



# ZONE EURO SCÉNARIO 2023-2024

## LE CHOC QUI VA, LE CHOC QUI VIENT

Janvier 2023

**Paola Monperrus-Veroni**

AGIR CHAQUE JOUR DANS VOTRE INTÉRÊT  
ET CELUI DE LA SOCIÉTÉ



ÉTUDES ÉCONOMIQUES GROUPE

# SOMMAIRE

1 | SYNTHÈSE

2 ÉVOLUTIONS RÉCENTES ET SCÉNARIO DE COURT TERME

3 FOCUS : LA NATURE DE L'INFLATION

4 LA LOGIQUE DU SCÉNARIO

5 LE *POLICY-MIX*

# SYNTHÈSE

## UNE PERTE DE REVENU PÉRENNE ET INÉGALEMENT PARTAGÉE

La longue vague du rebond *post-pandémique* retombe et la normalisation de la croissance se heurte au nouveau choc plus permanent lié à la guerre en Ukraine. **Le ralentissement de l'économie est exceptionnel : de 5,5% au premier trimestre 2022, le rythme annuel de croissance du PIB s'est replié à 2,3% au troisième trimestre.** L'ampleur de l'affaiblissement n'est pas due uniquement à la dégradation du cycle en conséquence de la guerre. Le retrait des mesures exceptionnelles de soutien et la normalisation de l'excès de demande après son « refoulement » conduisent désormais l'ampleur du cycle vers des valeurs plus « normales ». Mais cette détérioration est plus importante que celle expérimentée lors de la dernière récession connue par la zone (hors période pandémique) c'est-à-dire entre 2011 et 2012. La résilience de la consommation, portée par un surplus d'épargne important, pourrait retarder la contraction que l'on attend au quatrième trimestre 2022 et au premier trimestre 2023.

Mais le repli de l'activité ne pourra pas être évité et **un nouveau rythme de croissance durablement plus faible se profile en deçà d'une croissance potentielle elle aussi affaiblie. Nous prévoyons une croissance du PIB à 0,1% en 2023 et à 1,1% en 2024.**

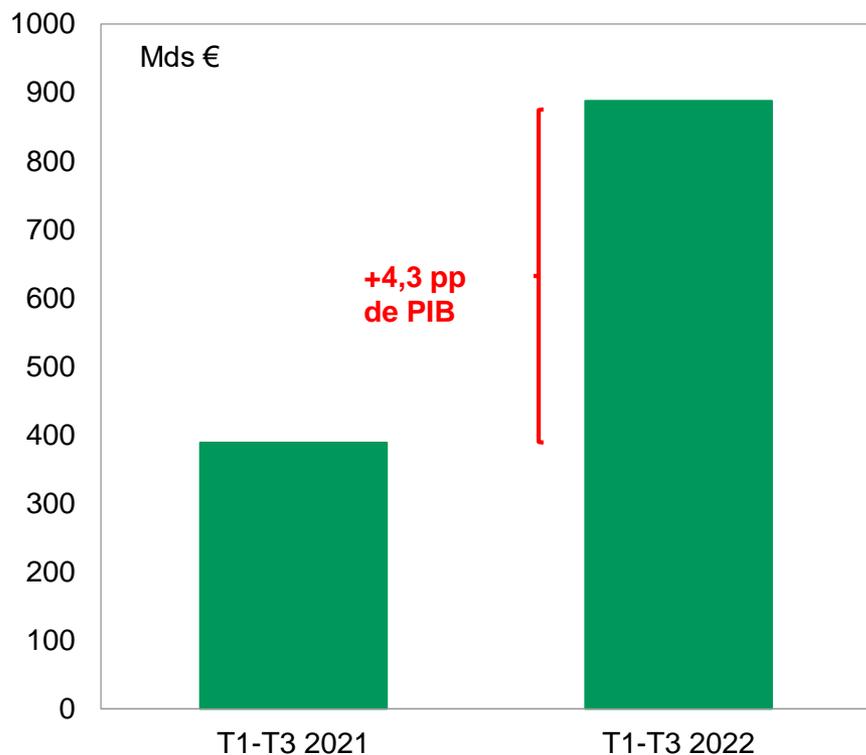
La perte de revenu pour l'économie de la zone euro induite par la hausse des prix des matières premières énergétiques peut être appréciée par le renchérissement des importations d'énergie sur les neuf premiers mois de 2022 par rapport à la même période de 2021 : ce surcoût énergétique correspond à 4,3 points de PIB. **Les effets dynamiques de la dégradation des termes de l'échange et de la perte de compétitivité sur les volumes d'exportation et les parts de marché vont se déployer progressivement et alourdir ce bilan. La surcharge pérenne de la facture énergétique des Européens se traduit par un recul durable de l'activité.** La répartition des pertes entre les différents acteurs

de l'économie peut se chiffrer *ex-ante* dans un cadre statique fondé sur leur consommation relative d'énergie : 26% des pertes peuvent être ainsi imputés aux ménages, 71% aux entreprises et 3% aux administrations. Mais, des redistributions de la charge entre acteurs (soutien de l'État aux ménages et aux entreprises, transfert de la hausse des coûts des producteurs aux consommateurs, redistribution des profits des entreprises aux ménages) vont modifier cette répartition. Les modifications de comportements engendrés par le nouveau signal-prix affectent la perte relative des acteurs mais aussi la perte cumulée pour la nation. **Si au cours des premiers onze mois de l'année, la plus forte baisse de consommation de gaz est portée en Allemagne et en Italie par l'industrie (avec des baisses respectives de 20% et 12% par rapport à la moyenne 2019-2021), en France, elle l'est davantage par les ménages (-15%).**

# UN PUISSANT CHOC DE COMPÉTITIVITÉ

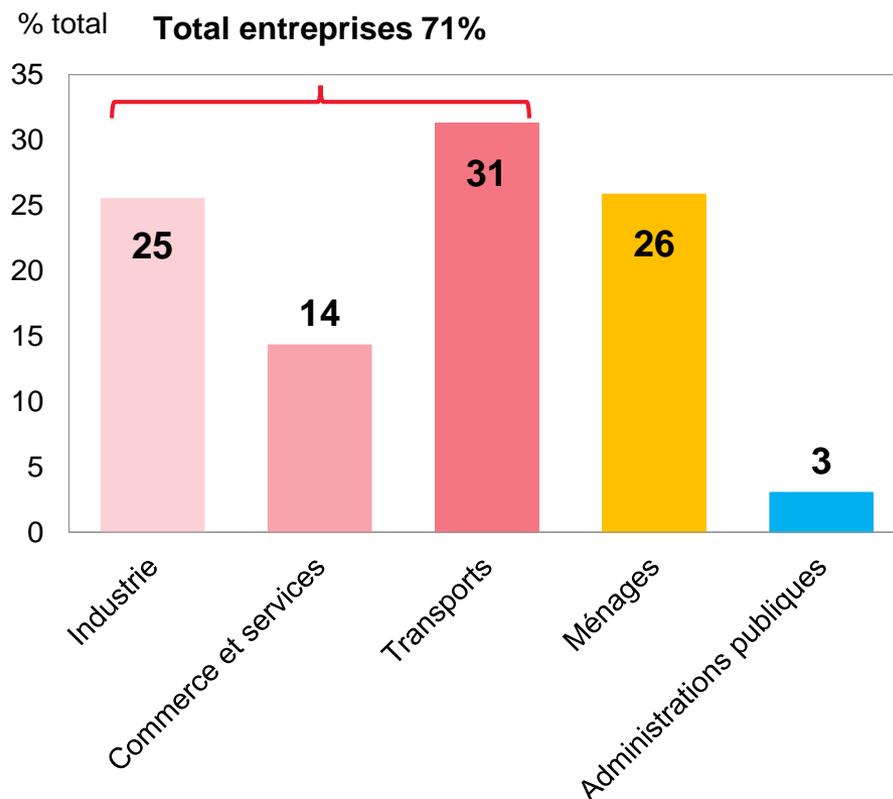
## DONT LES COÛTS SONT INÉGALEMENT DISTRIBUÉS...

### Un choc de compétitivité : hausse de la valeur des importations d'énergie



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

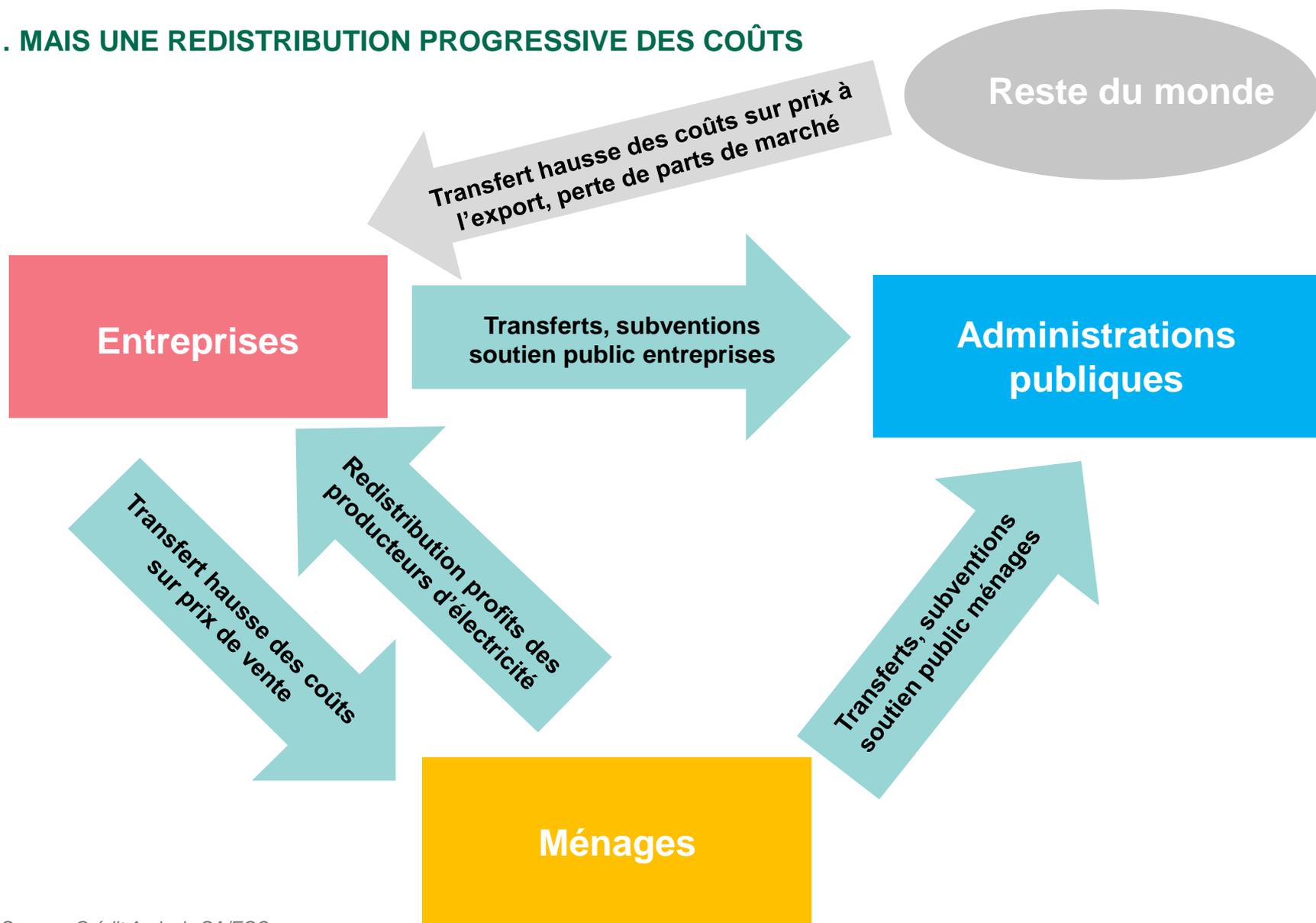
### Consommation finale d'énergie par secteur



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

# UN PUISSANT CHOC DE COMPÉTITIVITÉ

... MAIS UNE REDISTRIBUTION PROGRESSIVE DES COÛTS

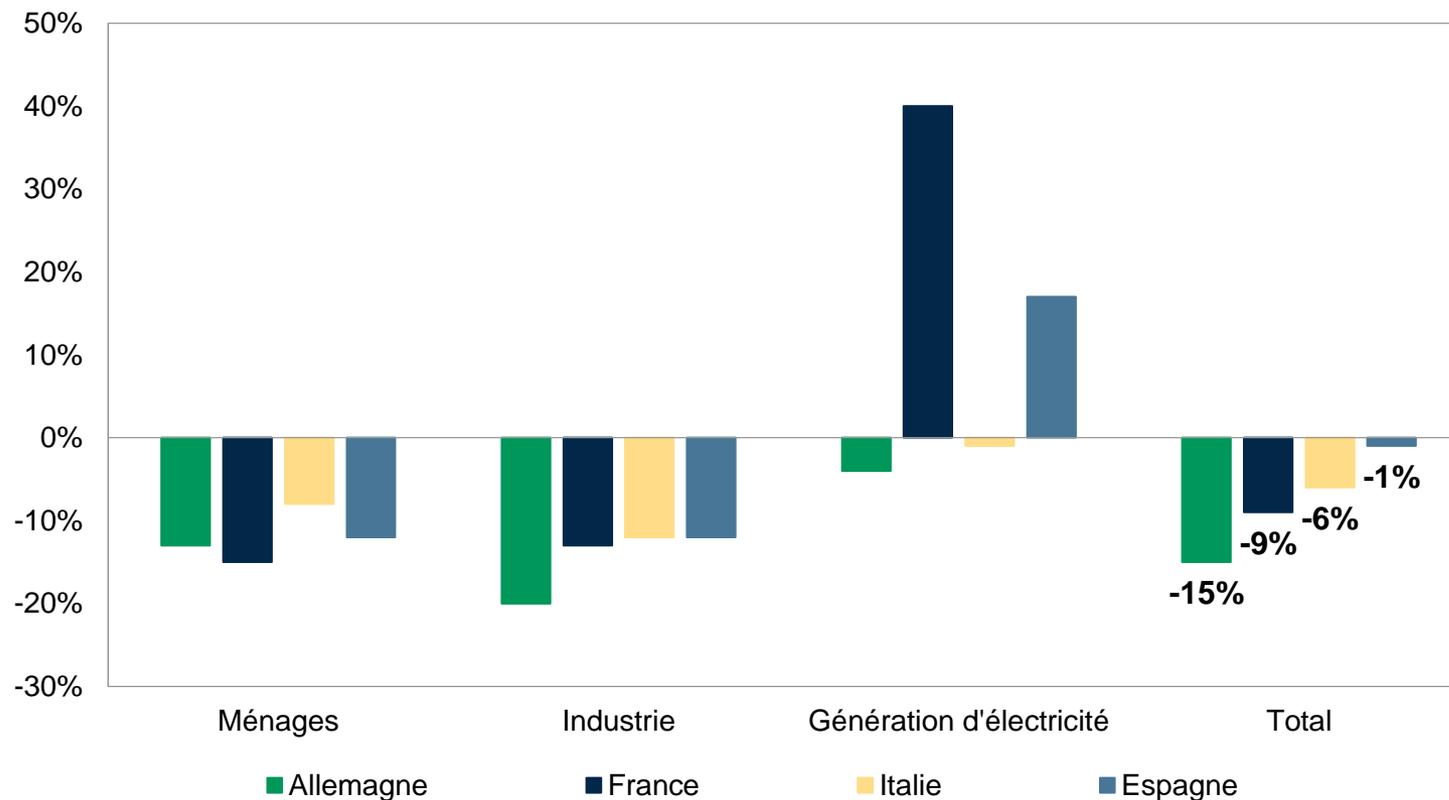


Source : Crédit Agricole SA/ECO

# LES MODIFICATIONS DES COMPORTEMENTS ENGENDRÉES PAR LE NOUVEAU SIGNAL-PRIX

## UNE BAISSÉ DE LA CONSOMMATION EN COURS, MAIS INÉGALE ENTRE SECTEURS ET PAYS

Baisse de la demande de gaz  
Janvier-novembre 2022 par rapport à la moyenne 2019-2021

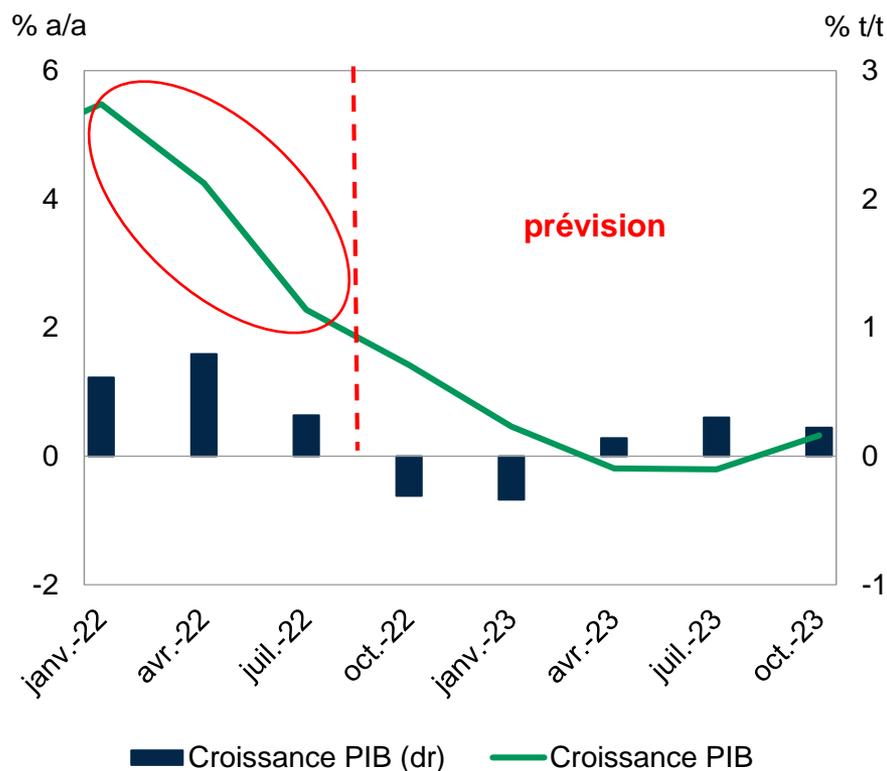


Sources : Bruegel, Crédit Agricole SA/ECO

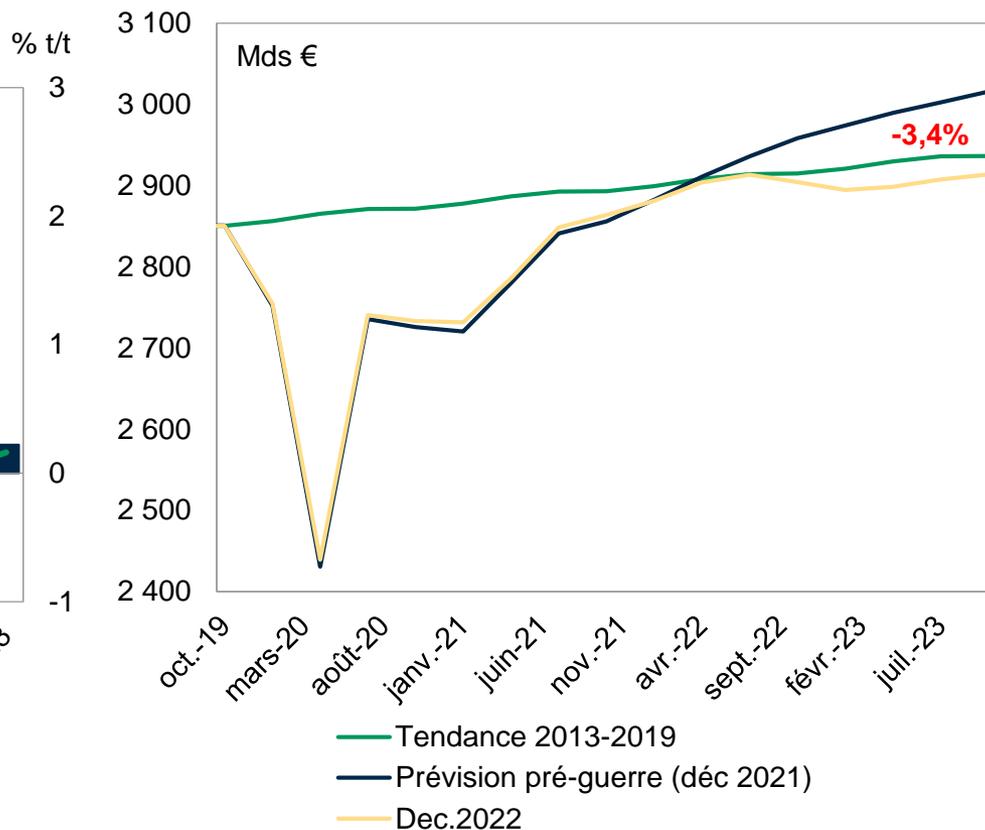
# UN RALENTISSEMENT MARQUÉ

## ET UN NOUVEAU RYTHME DE CROISSANCE DURABLEMENT PLUS FAIBLE

Croissance du PIB : net coup de frein...



... et un rythme durablement affaibli



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

## UNE CONTRACTION AU TOURNANT DE L'ANNÉE, UNE CROISSANCE NULLE EN MOYENNE ANNUELLE

**Le rebond post-pandémique est presque achevé, le PIB ayant dépassé son niveau d'avant le Covid de 2,2% au T3 2022 dans la zone euro. Ce rebond a été particulièrement soutenu en 2021, avec une croissance de 5,3% qui s'est maintenue robuste en 2022 à 3,3%.**

La récupération post-Covid a été particulièrement rapide en 2021 en France et en Italie (6,8% et 6,7%), mais elle a perdu davantage d'élan en France en 2022 (2,6%), tandis qu'elle est restée dynamique en Italie (3,9%). Ces deux économies ont largement dépassé leur niveau d'activité d'avant le Covid (+1,1% pour la France et +1,8% pour l'Italie). En Allemagne, le creux créé par la pandémie a été à peine comblé (+0,3%) et le rebond post-pandémique a été moins soutenu avec une croissance de 2,6% en 2021 et de 1,8% en 2022. Mais la perte de PIB causée par la crise a été moindre avec une contraction de 4,1%, contre 7,9% en France, 9,1% en Italie et 11,3% en Espagne. C'est en Espagne que la croissance aura été la plus soutenue en 2022 (4,6% après 5,5% en 2021), mais où le PIB reste encore en deçà de son niveau pré-pandémique (-2%).

**La croissance du PIB dans la zone euro au T3 2022 a marqué un net ralentissement à 0,3% par rapport au 0,6% et 0,8% des premier et deuxième trimestres respectivement.** La contribution de la demande intérieure (0,6 point de pourcentage - p.p.) a été déterminante compensant l'apport négatif de la demande étrangère nette (-0,3

p.p.). La demande domestique est soutenue par la consommation privée qui ne faiblit pas (+0,9% t/t) et qui s'appuie sur une progression de l'emploi encore positive (+0,3% t/t), mais dont la perte de dynamisme est évidente en rythme annuel (1,7%, après 2,6% au T2). L'investissement a continué de croître (0,5%) bien que plus modérément et ce malgré le repli du logement et du BTP.

**La croissance du PIB devrait encore ralentir au T4 2022 et en 2023. Une contraction est attendue au T4 2022 (-0,3%) et au T1 2023 (-0,3%).** Elle serait plus marquée en Allemagne (-0,6% et -0,5% au T4 2022 et au T1 2023) et en Italie (-0,1 et -0,6% respectivement). La France échapperait à la contraction en fin d'année (0%), mais pas au premier trimestre (-0,4%). Au second semestre 2023, la demande intérieure accélérerait légèrement, aidée notamment par le freinage de l'inflation. **En moyenne annuelle, la croissance serait à peine positive à 0,1%.**

Ce scénario central est basé sur des hypothèses fortes en matière d'approvisionnement et de production d'énergie. Les risques baissiers restent toutefois élevés et en cas de rationnement contraint de l'énergie ou de nouvelles hausses de prix brutales, avec pour conséquence une contraction plus brutale en 2023. **Avec une offre mondiale de gaz toujours contrainte et des prix élevés de l'énergie, la croissance en 2024 serait limitée à 1,1%. L'impact de la baisse de l'inflation (de 8,5% en 2022 et 7,5% en**

**2023 à 3,5% en 2024) sur la demande intérieure serait en partie compensé par la progressive perte de compétitivité et de parts de marché à l'exportation.**

Principales composantes du scénario :

- La consommation des ménages ralentirait avec une contraction au tournant de l'année et une croissance positive mais modeste ensuite. Après une croissance de 3,7% en 2021 et de 4% en 2022, la progression de la consommation privée serait nulle en 2023 et de 1,2% en 2024.
- Après avoir été particulièrement dynamique en 2021 (3,7%) et en 2022 (4,2%), l'investissement des entreprises devrait ralentir en 2023 et en 2024 (1,9% et 1,7%) soutenu néanmoins par les dépenses liées au plan de relance européen, notamment en Italie et en Espagne.
- La croissance du PIB serait entièrement tirée par la demande intérieure, la contribution des exportations nettes étant nulle en 2023 et 2024.
- Le marché du travail resterait favorablement orienté. Après avoir atteint 6,6% au T3 2022 le taux de chômage entamerait une lente remontée pour s'établir à 7,2% en moyenne annuelle en 2023 et 2024. La remontée serait limitée par l'accès aux dispositifs de chômage partiel dans les secteurs les plus touchés par la hausse des coûts énergétiques.

# SYNTHÈSE

## UNE CONTRACTION AU TOURNANT DE L'ANNÉE, UNE CROISSANCE NULLE EN MOYENNE ANNUELLE

### Prévisions de croissance

Zone euro	Taux trimestriel (t/t, %)												Taux annuel (a/a, %)			
	2022				2023				2024				2021	2022	2023	2024
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<b>PIB</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>5,3</b>	<b>3,3</b>	<b>0,1</b>	<b>1,1</b>
Consommation des ménages	0,0	1,0	0,9	-0,6	-0,6	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	3,7	4,0	0,0	1,2
Consommation publique	0,0	-0,1	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	4,3	1,1	0,8	0,7
FBCF totale	-0,7	0,9	3,6	-0,5	-0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	0,5	3,7	4,2	1,9	1,7
Exportations de B&S	1,4	1,7	1,7	0,5	0,3	0,5	0,6	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8	10,4	7,4	2,8	2,8
Importations de B&S	-0,7	2,2	4,3	0,6	0,4	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	8,2	8,7	4,4	3,0
Variations de stocks, en % du PIB	0,6	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,5	0,8	1,0	1,0
<i>Contributions à la croissance</i>																
Demande intérieure hors stocks	-0,2	0,7	1,3	-0,3	-0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	3,7	3,2	0,6	1,1
Variations de stocks	-0,3	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,4	0,2	0,0
Commerce extérieur	1,1	-0,1	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,3	-0,3	-0,7	0,0
Prix à la consommation	6,1	8,0	9,3	10,6	9,5	8,7	7,6	4,9	3,8	3,0	3,3	3,2	2,6	8,5	7,5	3,5
Taux de chômage	6,8	6,7	6,6	7,1	7,2	7,3	7,2	7,2	7,2	7,2	7,1	7,1	7,7	6,8	7,2	7,2

Zone euro	Taux trimestriel (t/t, %)												Taux annuel (a/a, %)			
	2022				2023				2024				2021	2022	2023	2024
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<b>Zone euro</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>5,3</b>	<b>3,3</b>	<b>0,1</b>	<b>1,1</b>
Allemagne	0,8	0,1	0,4	-0,6	-0,5	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	2,6	1,8	-0,5	0,9
France	-0,2	0,5	0,2	0,0	-0,4	0,1	0,4	0,2	0,2	0,3	0,2	0,3	6,8	2,6	0,2	1,0
Italie	0,2	1,1	0,5	-0,1	-0,6	-0,1	0,3	0,1	0,2	0,3	0,4	0,3	6,7	3,9	0,0	0,9
Espagne	-0,2	1,5	0,2	-0,2	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	5,5	4,6	0,7	1,0
Pays-Bas	0,3	2,4	-0,2	-0,4	-0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	4,9	4,2	0,4	1,3
Belgique	0,6	0,5	0,0	-0,4	-0,2	0,1	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	6,1	2,9	-0,1	1,2
Irlande	7,0	2,2	2,3	-1,1	-0,1	0,8	0,4	0,4	1,1	1,1	1,1	1,1	13,4	11,3	1,6	3,5
Portugal	2,4	0,1	0,4	-0,3	0,2	0,4	0,6	0,6	0,4	0,3	0,3	0,2	5,5	6,6	1,0	1,7
Grèce	2,2	0,6	-0,5	-0,1	0,3	0,2	0,1	0,3	0,4	0,6	0,6	0,5	8,1	4,9	0,4	1,6
Finlande	0,5	1,0	0,2	-0,4	-0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	3,0	2,6	0,0	1,0
Luxembourg	0,7	-0,5	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,6	0,6	0,6	0,6	5,1	1,8	1,2	2,0
Autriche	1,2	1,9	0,2	-0,4	-0,3	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	4,7	4,8	0,4	1,0
Slovénie	-0,1	0,2	-1,4	0,0	-0,1	0,2	0,2	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	8,3	4,8	-0,4	1,4
Malte	1,1	0,9	1,3	-0,3	-0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	11,6	6,4	0,9	1,3

# SOMMAIRE

1 SYNTHÈSE

2 ÉVOLUTIONS RÉCENTES ET SCÉNARIO DE COURT TERME

3 FOCUS : LA NATURE DE L'INFLATION

4 LA LOGIQUE DU SCÉNARIO

5 LE *POLICY-MIX*

# ÉVOLUTIONS RÉCENTES ET SCÉNARIO DE COURT TERME

## DISSÉQUER LES CHOCS MULTIPLES ET LEURS DIFFÉRENTES TEMPORALITÉS

La lisibilité de la situation conjoncturelle est compliquée par la succession des chocs : **chocs passés (temporaires) et choc nouveau (plus persistant) se chevauchent rendant difficile l'attribution des effets aux uns et aux autres.**

La sortie de la crise pandémique n'est pas une sortie de crise habituelle. **C'est la succession de deux ajustements, d'abord celui des biens durables**, qui est bien avancé et, **ensuite, celui des services** qui se déploie désormais plus pleinement. Ils sont le résultat de de la dislocation des chaînes de production et de la libération de la demande refoulée.

Puis, **sur ces ajustements, vient se greffer le nouveau choc d'offre d'énergie.** Puissant et plus persistant, ce choc brouille encore la lisibilité. Il est encore difficile à ce stade de définir l'ampleur des dégâts,

l'impact avéré et potentiel sur l'inflation, les ajustements déjà à l'œuvre, les ajustements encore nécessaires.

**L'assouplissement des contraintes sur les chaînes de production est désormais bien visible depuis l'été 2022.** Le nombre d'entreprises rapportant des contraintes à leur activité est en baisse.

**Dans le secteur manufacturier, de moins en moins d'entreprises voient les matériels et équipements limiter leur activité** (premier des facteurs contraignant la production), **tandis que dans les services les contraintes liées à la pénurie de main d'œuvre sont aussi perçues en baisse.**

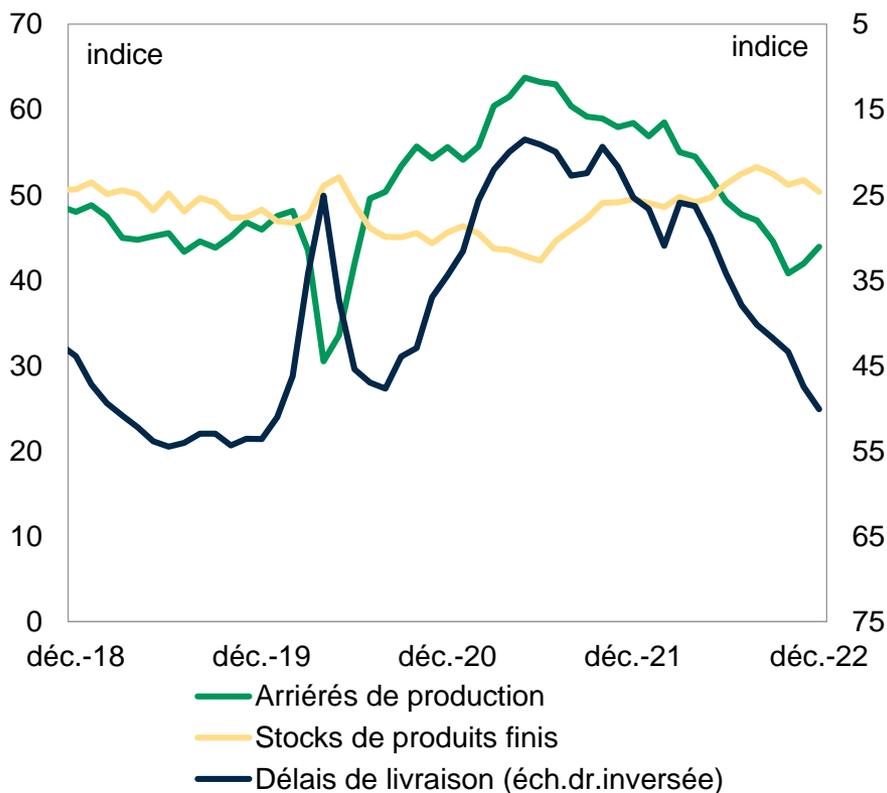
Le nouveau choc lié à la guerre se déploie. Même si la dépendance aux hydrocarbures russes est en forte baisse, cela a un coût

élevé. À l'exception des hydrocarbures, la zone euro présente peu de dépendances stratégiques critiques vis-à-vis de la Russie. Même si peu de secteurs sont affectés par les pénuries et ont dû baisser les quantités produites, beaucoup le sont par la hausse des coûts des intrants. **La compétitivité serait déjà affectée par la hausse des coûts de l'énergie par rapport aux autres zones. La position compétitive à l'extérieur de l'Union européenne est donc très dégradée et les perspectives d'exportation sont en baisse, selon les enquêtes dans le secteur manufacturier.** La production industrielle continue de progresser mais à deux vitesses selon la consommation en énergie, avec les activités les plus consommatrices en énergie qui ont réduit leur production depuis déjà plusieurs mois.

# LE RALENTISSEMENT DE LA DEMANDE MONDIALE EN COURS

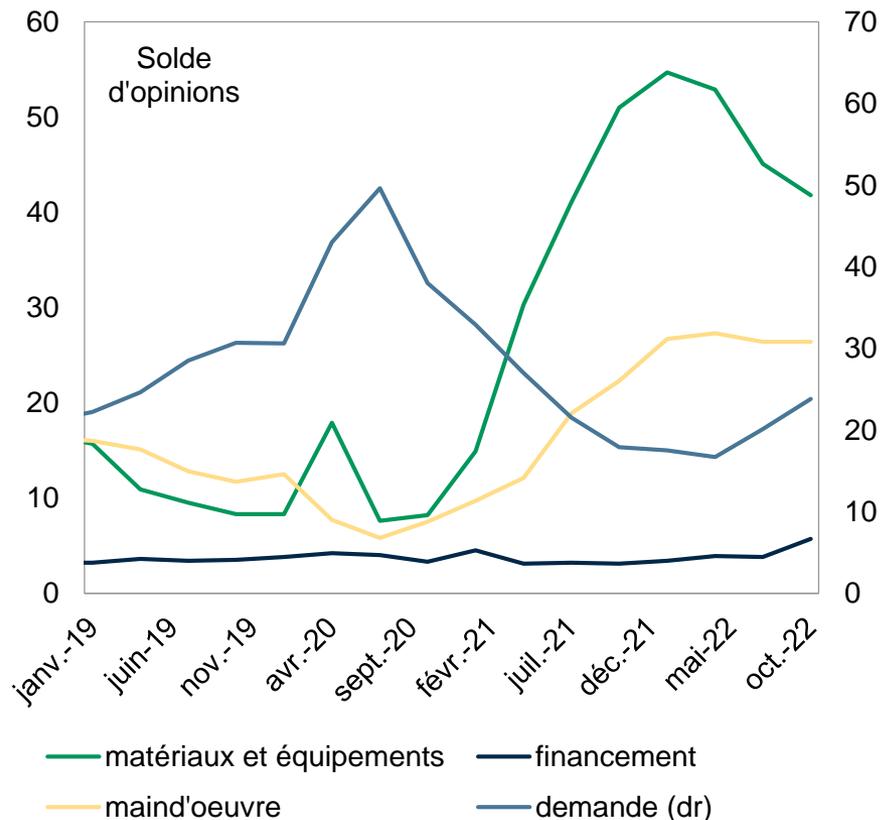
## LA PROGRESSIVE RÉSORPTION DU CHOC POST-COVID

### Industrie : assouplissement des contraintes sur les chaînes de production



Sources : Markit PMI, Crédit Agricole SA / ECO

### Industrie : facteurs limitant l'activité

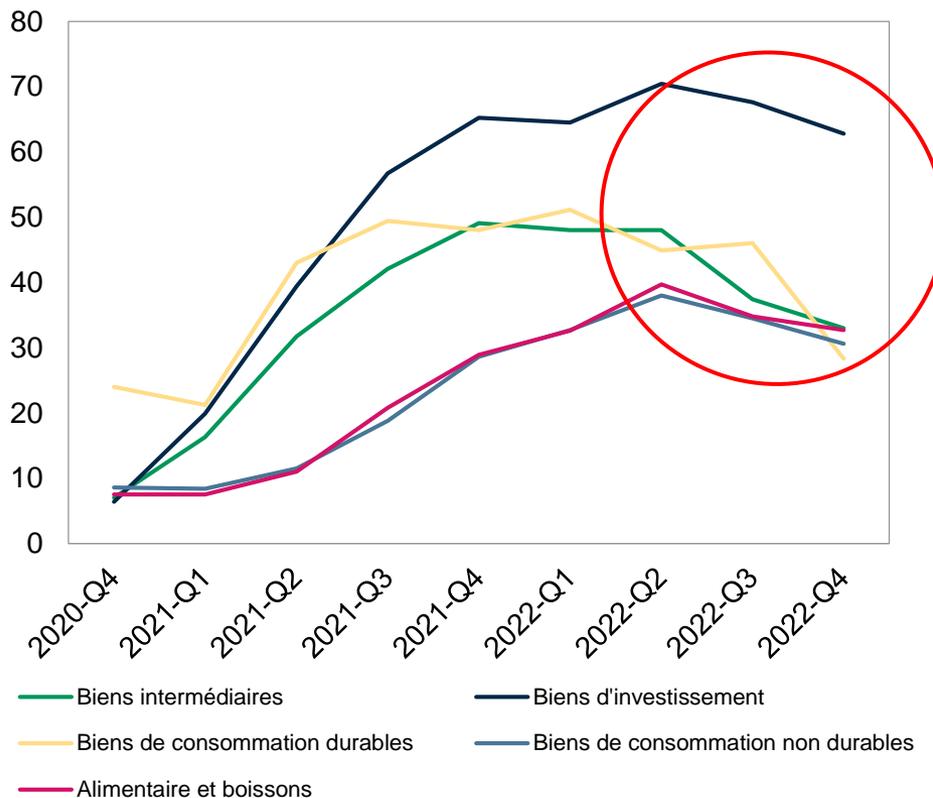


Sources : Commission européenne, ESI, Crédit Agricole SA / ECO

# LE RALENTISSEMENT DE LA DEMANDE MONDIALE EN COURS

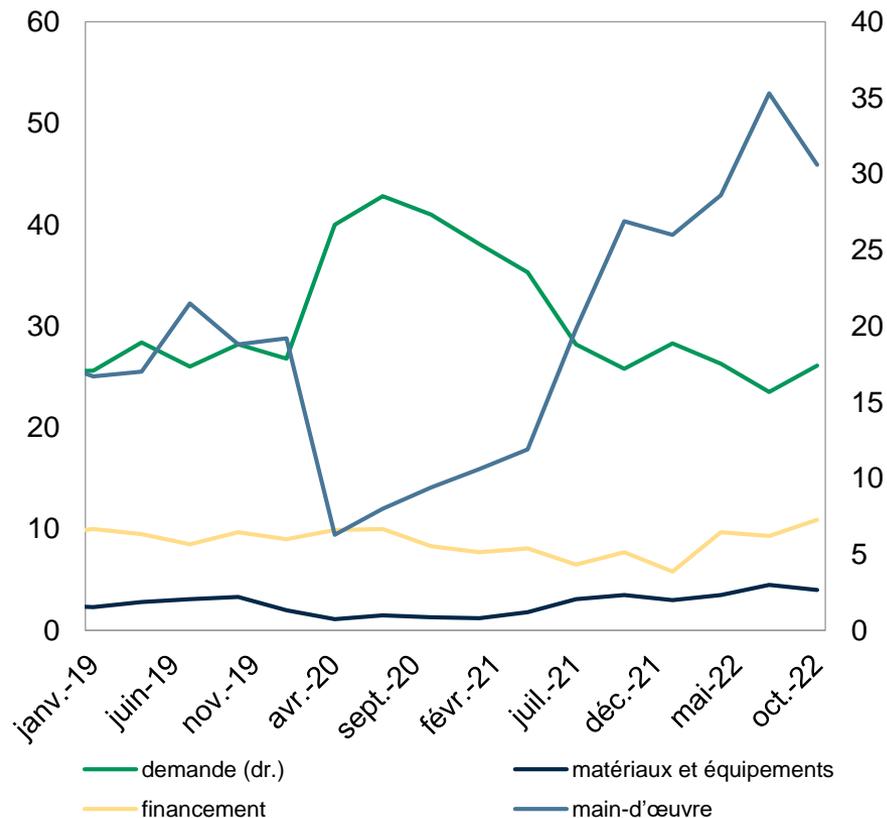
L'INDUSTRIE LAISSE DERRIÈRE ELLE LE PIC DES PÉNURIES DE MATÉRIAUX,  
LES SERVICES CELUI DES PÉNURIES DE MAIN-D'ŒUVRE

**Facteurs limitant la production dans l'industrie :  
pénurie de matériaux et d'équipement en baisse**



Sources : ESI, Commission européenne, Crédit Agricole SA / ECO

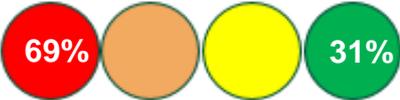
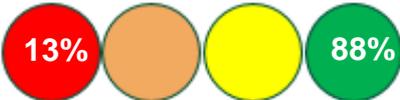
**Services : facteurs limitant l'activité**



Sources : ESI, Commission européenne, Crédit Agricole SA / ECO

# LE NOUVEAU CHOC LIÉ À LA GUERRE SE DÉPLOIE

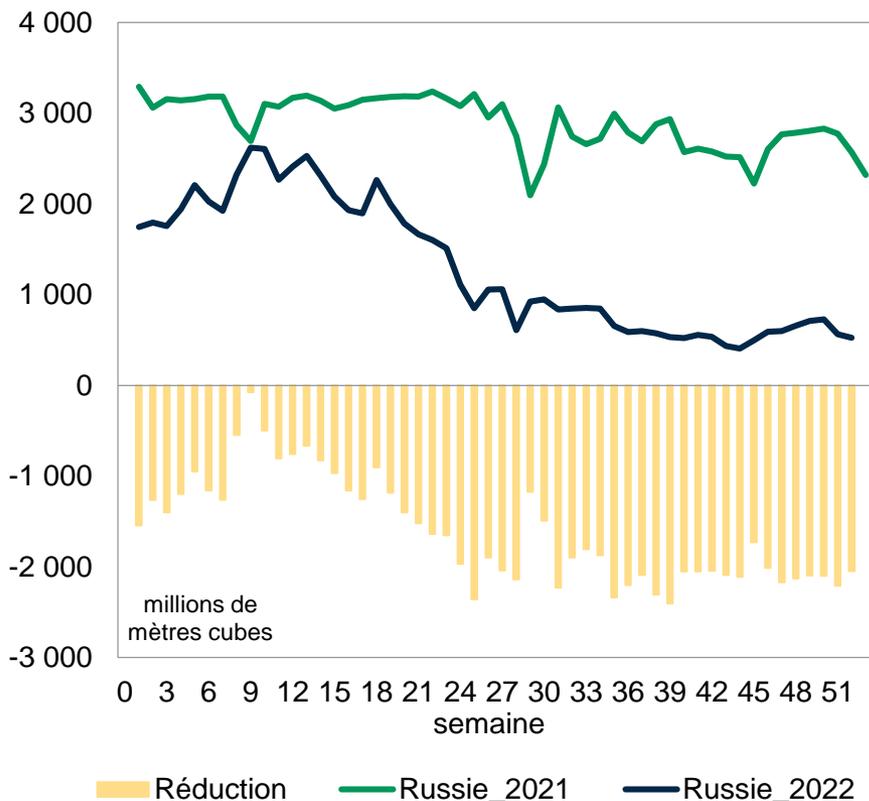
## À L'EXCEPTION DES HYDROCARBURES PEU DE DÉPENDANCES STRATÉGIQUES CRITIQUES VIS-À-VIS DE LA RUSSIE

Pays dépendant	Source dépendance	Nombre produits dépendants	Potentiel de diversification	% valeur totale importations	Exemples de produits
		820		15,4%	<ul style="list-style-type: none"><li>• Principes actifs, antibiotiques, vaccins, hormones, vitamines, appareils médicaux</li><li>• Plastique, gomme, alliages, verre, papier, acier</li><li>• Générateurs éoliens, moteurs et générateurs électriques, turbines</li><li>• Imprimantes, aimants électriques, stations de base, ordinateurs</li></ul>
		10		0,2%	<ul style="list-style-type: none"><li>• Hydrocarbures, nickel, lithium, phosphates, ammoniacque</li></ul>

# LE NOUVEAU CHOC LIÉ À LA GUERRE SE DÉPLOIE

## LA DÉPENDANCE DES HYDROCARBURES RUSSES EN FORTE BAISSSE, MAIS AVEC UN COÛT

### Baisse notable des importations de gaz naturel de Russie



Sources : McWilliams, B., G. Sgaravatti, G. Zachmann (2021), Crédit Agricole SA / ECO

### Forte hausse des prix des importations d'hydrocarbures

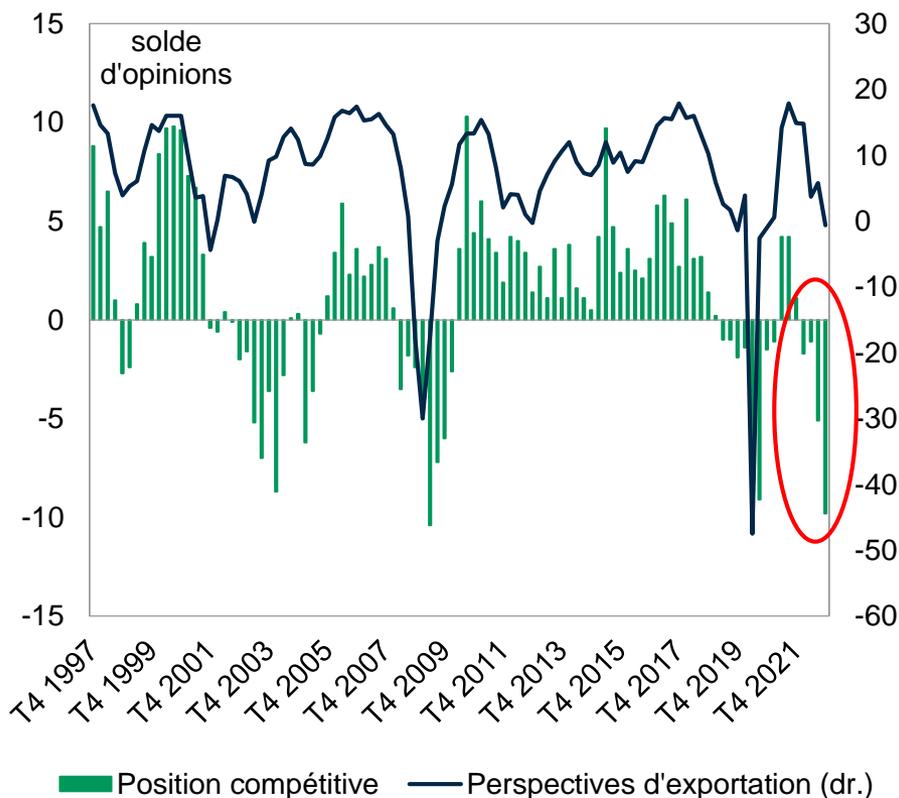


Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

# LE NOUVEAU CHOC LIÉ À LA GUERRE SE DÉPLOIE

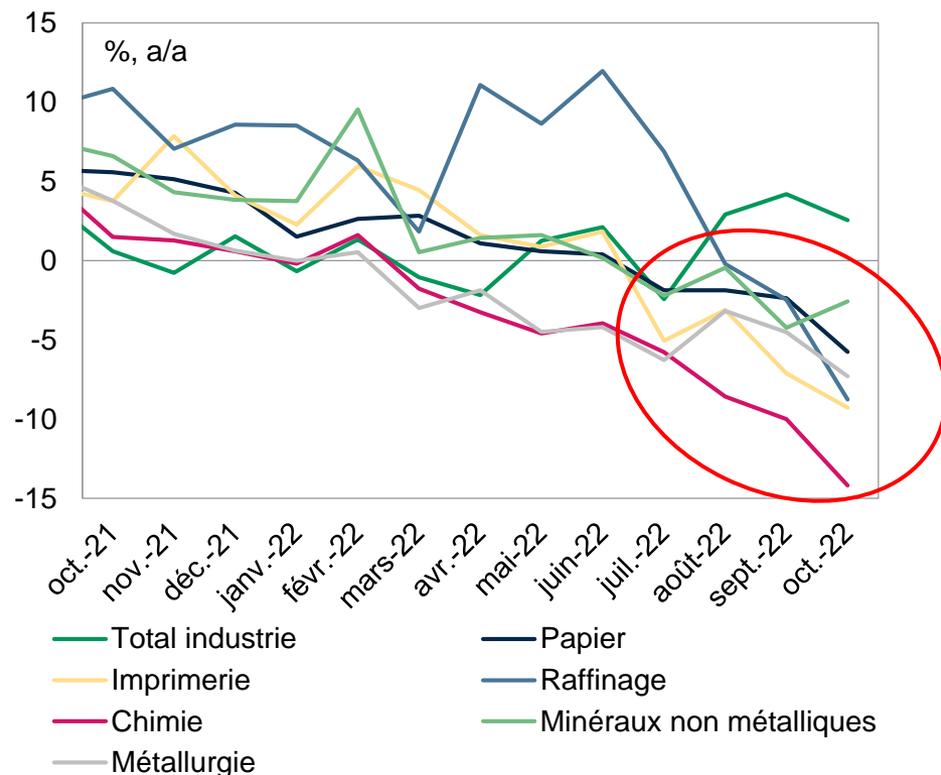
## LA COMPÉTITIVITÉ SERAIT DÉJÀ AFFECTÉE PAR LA HAUSSE DES COÛTS DE L'ÉNERGIE PAR RAPPORT AUX AUTRES ZONES

### Position compétitive à l'extérieur de l'UE très dégradée & perspectives d'exportation en baisse



Sources : Commission européenne, Crédit Agricole SA / ECO

### Production industrielle : à deux vitesses selon la consommation en énergie

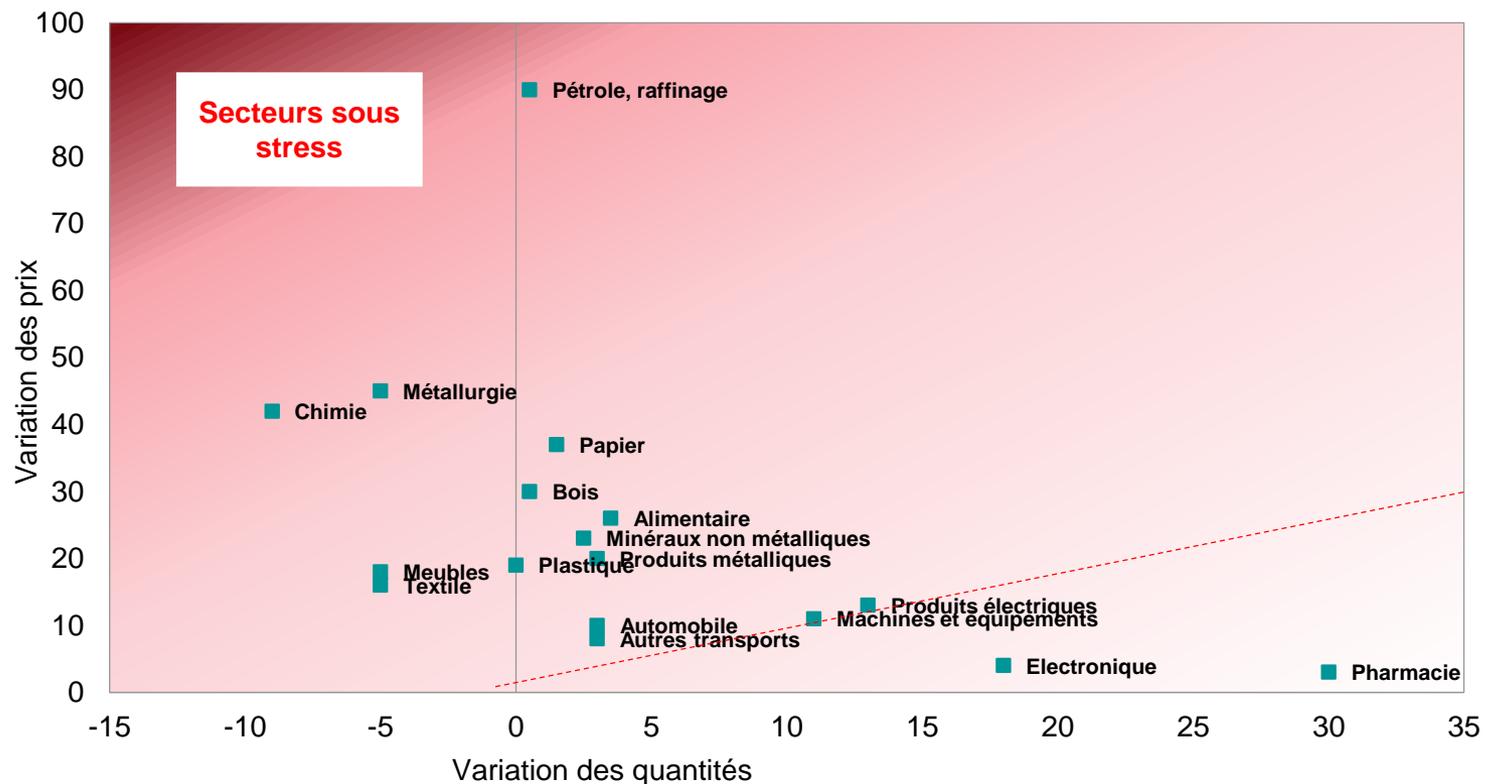


Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

# LE NOUVEAU CHOC LIÉ À LA GUERRE SE DÉPLOIE

PEU DE SECTEURS AFFECTÉS PAR LES PÉNURIES, BEAUCOUP PAR LA HAUSSE DES PRIX

Secteurs ayant déclaré le plus de pénuries  
(T3 2022 par rapport au même trimestre en 2021, 2020, 2019)



Sources : Commission européenne, Crédit Agricole SA/ECO

# SOMMAIRE

1 SYNTHÈSE

2 ÉVOLUTIONS RÉCENTES ET SCÉNARIO DE COURT TERME

3 | FOCUS : LA NATURE DE L'INFLATION

4 LA LOGIQUE DU SCÉNARIO

5 LE *POLICY-MIX*

# LA NATURE DE L'INFLATION : OFFRE OU DEMANDE, TELLE EST LA QUESTION

## UN DÉBAT TROP VITE TRANCHÉ

L'évolution de l'inflation dépendra de sa vraie nature : choc majoritairement d'offre, plus marginalement de demande, mais aussi choc de destruction de l'offre qui peut précisément résulter du choc inflationniste lui-même et des politiques économiques mises en œuvre. Le débat sur cette nature n'est pas encore tranché : **pour la BCE, l'inflation actuelle est due à parts égales à la demande et à l'offre, tandis que la Commission européenne estime à 80% le rôle joué par les chocs d'offre sur les prix de production.**

Mais des effets contrastés imputables aux deux chocs sont à l'œuvre. La hausse de l'inflation sous-jacente (5,2% en décembre), qui a débuté au troisième trimestre 2021, a d'abord été causée essentiellement par les contraintes d'offre (goulets d'étranglement au niveau de l'offre de biens industriels et pénuries d'intrants), puis l'importance des facteurs de demande s'est progressivement accrue au fil du temps à la faveur de la levée des restrictions liées à la pandémie, notamment dans les services. Néanmoins, le rôle de l'énergie dans la remontée de l'inflation reste prépondérante : depuis 2019 la hausse moyenne de l'inflation dans les

composants de l'indice des prix fortement consommateurs en énergie est de 9,7% , tandis que dans les composants à faible consommation énergétique est de 6,7%. Les composants fortement consommateurs en énergie expliquent plus de la moitié de la hausse de l'indice des prix des services, à peine moins que la moitié de celui des biens. La présence d'effets de second tour, avec une diffusion de la hausse des prix de l'énergie aux autres composantes *via* les coûts de production, est désormais fort visible. **Le pic de la transmission de la hausse des prix de l'énergie aux prix de production a été atteint en juin. Depuis, la corrélation entre les deux variables s'affaiblit et la transmission de la baisse des prix de l'énergie aux prix de production a débuté.** En effet, les ajustements des prix relatifs sont désormais bien avancés et les données d'enquête signalent le dénouement des tensions sur les chaînes d'approvisionnement : la forte réduction des délais de livraison des fournisseurs s'accompagne de la plus faible hausse des prix des intrants depuis un an dans l'industrie et d'un affaiblissement de la remontée des prix de vente. **Les baisses des prix à l'importation en cours depuis**

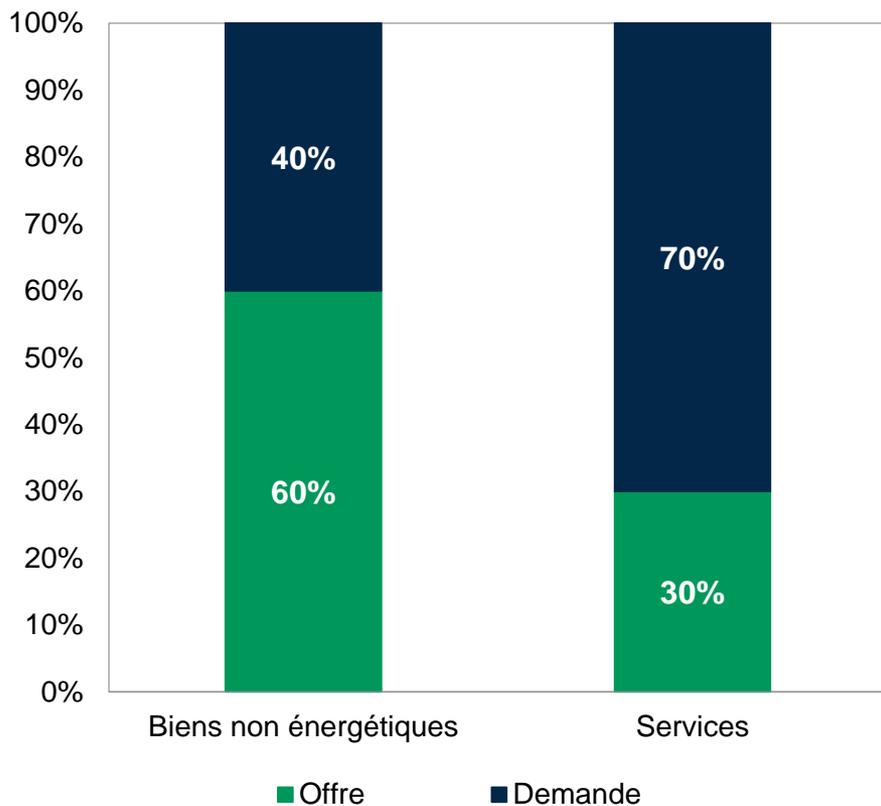
**octobre véhiculent la modération de l'inflation mondiale, en dépit d'un taux de change fortement dévalué. Cette baisse s'est propagée aux prix à la production, aussi en baisse depuis octobre.** Hors inflation importée, la dynamique domestique des prix reste dominée par l'énergie avec les composants fortement consommateurs en énergie expliquant les deux tiers de la hausse des prix avec un contenu en importation faible (<18%).

Alors que l'inflation sous-jacente reste élevée et en hausse en décembre, différentes mesures alternatives de l'inflation sous-jacente montrent déjà une baisse. Nous prévoyons un prix du gaz durablement élevé à moyen terme car l'offre mondiale de GNL restera contrainte jusqu'en 2025. **Malgré un prix du gaz toujours élevé, sa contribution à l'inflation sera plus faible qu'en 2022. C'est sur cet effet et sur une baisse de l'inflation mondiale des biens, due à la normalisation de l'offre et à l'affaiblissement de la demande que notre scénario table sur une baisse de l'inflation en 2023 et 2024 (à 7,5% et 3,5%, après 8,5% en 2022).**

# LA NATURE DE L'INFLATION : OFFRE OU DEMANDE, TELLE EST LA QUESTION

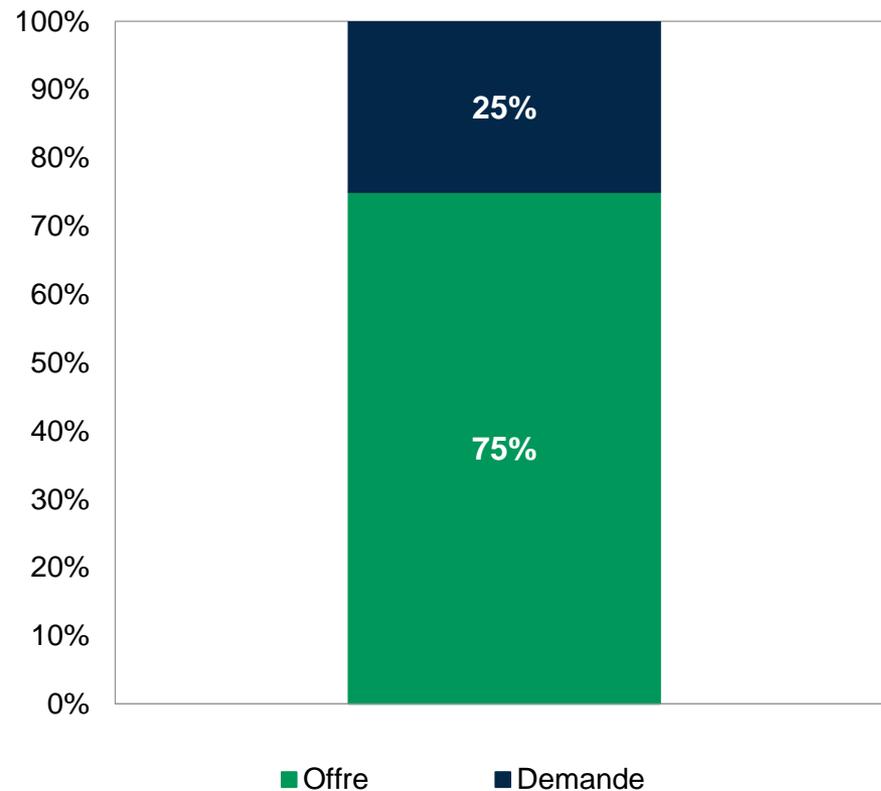
## UN DÉBAT TROP VITE TRANCHÉ

**BCE : décomposition du choc d'inflation entre offre et demande (prix à la consommation)**



Sources : BCE, Crédit Agricole SA / ECO

**Commission européenne : décomposition du choc d'inflation entre offre et demande (prix à la production)**

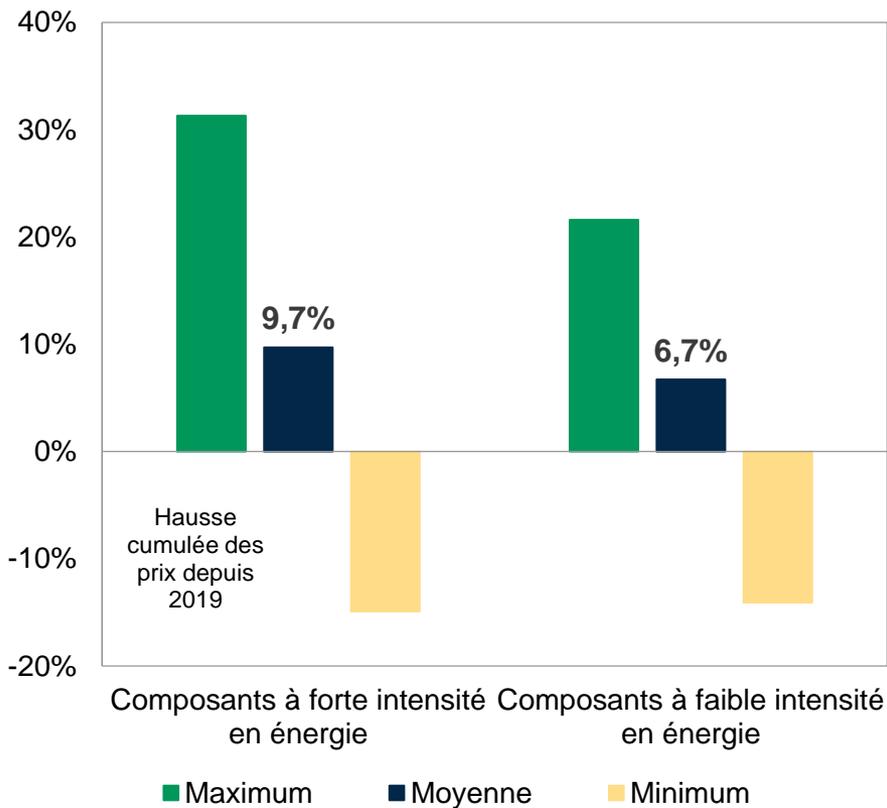


Sources : Commission européenne, Crédit Agricole SA / ECO

# UN CHOC D'OFFRE QUI DOMINE LES TENSIONS SUR LES PRIX

## L'IMPACT DE L'ÉNERGIE SUR L'INFLATION

### Contributions à l'inflation : énergie et alimentaire dominant



Sources : BCE, Crédit Agricole SA / ECO

### Les composants très consommateurs en énergie expliquent plus que la moitié de la hausse de l'indice des prix

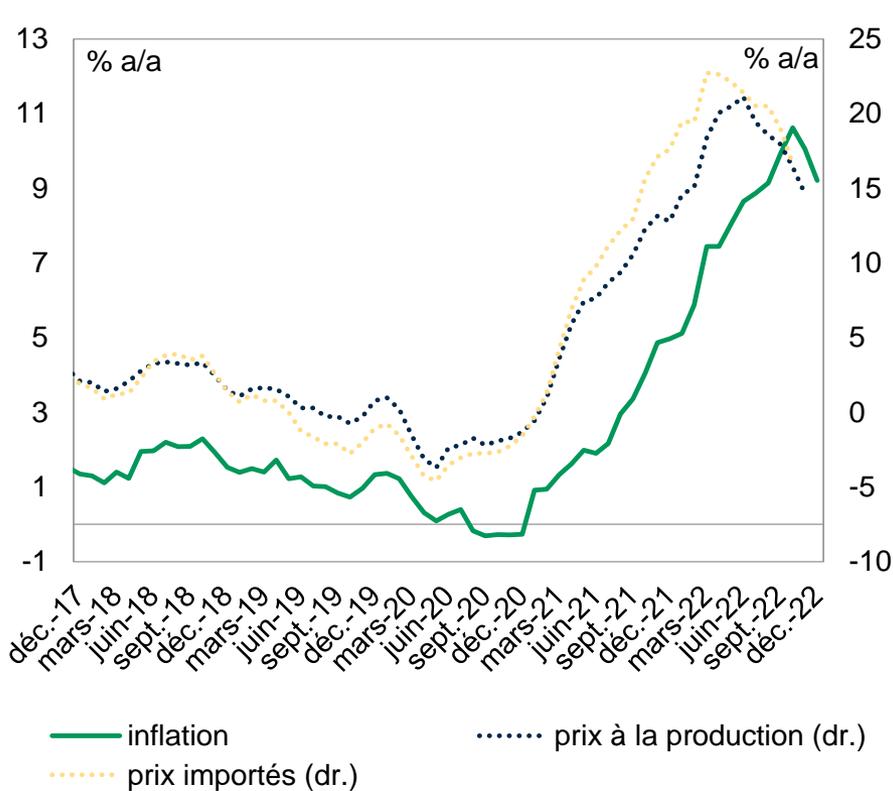
	Contribution	Points d'inflation
Services	52%	2,3%
Biens	47%	4,8%

Sources : BCE, Crédit Agricole SA / ECO

# UN CHOC D'OFFRE QUI DOMINE LES TENSIONS SUR LES PRIX

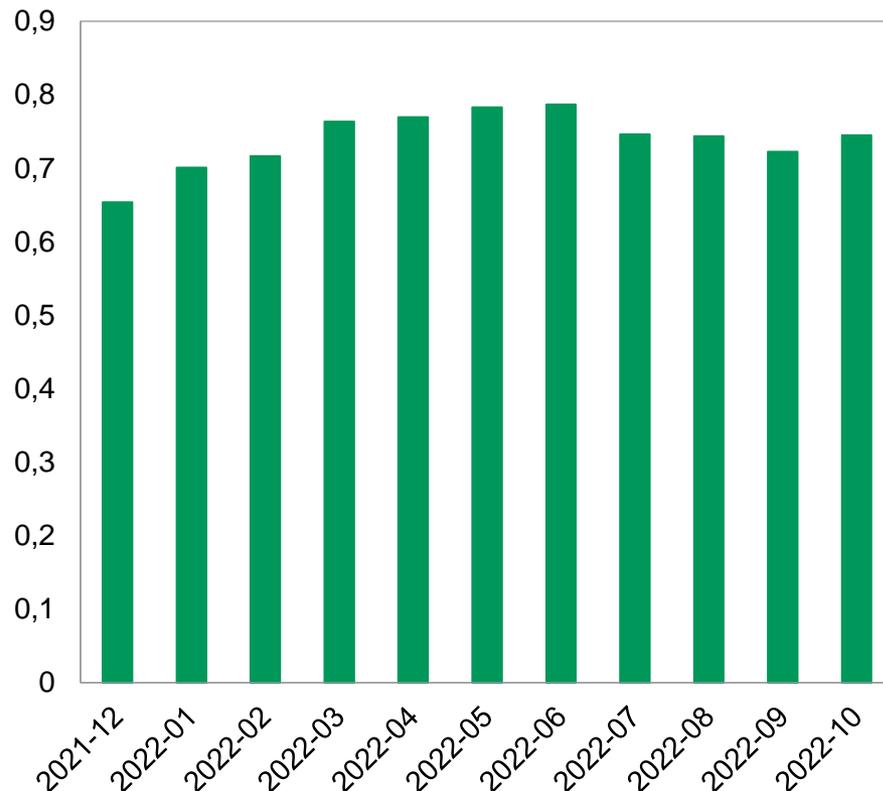
## LE RÔLE DE L'INFLATION IMPORTÉE

La baisse de l'inflation importée se propage aux prix à la production et à la consommation



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

Corrélation entre les prix de production et l'inflation de l'énergie importée



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

# UN CHOC D'OFFRE QUI DOMINE LES TENSIONS SUR LES PRIX

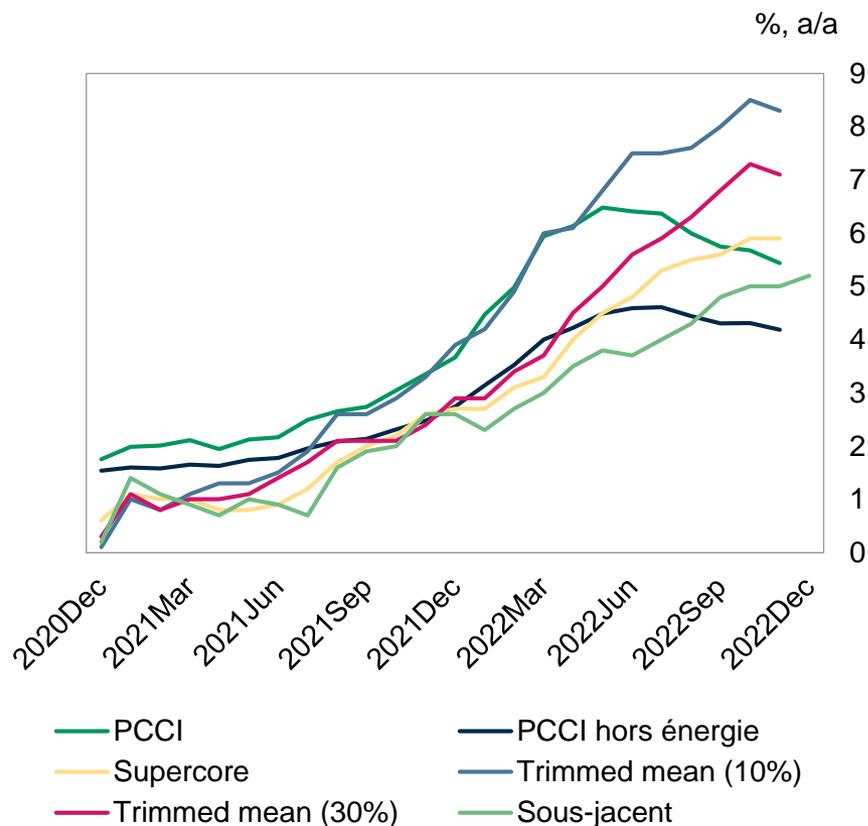
## L'INFLATION DOMESTIQUE DOMINÉE PAR L'ÉNERGIE

**Inflation « domestique » :  
indicateur excluant composants  
avec plus de 18% de contenu en importation**

	Mi-2021	T3 2022
Total inflation domestique	1,2%	4,5%
Composants fortement consommateurs en énergie	0,6%	3,0%
Composants faiblement consommateurs en énergie	0,6%	1,5%

Sources : BCE, Crédit Agricole SA / ECO

**Inflation sous-jacente :  
concepts et évolutions différents**



Sources : Eurostat, BCE, Crédit Agricole SA / ECO

# LA NATURE DE L'INFLATION : OFFRE OU DEMANDE, TELLE EST LA QUESTION

## LES EFFETS DE SECOND TOUR : PEU VISIBLES

La BCE craint une boucle-prix salaire, résultat d'une concrétisation d'une révision à la hausse des anticipations d'inflation. Mais **les anticipations de marché font preuve d'une certaine inertie et n'anticipent pas de décrochage de l'inflation à long terme** (enquête BCE *Survey of Professional Forecasters*, SPF et *Survey of Monetary Analysts*, SMA).

**La position attentiste des négociations collectives a pris en compte l'incertitude sur la nature de l'inflation et vise à se laisser des marges de flexibilité recourant plus à des primes qu'à des hausses de salaire.** C'est ainsi qu'au T3 2022, bien qu'en accélération, la croissance du salaire négocié est attestée à 2,9% sur un an et projette une croissance équivalente sur l'année 2023.

Certes, les indicateurs plus avancés des salaires négociés par les nouveaux entrants sur le marché de l'emploi (enquête *Indeed* sur les offres d'emplois vacants, un indicateur qui demeure peu représentatif, compte tenu du faible taux de *turnover* du

marché du travail européen) indiquent une hausse des salaires de 5%, mais ils signalent aussi un plafonnement au T3 2022 et une baisse des offres d'emplois qui devrait peser sur la dynamique des salaires associés.

**Le ralentissement récent de l'activité est en effet déjà communiqué au marché du travail.** L'emploi a encore progressé au troisième trimestre (+0,3% t/t), mais la perte de dynamisme est évidente en rythme annuel (1,7%, après 2,6% au T2). Les heures travaillées, après avoir dépassé leur niveau d'avant la pandémie, ont montré un premier repli (-0,1% t/t), sous l'effet du ralentissement de l'activité qui devrait progressivement se propager à l'emploi lui-même. La modération de la dynamique du marché du travail est particulièrement évidente dans les services marchands où la croissance de l'emploi s'est affaiblie par rapport au trimestre précédent (de 3,7% à 2% en rythme annuel) et celle des heures travaillées encore plus (de 7% à 3,4%).

**Le salaire par travailleur ne bénéficie plus de la dynamique de l'augmentation du**

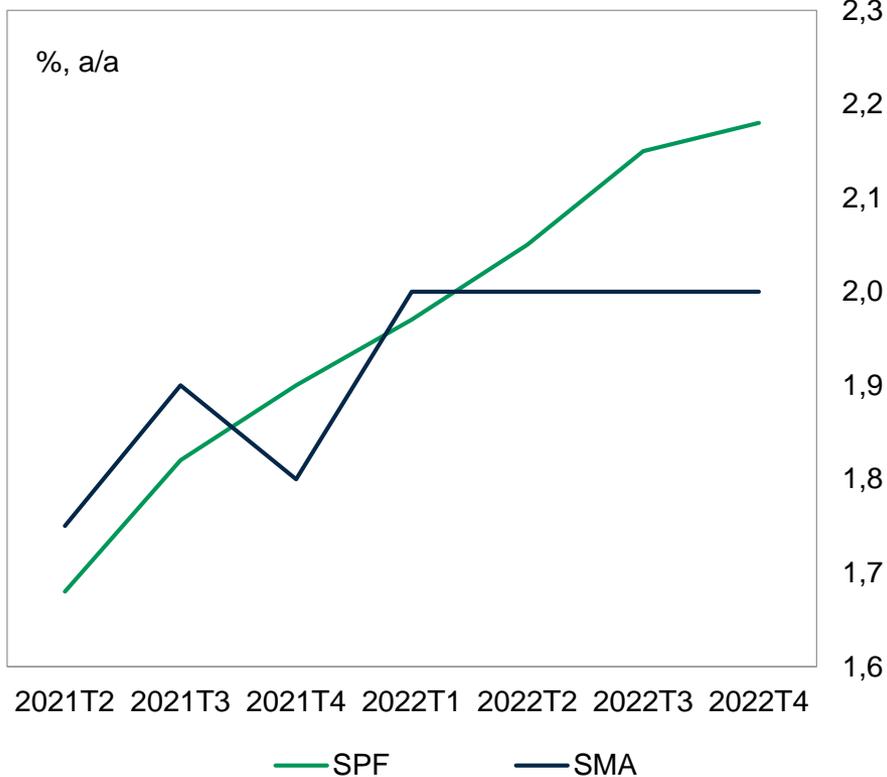
**temps de travail et marque aussi un ralentissement** (de 4,9% au T2 à 4%). L'acquis de croissance du salaire unitaire reste néanmoins élevé à 4,2% pour l'année 2022. **Son accélération sera limitée par une dérive salariale moindre que celle connue en 2021 et 2022.**

**La rétention de l'emploi, élément fondamental de la réponse à la crise du Covid, contribue à un marché du travail solide qui, face à la dégradation de l'activité, ajoute un élément de confusion supplémentaire pour la lecture de l'environnement et notamment des prix. La remontée du taux de chômage à 7,2% en 2023 (après 6,8% en 2022) sera plafonnée par l'utilisation des dispositifs de chômage partiel dans les secteurs industriels les plus impactés par la crise énergétique.**

# UN DÉBAT TROP VITE TRANCHÉ

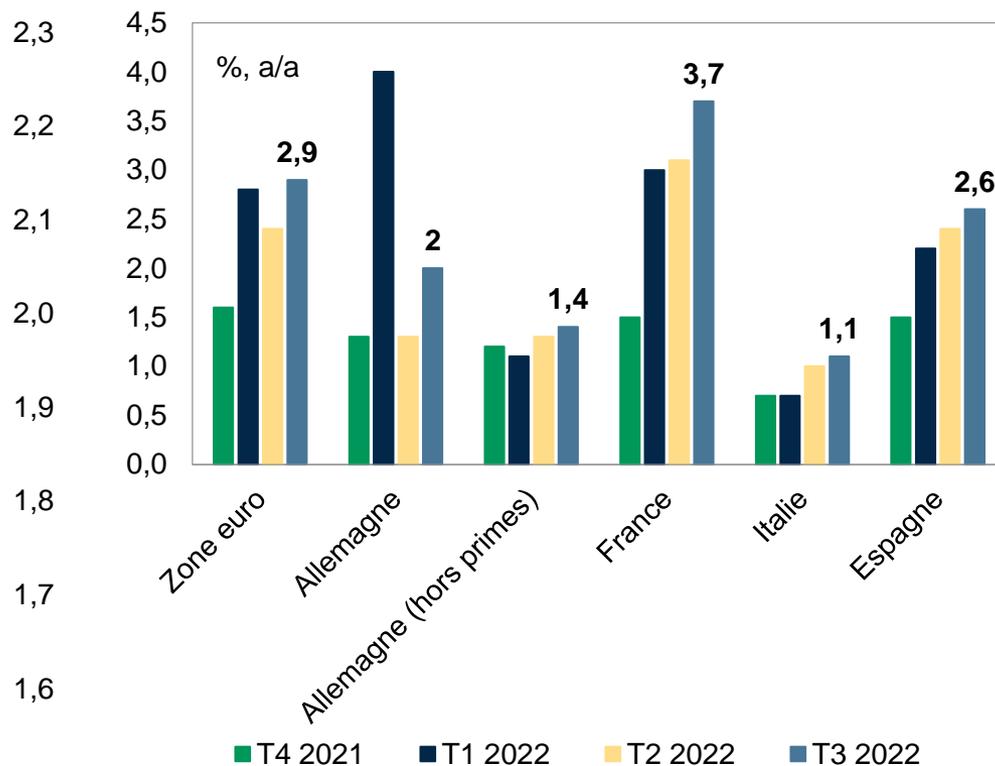
## ANTICIPATIONS ET SALAIRES ENCORE ANCRÉS

**Anticipations d'inflation de long terme :  
toujours ancrées à la cible**



Sources : BCE, Crédit Agricole SA / ECO

**Salaires négociés : toujours bien  
en deçà de l'inflation**



Sources : WSI, Dares, Istat, Ministerio de trabajo, BCE, CA SA / ECO

# SOMMAIRE

1 SYNTHÈSE

2 ÉVOLUTIONS RÉCENTES ET SCÉNARIO DE COURT TERME

3 FOCUS : LA NATURE DE L'INFLATION

4 | LA LOGIQUE DU SCÉNARIO

5 LE *POLICY-MIX*

# LA LOGIQUE DU SCÉNARIO

## CONSOMMATION DES MÉNAGES : UN RISQUE HAUSSIER SUR LE COURT TERME, BAISSIER SUR LE LONG TERME

**Notre scénario inscrit un net ralentissement de la consommation privée avec une stagnation en 2023. Les pertes de pouvoir d'achat (baisse de 0,5% du revenu disponible réel au premier semestre 2022) ne se sont pas encore traduites par une baisse de la consommation, qui interviendrait au tournant de l'année.**

L'excès d'épargne cumulé avec la crise, d'environ 1 000 milliards d'euros mi-2022, a constitué un puissant moteur de la reprise de la consommation et a encore contribué à la résistance de la croissance de la demande intérieure au troisième trimestre. Mais, il est désormais épuisé pour les ménages à plus faible revenu et à plus forte propension à consommer, dont le taux d'épargne est déjà devenu négatif. La détérioration significative des perspectives de leur situation financière implique, pour les ménages les plus faibles, une part croissante de personnes en situation de

détresse financière devant puiser dans leur épargne ou s'endetter. Les ménages les plus modestes sont beaucoup plus sensibles au risque d'inflation qu'au risque de hausse des taux. Une inflation élevée pourrait augmenter considérablement la part des ménages en difficulté dans le quintile de revenu le plus bas. Mais le risque de taux est plus contenu, car l'endettement des ménages est essentiellement imputable aux ménages à revenus élevés, qui verraient une faible augmentation de leur dette financière. Le fait que la plupart des dettes soient accordées aux ménages à plus hauts revenus atténue donc le risque systémique pour les banques, bien que des différences significatives existent entre les pays en fonction du taux d'endettement des ménages, de la part des ménages modestes endettés et de la nature (taux fixe ou variable) de l'endettement.

L'inflation est aussi venue éroder le pouvoir d'achat du surplus de richesse nette

accumulé depuis le Covid. Ainsi, au deuxième trimestre 2022, la richesse nette en termes réels ne représentait « plus » que 8,7 fois la valeur réelle de la consommation (contre 9,4 fois en fin 2021). À court terme, l'excès d'épargne peut encore jouer un rôle d'amortisseur de la consommation, notamment de services et de biens durables pour les ménages plus aisés.

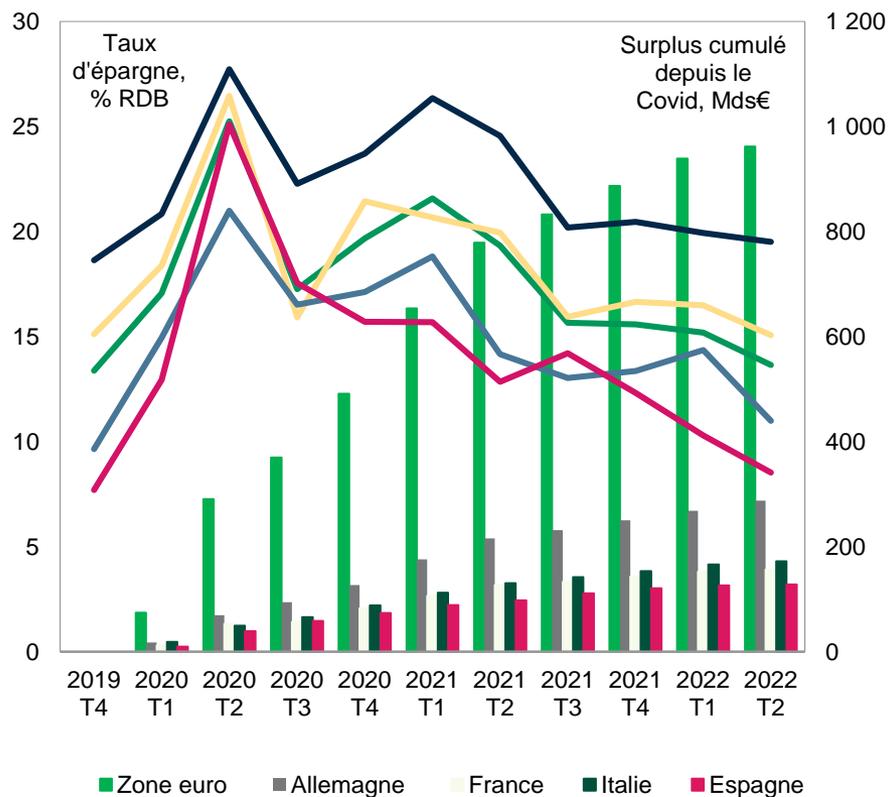
**Le soutien public s'est déployé avec une temporalité différente selon les pays, mais a atteint 1,3% de PIB en 2022 dont plus de la moitié en faveur des ménages.**

C'est sur ce support que se fonde notre scénario de dégradation contenue des dépenses des ménages. À moyen terme, la contrainte liée à la poursuite de l'objectif patrimonial de reconstitution des encaisses réelles va commencer à « mordre » ; la réduction des pressions inflationnistes en 2023 devrait néanmoins permettre une moindre dégradation du pouvoir d'achat et un rebond de la consommation privée.

# CONSOMMATION DES MÉNAGES

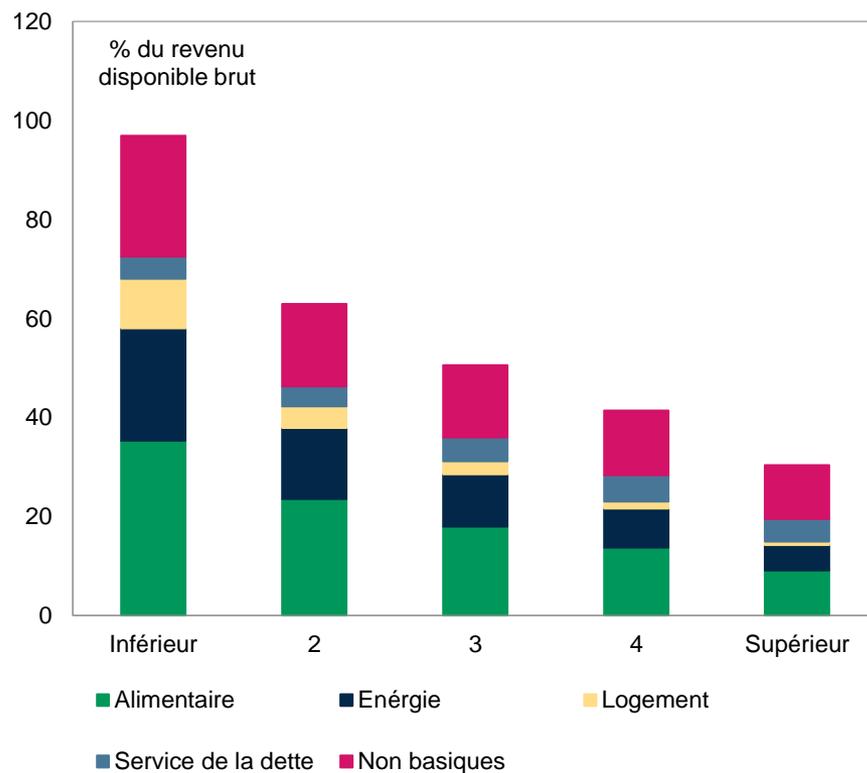
## BEAUCOUP D'ÉPARGNE MAIS TRÈS FORTE SENSIBILITÉ DES PLUS FAIBLES À L'INFLATION

### Taux d'épargne et surplus d'épargne



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

### Part de la dépense moyenne des ménages par quintile de revenu

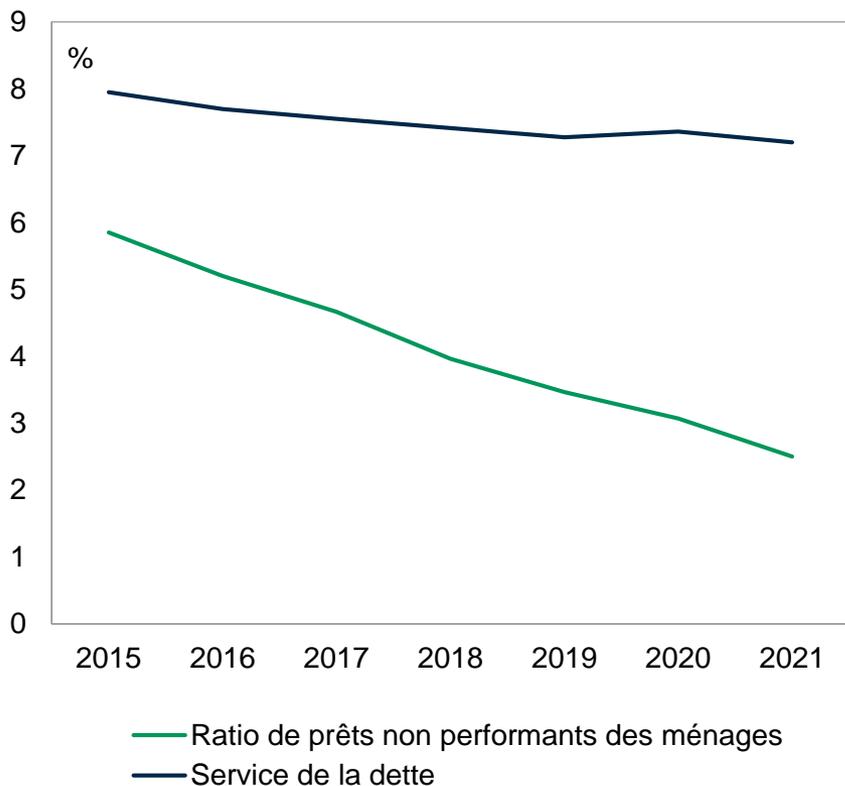


Sources : BCE, Crédit Agricole SA / ECO

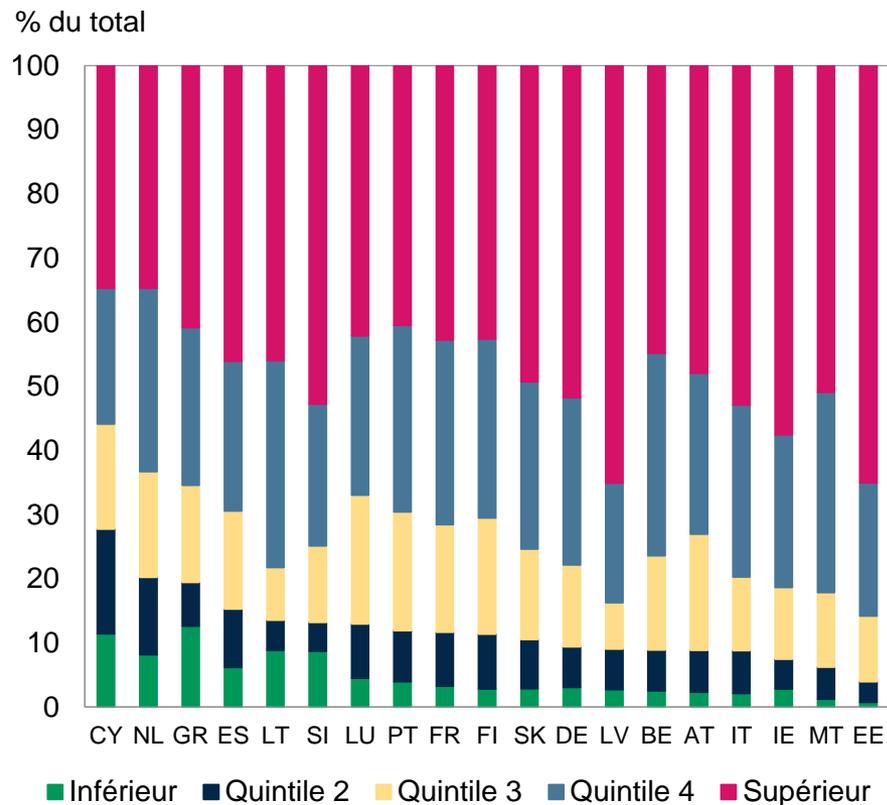
# CONSOMMATION DES MÉNAGES

## MOINS DE SENSIBILITÉ À LA REMONTÉE DES TAUX QU'À L'INFLATION

### Ménages : situation financière peu sensible à la hausse des taux d'intérêt



### Part de la dette hypothécaire des ménages par quintile de distribution du revenu



Sources : Eurostat, BCE, Crédit Agricole SA / ECO

Sources : BCE, Crédit Agricole SA / ECO

# SOMMAIRE

1 SYNTHÈSE

2 ÉVOLUTIONS RÉCENTES ET SCÉNARIO DE COURT TERME

3 FOCUS : LA NATURE DE L'INFLATION

4 LA LOGIQUE DU SCÉNARIO

5 | LE *POLICY-MIX*

**L'orientation de la politique budgétaire est désormais la limitation des coûts de la hausse des prix de l'énergie pour les ménages et les entreprises.** Un meilleur ciblage est demandé par les institutions internationales afin de ne pas entraver l'action de la politique monétaire, de ne pas renforcer les risques d'instabilité financière, mais aussi de ne pas brouiller le signal des prix au risque d'entraver la réduction de la consommation d'énergie. Mais ce ciblage est complexe à mettre en œuvre et politiquement coûteux face à une crise qui touche les classes moyennes. **Nous prévoyons donc que l'impulsion budgétaire sera à peine négative en 2023 avec une réduction très marginale du déficit et de la dette.** Politique monétaire et budgétaire sont ainsi surchargées par l'absence d'une politique de régulation pouvant couper la courroie de transmission des déséquilibres du marché gazier au marché de l'électricité.

L'efficacité du resserrement monétaire est entourée d'incertitude légitime : quelle est

sa capacité à réduire une inflation majoritairement importée ? La capacité des restrictions monétaires et de l'affaiblissement conséquent de la demande à modérer l'inflation dépend de la vraie nature de l'inflation, tirée par un choc sur l'offre ou par un choc sur la demande. La crainte d'une boucle-prix salaire, résultat d'une concrétisation d'une révision à la hausse des anticipations d'inflation, pousse la BCE à agir davantage que la nature de l'inflation le demanderait. **Malgré les indices signalant une inflation globale en voie de modération, la BCE n'a pas choisi une posture attentiste. Elle a augmenté les trois taux d'intérêt directeurs de 50 points de base chacun et porté le taux de refinancement à 2,50% et le taux de dépôt à 2%.** Mais surtout en s'écartant de sa récente stratégie de décision basée sur les dernières données, elle a dépoussiéré son guidage des anticipations et fixé une trajectoire de taux à moyen terme. Selon C. Lagarde, les taux d'intérêt doivent encore être augmentés sensiblement à un rythme régulier, « un rythme de 50 pb de hausse

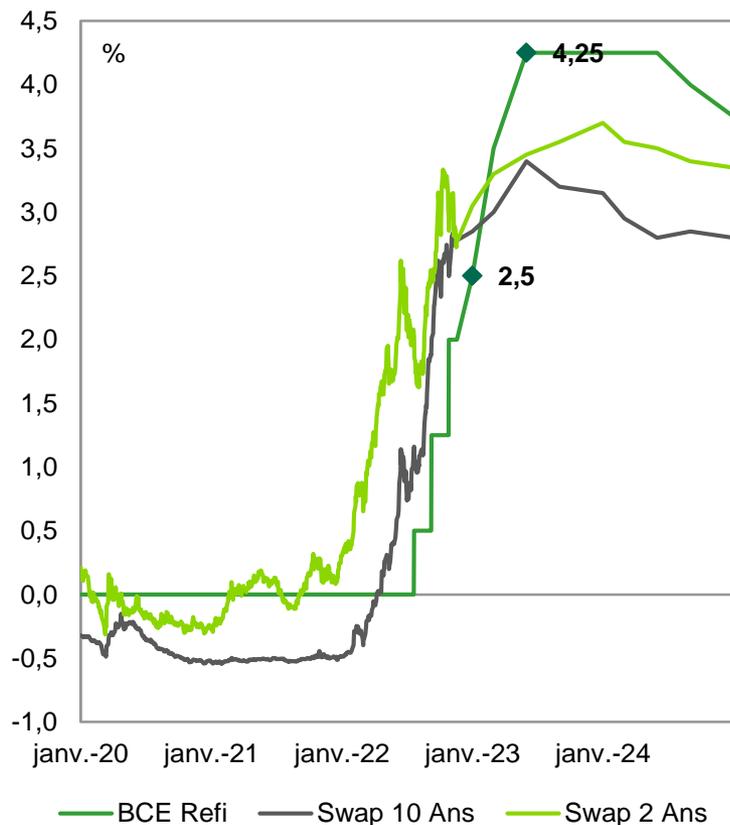
pour un certain temps », pour atteindre des niveaux restrictifs permettant de réduire l'inflation en freinant la demande. **Nous anticipons donc trois nouvelles hausses de 50 pb et une de 25 pb conduisant le taux de dépôt à 3,75% et le taux de refinancement à 4,25%.**

Mais les marchés restent sceptiques et le taux terminal de la BCE a peu remonté après sa décision passant de 2,8% le 14 décembre à 3,25%. Le risque d'une erreur de politique monétaire est élevé des deux côtés. Arbitrer entre le coût de trop faire et celui de ne pas faire assez n'est pas simple. D'un côté, moins on fait maintenant et plus on risque de devoir faire à l'avenir. De l'autre, il faut envisager les conséquences politiques d'une récession plus sévère et les risques d'instabilité financière.

# BCE : AUGMENTER LES TAUX POUR LA CRÉDIBILITÉ

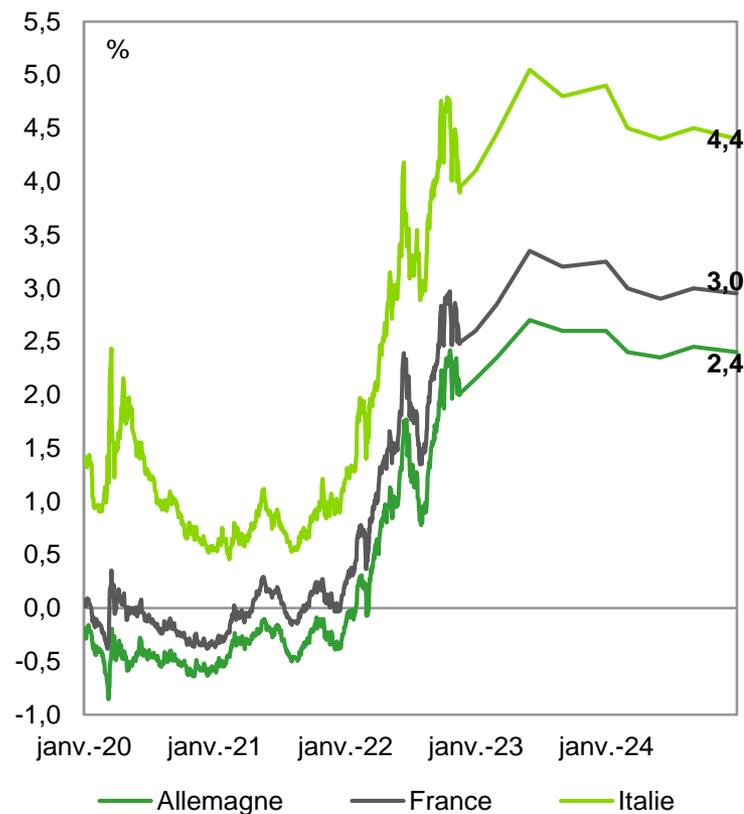
## MAIS LES MARCHÉS N'Y CROIENT PAS...

### Scénario BCE et taux de swap



Sources : Bloomberg, CACIB, Crédit Agricole SA/ECO

### Scénario de taux longs

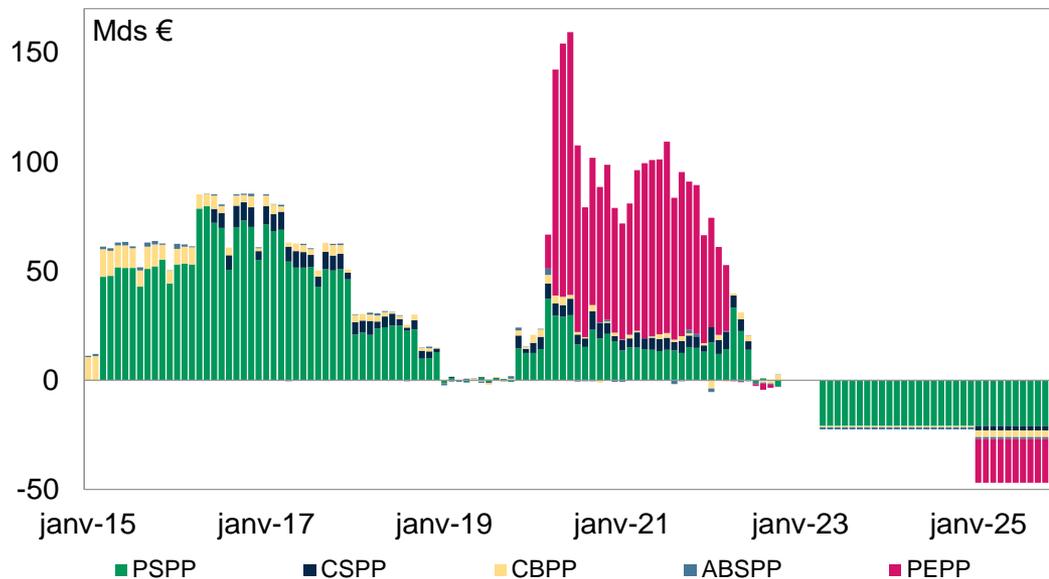


Sources : Bloomberg, CACIB, Crédit Agricole SA/ECO

# BCE : APRÈS LES TAUX, LA TAILLE DU BILAN

## OBJECTIF : REGAGNER DES MARGES DE MANŒUVRE

### Quantitative Tightening : réduction puis achats nets négatifs de titres



Sources : BCE, CACIB, Crédit Agricole SA/ECO

La BCE a arrêté ses achats nets dans le cadre du programme pandémique PEPP en mars 2022 et du programme traditionnel APP en juillet 2022. Depuis lors, elle continue à réinvestir les titres arrivant à échéance.

**En mars 2023, la BCE débutera le QT sur le programme APP (3434 Mds €) en réduisant son portefeuille de 15€ Mds € par mois.** Elle ne vendra pas de titres, mais réinvestira 15 Mds € de moins que les montants de titres arrivant à échéance.

**Nous prévoyons que le rythme de réduction du portefeuille augmente à 20 Mds € par mois au second semestre 2023 et à 25 Mds € par mois en 2024**

La BCE s'est engagée à réinvestir pleinement les montants de titres arrivant à échéance dans le cadre du PEPP(1 713 Mds €) jusqu'en 2024.

# CONSULTEZ NOS DERNIÈRES PARUTIONS EN ACCÈS LIBRE SUR INTERNET

Date	Titre	Thème
23/01/2023	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
19/01/2022	<a href="#">Azerbaïdjan – Peut-il profiter de la grande recomposition géopolitique du Caucase du Sud ?</a>	PECO et Asie centrale
18/01/2023	<a href="#">Fintech Outlook – Bilan 2022 : Groggy !</a>	Fintech
18/01/2023	<a href="#">Amérique latine – 2022-2023 en quelques graphiques et quelques mots</a>	Amérique latine
17/01/2023	<a href="#">Italie – Scénario 2023-2024 : malgré le choc, une année de croissance</a>	Italie
13/01/2023	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
12/01/2023	<a href="#">La mondialisation au secours du climat</a>	Monde
11/01/2023	<a href="#">Espagne – Scénario 2023-2024 : la fin du rebond</a>	Europe
11/01/2023	<a href="#">Tunisie – L'effondrement d'une démocratie balbutiante</a>	Afrique et Moyen-Orient
10/01/2023	<a href="#">Royaume-Uni – Scénario 2023-2024 : de la stagnation à la récession</a>	Royaume-Uni
09/01/2023	<a href="#">Zone euro – Un fléchissement de l'inflation qui mérite prudence avant de crier victoire !</a>	Zone euro
09/01/2023	<a href="#">Allemagne – Scénario 2023-2024 : vers une récession brève et limitée !</a>	Europe
06/01/2023	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
06/01/2023	<a href="#">France – Scénario 2023-2024 : l'économie à l'épreuve de l'inflation</a>	France
02/01/2023	<a href="#">L'OBSERVATOIRE financier des entreprises agroalimentaires</a>	Agri-Agro-alimentaire

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 :** Alexis Mayer, Jorge Mariano Mamani Soria  
**Secrétariat de rédaction :** Fabienne Pesty

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