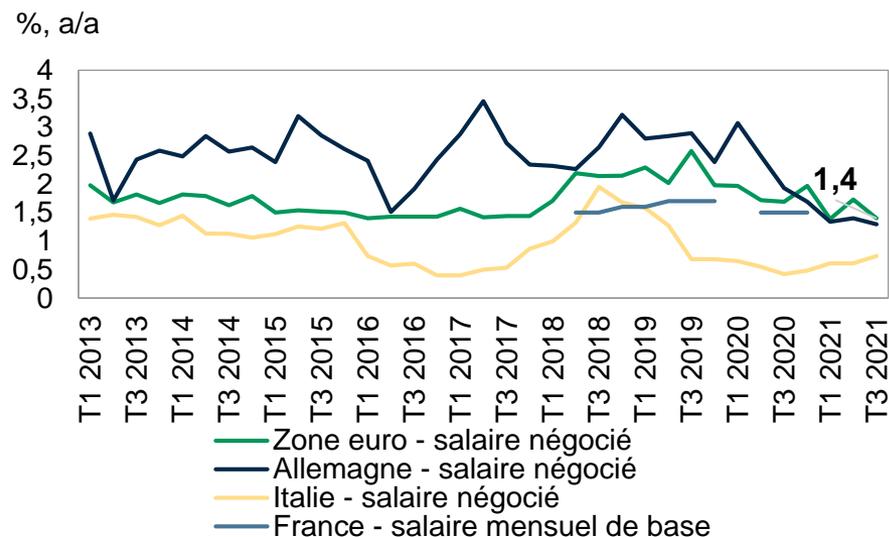
Inflation : rotation des biens aux services



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

L'inflation en zone euro a atteint un nouveau point haut en décembre (5% sur un an après 4,9% en novembre). L'inflation se situe donc à 2,6% en moyenne annuelle en 2021 en ligne avec notre prévision. L'accélération de la croissance des prix a lieu malgré l'affaiblissement de la hausse des prix de l'énergie (+26% sur un an après 27,5%), tandis que les composantes plus stables de l'inflation se stabilisent dans l'ensemble. L'inflation sous-jacente s'arrête à 2,6% en décembre sous l'effet de la modération de la croissance des prix des services compensée par l'accélération des biens industriels et alimentaires. L'inflation atteindrait 3% en 2022 pour revenir à 1,5% en 2023

Salaires négociés : une dynamique très modérée



Sources : BCE, Bundesbank, Insee, Istat, Crédit Agricole S.A./ECO

Le risque d'une répercussion large et automatique des récentes hausses d'inflation sur la croissance des salaires semble plutôt faible car 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 ; ces dernières utilisent principalement une mesure de l'inflation qui exclut l'énergie. Les négociations salariales en 2021 ont produit des hausses limitées de 1,4% au T1, de 1,7% au T2 et de 1,4% au T3. On prévoit une croissance de 3,7% en 2021 et de 2,4% en 2022 du salaire effectif avec un acquis encore fort en début 2022, mais une dynamique qui s'affaiblit.

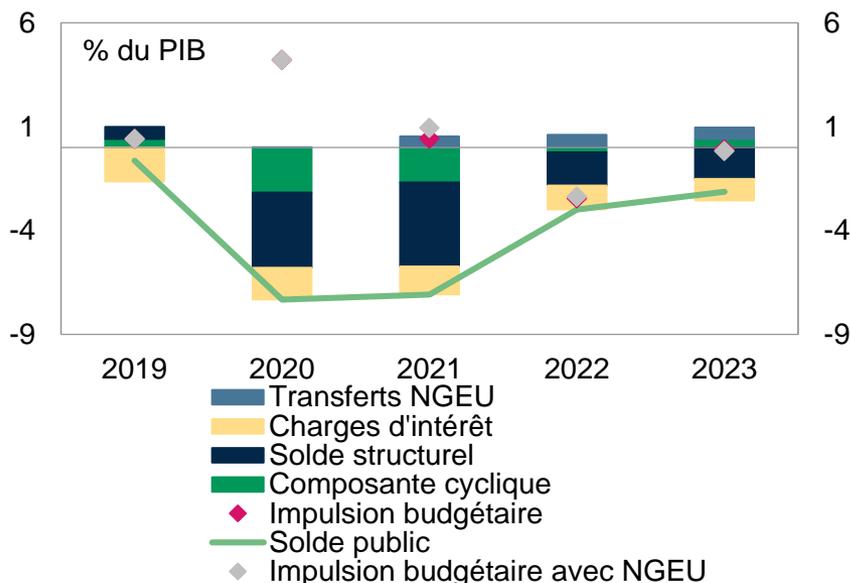
SOMMAIRE

- 1 SYNTHÈSE
- 2 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES
- 3 LE SCÉNARIO
- 4 FOCUS : LIEN INFLATION ET EMPLOI
- 5 | POLICY-MIX

RETRAIT TRÈS PROGRESSIF ET PRUDENT DU SOUTIEN

POLITIQUE BUDGÉTAIRE : SOUTIEN EUROPÉEN ET ASSOULPISSEMENT DES RÈGLES

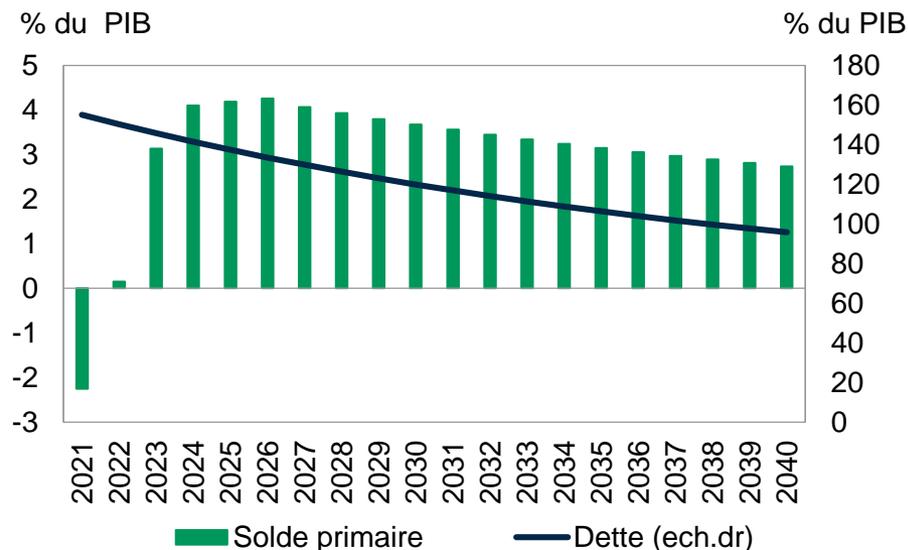
Solde et orientation budgétaire



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

Après le fort soutien de la politique budgétaire en 2020, la nouvelle impulsion fournie en 2021 est à peine positive et devient négative en 2022 et 2023, lorsque le déficit structurel se réduit. Les fonds européens du NGEU ne compensent pas complètement ce moindre soutien au niveau agrégé de la zone euro, mais ils sont significatifs pour maintenir une impulsion moins négative dans les pays du Sud, gros bénéficiaires des fonds européens.

Trajectoire des finances publiques selon les règles du PSC - Italie



Sources/ Crédit Agricole S.A./ECO

Les règles budgétaires du Pacte de stabilité et de croissance sont suspendues jusqu'à fin 2022, mais leur réintroduction sans modification paraît peu probable. L'héritage de dettes élevées laissé par la pandémie ne permet pas d'appliquer les règles à la lettre sans imposer des restrictions budgétaires non soutenables aux pays les plus endettés et d'amputer ainsi la reprise. Des modifications à la marge sont attendues, mais le consensus politique autour d'elles est encore à construire.

RETRAIT TRÈS PROGRESSIF ET PRUDENT DU SOUTIEN

POLITIQUE MONÉTAIRE : UNE ASSURANCE CONTRE UNE NORMALISATION PRÉCOCE

I) Réaffirmer la stratégie par rapport à l'inflation et le guidage des anticipations sur les taux ; accompagner le retrait du soutien d'urgence par une présence significative et flexible sur le marché souverain.

Les trois conditions qui doivent être réunies avant une première hausse des taux :

- L'inflation doit atteindre l'objectif de 2% bien avant la fin de l'horizon de projection de la BCE.
- Cet objectif doit être atteint de manière durable jusqu'à la fin de l'horizon de projection.
- Les progrès réalisés en termes d'inflation sous-jacente doivent être suffisamment avancés pour être compatibles avec la stabilisation de l'inflation au niveau de son objectif à moyen terme.

Dans ses projections de décembre 2021 la BCE anticipe une inflation à 3,2% en 2022, à 1,8% en 2023 et 2024, donc encore inférieure à sa cible malgré une orientation encore très accommodante de sa politique.

RETRAIT TRÈS PROGRESSIF ET PRUDENT DU SOUTIEN

POLITIQUE MONÉTAIRE : UNE ASSURANCE CONTRE UNE NORMALISATION PRÉCOCE

II) Accompagner le retrait du soutien d'urgence par une présence significative et flexible sur le marché souverain.

Un bilan toujours en expansion au moins jusqu'à la fin 2022 malgré la fin du programme pandémique afin de s'assurer que les flux d'achat de titres correspondent aux émissions souveraines et éviter une pentification trop forte et injustifiée de la courbe des taux ainsi que tout risque de fragmentation.

- Baisse dès octobre 2021 des achats dans le cadre du programme d'urgence PPE et fin en mars 2022.
- Extension de la période de réinvestissement jusqu'à fin 2024, en maintenant toute la flexibilité des achats entre juridictions et classes d'actifs.
- Hausse temporaire des achats d'actifs dans le programme traditionnel APP en 2022.

Nous anticipons l'annonce d'un nouveau programme de TLTRO à des conditions moins favorables que les TLTROIII).

CONSULTEZ NOS DERNIÈRES PARUTIONS EN ACCÈS LIBRE SUR INTERNET

Date	Titre	Thème
14/01/2022	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
13/01/2022	Réindustrialisation ou comment sortir de la dépendance ?	Monde
13/01/2022	Israël – Un environnement porteur et une économie performante malgré la crise	Afrique et Moyen-Orient
11/01/2022	Pologne – Une nouvelle année qui sera encore marquée par l'inflation	PECO
10/01/2022	Espagne – Scénario 2021-2023 : nouvel an, nouvelles incertitudes	Espagne
10/01/2022	Royaume-Uni – Des révisions significatives du PIB par l'ONS nous conduisent à réajuster nos prévisions	Royaume-Uni
07/01/2022	Monde - L'actualité de la semaine	Monde
07/01/2022	Allemagne – Scénario 2021-2023 : les hivers se succèdent mais ne se ressemblent pas...	Allemagne
07/01/2022	Kazakhstan – Où l'on se souvient du rôle stratégique de l'Asie centrale...	Asie centrale
06/01/2022	France – Scénario 2021-2023 : malgré les incertitudes, la reprise se confirme	France
05/01/2022	Marché immobilier de bureaux : impacts à venir du développement du télétravail	Sectoriel
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

MONPERRUS-VERONI Paola

+33 1 43 23 67 55 

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 : 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.