



ZONE EURO SCÉNARIO 2023-2024

UN MÉLANGE INSOLITE DE
PUISSANTS FACTEURS DE SOUTIEN
ET DE FREINAGE

Avril 2023

Paola Monperrus-Veroni

AGIR CHAQUE JOUR DANS VOTRE INTÉRÊT
ET CELUI DE LA SOCIÉTÉ



ÉTUDES ÉCONOMIQUES GROUPE

1

SYNTHÈSE

2

ÉVOLUTIONS RÉCENTES ET SCÉNARIO DE COURT TERME

3

LA LOGIQUE DU SCÉNARIO

4

FOCUS : L'INFLATION ET SES NOUVEAUX MOTEURS

5

LE *POLICY-MIX*

UNE RÉSILIENCE DÉPENDANTE DU RÉSULTAT DE L'OPPOSITION DE DEUX FORCES PUISSANTES

La transmission de chocs défavorables et une incertitude élevée ont causé une nette décélération de l'activité économique de la zone euro, mais sa résilience a surpris et permis d'éviter une récession.

La tension entre la bonne santé du secteur privé et une inflation sous-jacente plus élevée et persistante rend plus difficile pour la BCE le pilotage de la transition : il s'agit d'opérer un passage aussi harmonieux que possible entre cette résilience et la fin de la phase d'expansion.

Notre scénario table sur un atterrissage en douceur (croissance du PIB à 0,6% en 2023 et à 1,2% en 2024), avec un biais un peu moins optimiste que le consensus. Il est le **résultat du reflux des tensions inflationnistes et d'un resserrement monétaire qui déploie déjà ses effets, notamment sur l'investissement.** Néanmoins les délais et la force de transmission du resserrement monétaire pro-cyclique

peuvent encore s'accompagner de risques baissiers à l'horizon de la prévision, en cas de réponse plus marquée du marché du travail et du cycle de crédit à la remontée des taux. Cet arbitrage n'est pas propre à la zone euro : il pourrait être compliqué par une plus forte résistance de l'inflation et conduire à un freinage plus brutal de l'économie mondiale avec des conséquences négatives pour la demande adressée à la zone et la stabilité financière. Un scénario de contraction de l'activité de la zone euro est relégué en scénario de risque.

Si la croissance du PIB au quatrième trimestre 2022 n'a été que marginalement négative (-0,03% sur le trimestre), ce résultat cache une dégradation de la demande intérieure qui perdurerait au T1 2023.

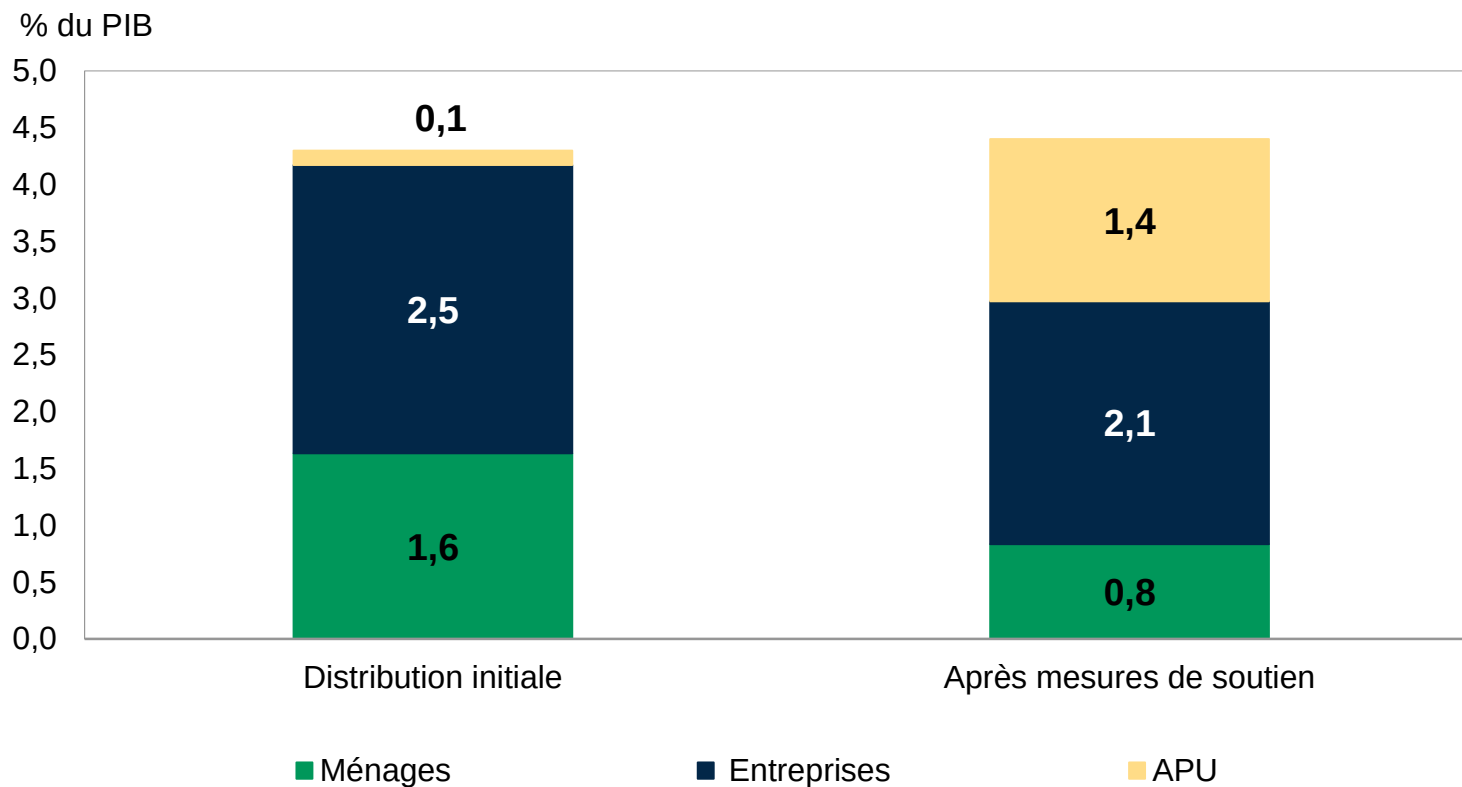
Le profil du scénario est ensuite caractérisé par une progression positive quoique très modeste, du PIB marquant une légère accélération à partir de la mi-

2024. Le choc de compétitivité lié au renchérissement de l'énergie importée (estimé à 4,3 points de PIB) a été partiellement atténué par les mesures budgétaires visant à limiter le coût de la hausse des prix de l'énergie pour les ménages et les entreprises. Avec le reflux observé et anticipé de l'inflation, ces mesures seront en retrait dès la moitié du premier semestre 2023 dans plusieurs pays de la zone. **En dépit d'une progression plus modérée des prix le coût de l'énergie va rester plus élevé que par le passé dans la zone euro, ce qui aura pour conséquence une croissance durablement plus affaiblie, la poursuite de redistributions entre secteurs et agents économiques et des modifications structurelles des comportements de consommation de l'énergie, qui sont déjà visibles** (avec une baisse de la consommation de gaz de l'ordre de 15% en 2022).

UN MÉLANGE INSOLITE DE PUISSANTS FACTEURS DE SOUTIEN ET DE FREINAGE

L'ATTÉNUATION DE LA TRANSMISSION DES CHOCS DÉFAVORABLES RENFORCE LA RÉSILIENCE

Zone euro - Impact du choc : 4,3 points de PIB

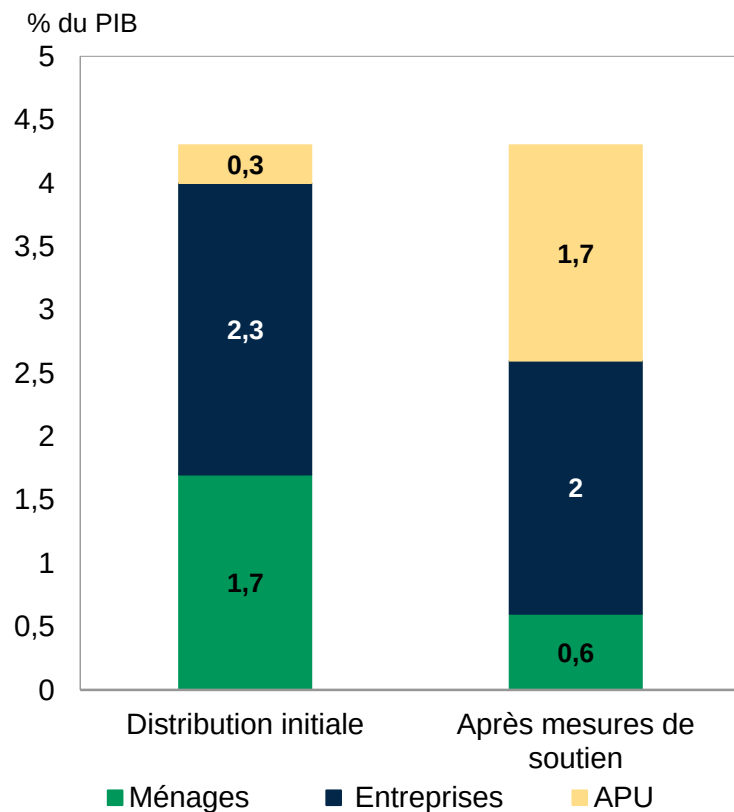


Sources : Crédit Agricole SA/ECO

LA TRANSMISSION DES CHOCs DÉFAVORABLES

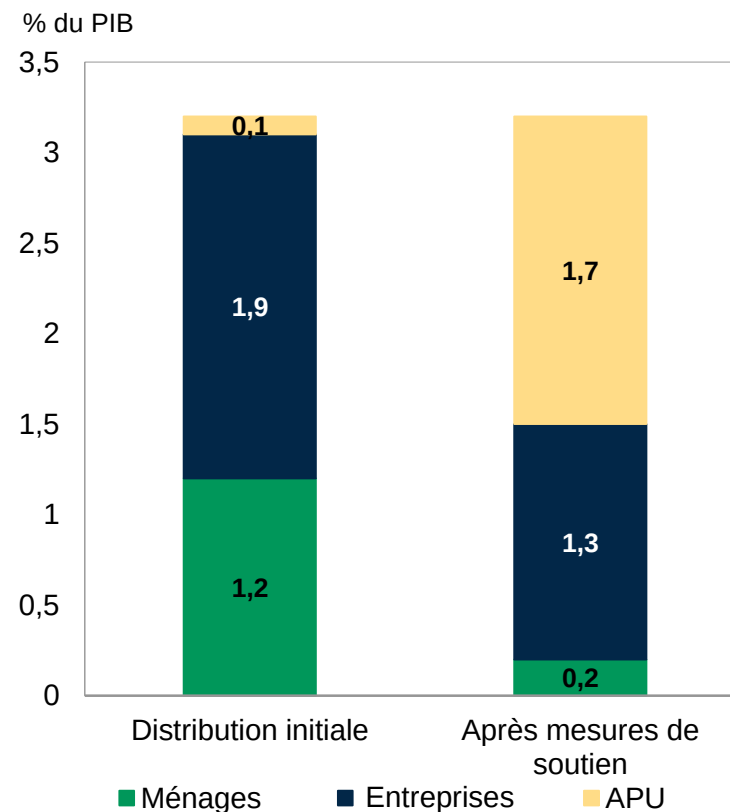
ATTÉNUATION PAR LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

Allemagne - Impact du choc :
4,3 points de PIB



Sources : Crédit Agricole SA/ECO

France - Impact du choc :
3,2 points de PIB



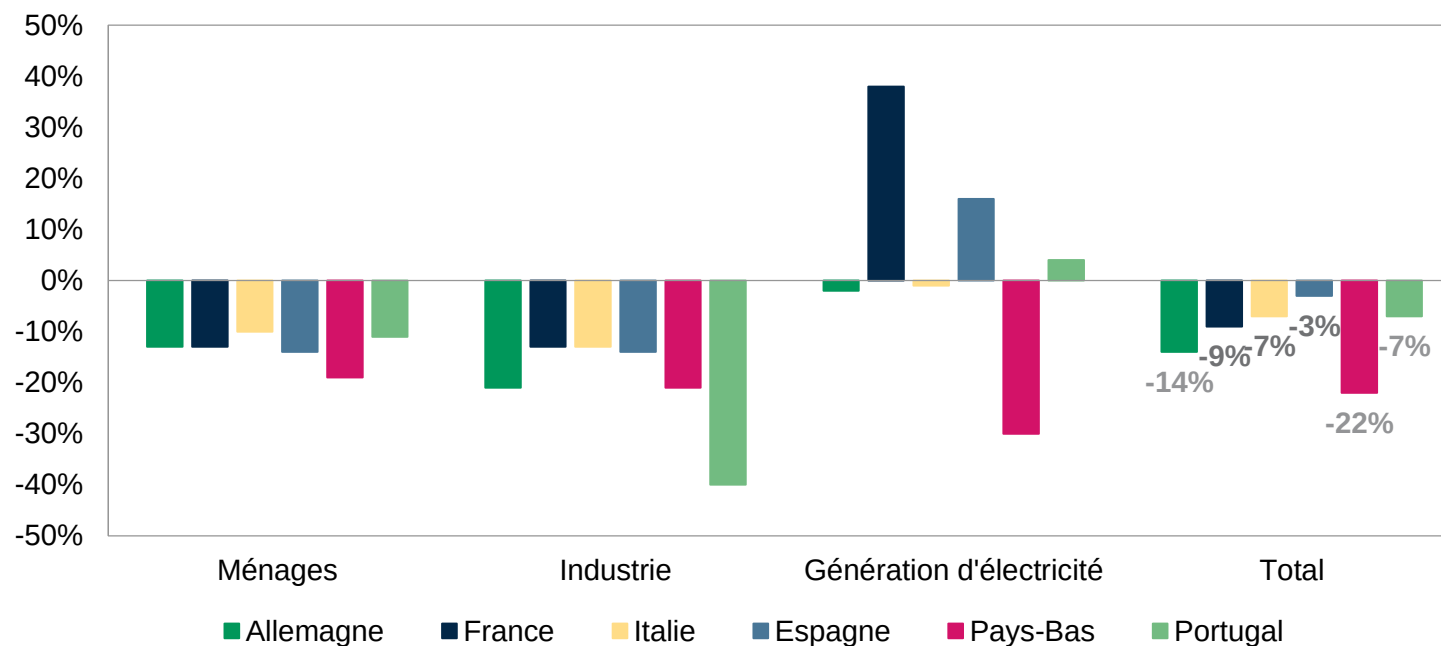
Sources : Crédit Agricole SA/ECO

DES EFFORTS STRUCTURELS D'ADAPTATION

LE SIGNAL - PRIX AFFECTE LES COMPORTEMENTS

Baisse de la consommation de gaz

variation %, depuis
janvier 2022

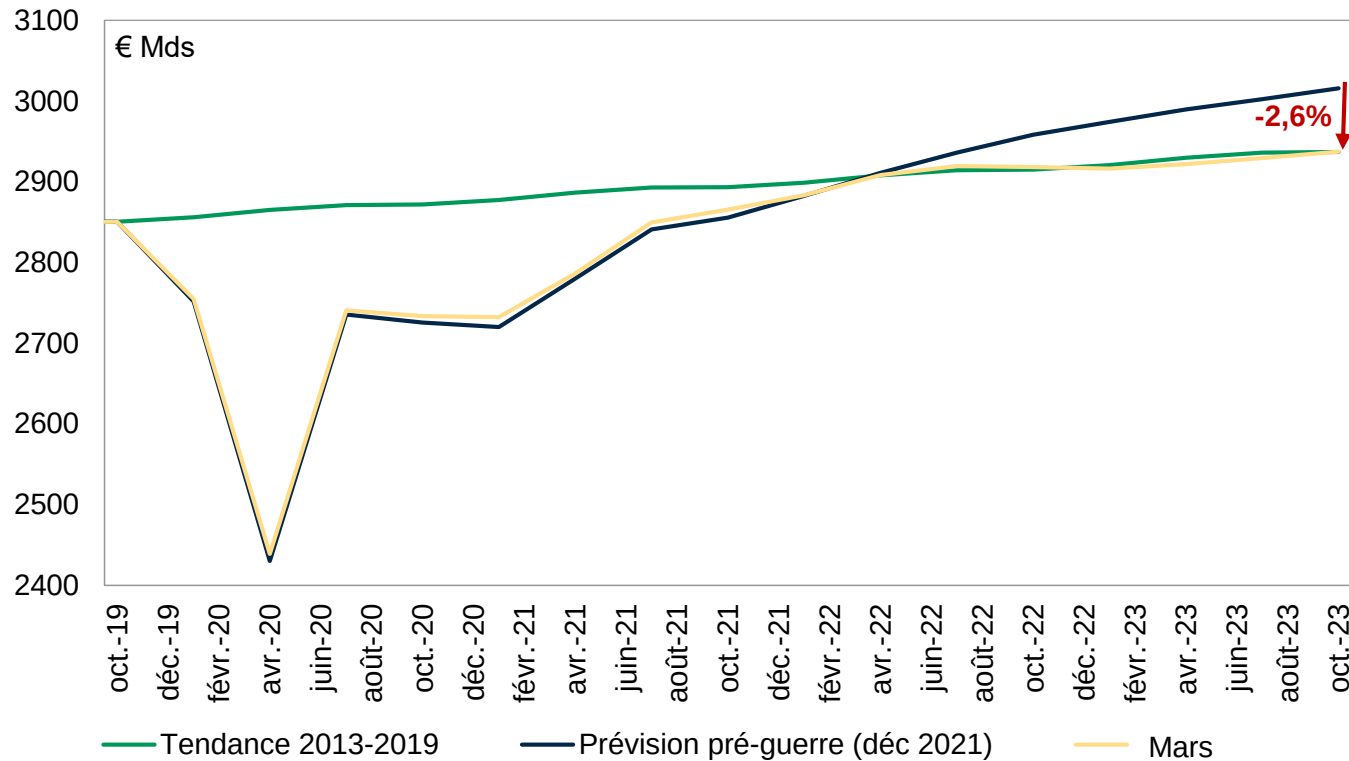


Sources : Crédit Agricole SA/ECO

L'IMPACT IMMÉDIAT ET PROLONGÉ DU CHOC SUR LA CROISSANCE

UN AFFAIBLISSEMENT STRUCTUREL

Une hypothèque sur la croissance à moyen terme



Sources : Crédit Agricole SA/ECO

SOMMAIRE

1 SYNTHÈSE

2 | ÉVOLUTIONS RÉCENTES ET SCÉNARIO DE COURT TERME

3 LA LOGIQUE DU SCÉNARIO

4 FOCUS : L'INFLATION ET SES NOUVEAUX MOTEURS

5 LE *POLICY-MIX*

RÉSILIENCE AVEC UN EFFET TROMPE-L'ŒIL

Si la croissance du PIB au quatrième trimestre 2022 n'a été que marginalement négative (-0,03% sur le trimestre), ce résultat cache une dégradation de la demande intérieure caractérisée par un repli de la consommation privée (-0,9% sur le trimestre) et de l'investissement (-0,6% si on exclut la forte correction enregistrée en Irlande).

L'investissement logement est en recul (-1,6%), ainsi que l'investissement en machines, équipements et matériels de transport. Seul le BTP ne s'est pas replié au quatrième trimestre mais s'est contenté de stagner. La dynamique de la formation de capital s'est brutalement arrêtée en Allemagne et en Espagne, à la fois dans la construction et dans l'investissement productif. Si la croissance du PIB n'a pas été plus négative, c'est par l'effet d'une contribution fortement positive des exportations nettes du fait de la contraction des importations liée, entre autres, à la normalisation du comportement des achats d'énergie.

Le taux d'épargne des ménages (14,1% après 13,3%) interrompt au T4 2022 le mouvement de baisse en cours depuis

un an et demi. L'accélération du revenu disponible brut (2,2% sur le trimestre après 2%) ne s'est donc pas traduite par un renforcement de la croissance de la consommation (1,3% en valeur après 2,3%). La consommation en volume s'est repliée de 0,9%. Le revenu disponible a progressé moins que l'inflation (mesurée par le déflateur de la consommation des ménages) et son pouvoir d'achat s'est détérioré (-0,4%). Les ménages ont aussi réduit leur investissement et leur taux d'investissement s'est replié pour le troisième trimestre consécutif à 9,7%. Ce repli n'a pas enrayer la dégradation de la capacité de financement et leur taux d'épargne financière s'est replié à 4,1% (après 4,3%). Il s'est ensuivi une baisse de l'investissement financier, mais aussi de l'endettement, avec notamment un ralentissement des flux de crédit (3,7% sur un an après 4,2%). La baisse de la part de la richesse financière a été plus importante que celle de leur passif (avec une dette à 57,2% du PIB) conduisant à une moindre richesse nette (en points de PIB). La richesse immobilière s'est aussi repliée.

Les sociétés non financières ont fortement amélioré leurs marges au T4 2022 (42%

après 40,4%). Malgré l'accélération des rémunérations des salariés (2,1% après 1,5%), la baisse des autres impôts nets des subventions a permis de soutenir la croissance de l'excédent brut d'exploitation. En dépit des bénéfices réalisés, l'investissement s'est replié portant le taux d'investissement à 23,5% (après 25,4%). La meilleure capacité de financement ne s'est pas traduite par une hausse de l'investissement financier. Celui-ci a reculé avec une moindre accumulation de dépôts. Mais le financement a aussi baissé avec notamment un net ralentissement du rythme de croissance des flux de crédit (à 4,4% de 6% sur un an). Le taux d'endettement est donc descendu à 74,8% contre 79,1% un an auparavant.

Nous anticipons **une nouvelle légère baisse de la demande domestique au premier trimestre 2023 (-0,1%) alimentée par un repli supplémentaire, mais plus modeste, de la consommation des ménages.** Des ajustements difficiles à prévoir sont encore possibles du côté des importations et des stocks : ils sont susceptibles de « bousculer » la prévision de croissance tant du côté positif que du côté négatif en début d'année.

RÉSILIENCE AVEC UN EFFET TROMPE-L'ŒIL

L'accélération de l'activité dans la zone euro signalée par les enquêtes au mois de mars marque le cinquième mois d'expansion après le creux connu en octobre. En témoigne la première estimation de l'indice PMI composite d'activité qui se situe à 54,1 points après 52 en février.

Production et commandes s'accélèrent, ces dernières retrouvant leur niveau d'avant l'invasion de l'Ukraine. La demande étrangère est en revanche en contraction mais à un moindre rythme. Les perspectives futures de production s'améliorent toujours mais moins vite. Les intentions d'embauche se renforcent.

Cette performance globale cache néanmoins une nouvelle contraction dans le secteur manufacturier qui s'accélère après quatre mois de modération. L'indice PMI du secteur manufacturier est retombé à 47,1 points après 48,5 en février. L'industrie ne croît plus depuis le mois de juin 2022 et les

commandes voient leur dégradation s'accroître à l'exception de celles en provenance de l'étranger.

Les contraintes pesant sur l'offre se dénouent rapidement avec une réduction marquée des délais d'approvisionnement et une forte baisse de l'accumulation du travail en attente. Ceci répond aussi à une moindre demande d'intrants de la part des entreprises. Les stocks de produits finis se sont stabilisés depuis deux mois, après un semestre de réduction à partir des niveaux très élevés. Si cette baisse avait rendu le niveau des stocks plus cohérent avec l'état de la demande, **l'affaiblissement des commandes permet d'anticiper des nouveaux déstockages à venir, qui pourraient peser sur la production future.** Les perspectives de production restent néanmoins positives même si leur rythme d'amélioration s'affaiblit.

La production industrielle s'est fortement redressée avec une nouvelle progression positive de 1,5% sur le mois et retrouve le

niveau du début de l'été après la dégringolade de l'automne. La performance des secteurs les plus intensifs en énergie reste plus négative avec un repli de la production qui se poursuit bien qu'à un rythme plus modéré.

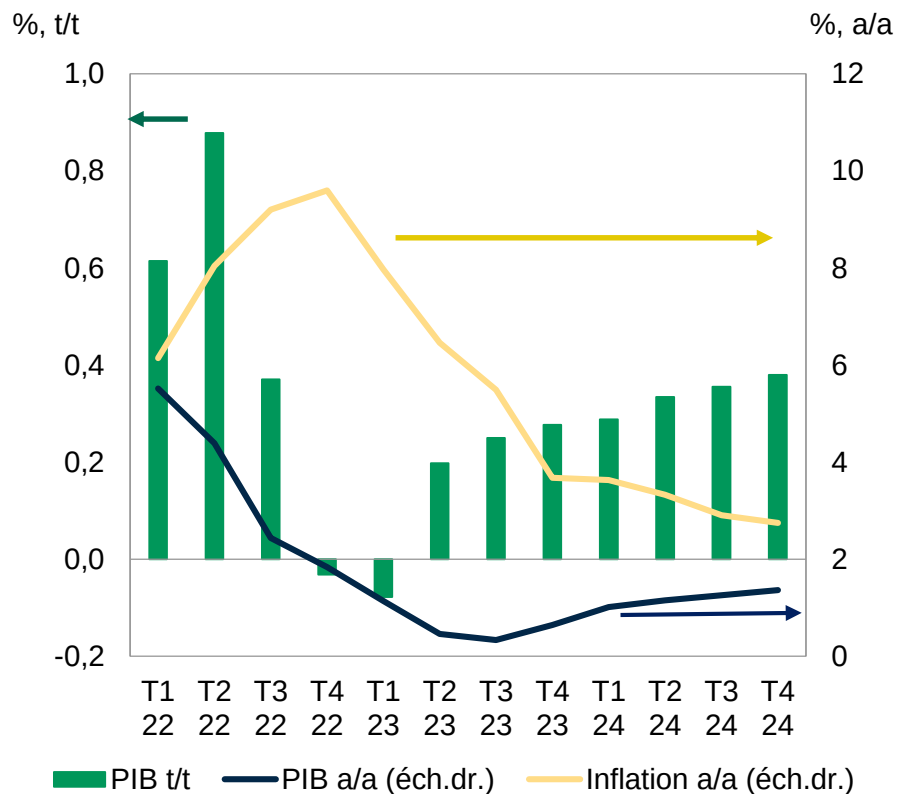
Moins de demandes et moins de contraintes d'offre se sont traduites par la première baisse du prix des intrants depuis l'été 2020 dans l'industrie. En revanche les prix de vente continuent de progresser, bien qu'à un moindre rythme, permettant encore la constitution des marges.

Cet écart, et la hausse des marges qui s'ensuit, est d'autant plus important dans le secteur des services, où les prix des intrants n'ont fait que décélérer tirés par une activité qui continue de se renforcer. **L'indice PMI des services se situe à 55,6 points après 52,7 en février avec toutes les composantes de l'indice en accélération hormis les prix.**

LA TRANSITION ENTRE LA RÉSILIENCE ET LA FIN DE L'EXPANSION

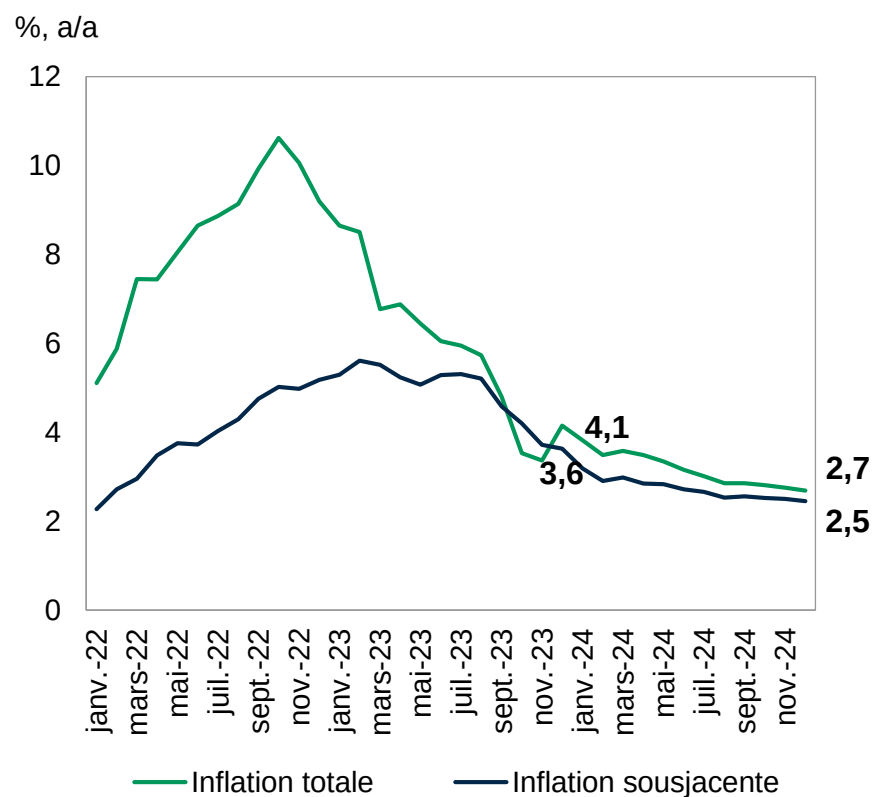
UN PROFIL DESSINÉ PAR L'INFLATION ET LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Un scénario de croissance dominé par l'inflation



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA/ECO

L'inflation en baisse mais plus persistante dans ses composantes moins volatiles

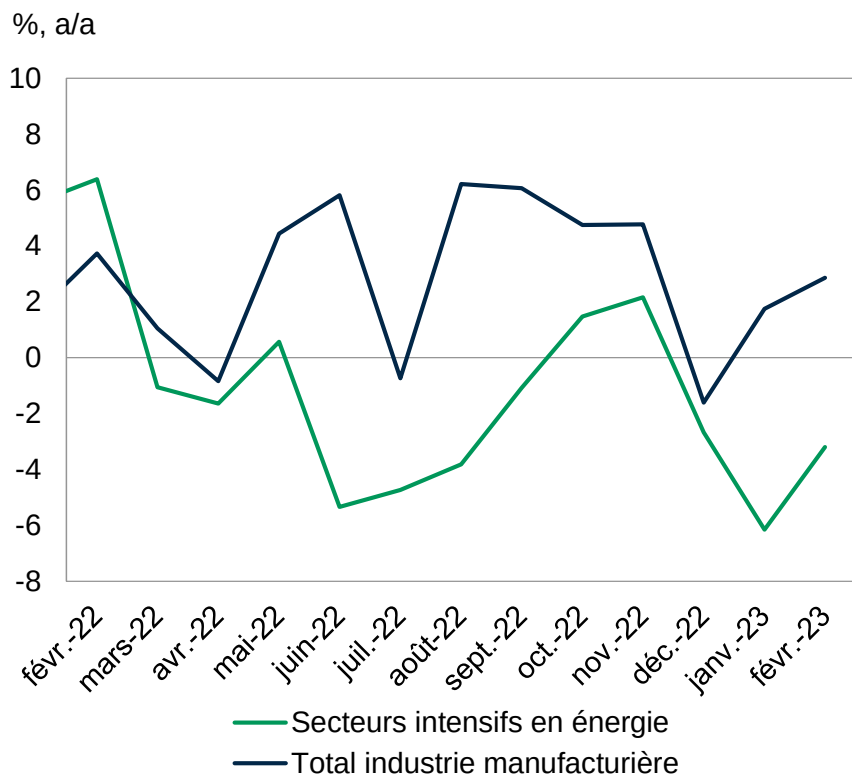


Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA/ECO

LA TRANSITION ENTRE LA RÉSILIENCE ET LA FIN DE L'EXPANSION

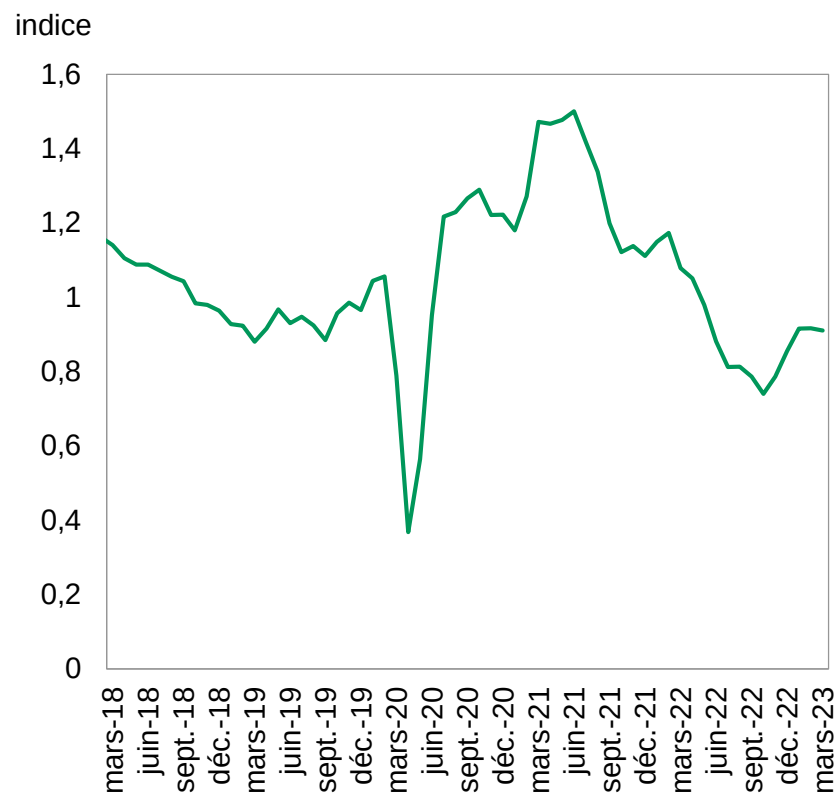
L'ACCÉLÉRATION DE L'ACTIVITÉ AVEC DES QUESTIONS SUR L'INDUSTRIE

Production industrielle



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA/ECO

Industrie : ratio commandes/stocks



Sources : Markit, PMI, Crédit Agricole SA/ECO

SOMMAIRE

1 SYNTHÈSE

2 ÉVOLUTIONS RÉCENTES ET SCÉNARIO DE COURT TERME

3 LA LOGIQUE DU SCÉNARIO

4 FOCUS : L'INFLATION ET SES NOUVEAUX MOTEURS

5 LE *POLICY-MIX*

LA LOGIQUE DU SCÉNARIO

LA BONNE SANTÉ DU SECTEUR PRIVÉ MISE À L'ÉPREUVE

Le profil du scénario est caractérisé par une progression positive quoique très modeste, du PIB marquant une légère accélération à partir de la mi-2024. Deux forces opposées expliquent cette croissance positive mais poussive qui ne retrouve pas encore son rythme potentiel en fin d'année 2024 : d'une part, la **baisse de l'inflation** rend du pouvoir d'achat aux ménages mais, d'autre part, la **remontée des taux d'intérêt** mord de plus en plus sur l'investissement.

Pour les entreprises, la transmission de la politique monétaire s'est faite pleinement sur les taux à la clientèle bancaire. La dernière enquête BLS signale un resserrement des conditions de crédit et une baisse de la demande de crédit liée surtout au repli de l'investissement. La baisse des prix des intrants et les fonds européens devraient néanmoins soutenir l'investissement productif compensant l'affaiblissement de l'investissement logement et permettre un renforcement

progressif mais modeste de l'accumulation de capital. La situation économique et financière des sociétés non financières demeure solide et le nombre de défaillances, à l'exception du cas espagnol, reste encore inférieur au niveau pré-Covid. Les défaillances restent circonscrites aux secteurs les plus touchés par la pandémie.

Pour les ménages, le resserrement des conditions de crédit est plus marqué et la baisse de la demande de crédit pour l'achat du logement est sensible : c'est en effet la plus forte depuis 2003. **La consommation privée retrouverait une croissance positive, mais inférieure à la moyenne de la période 2015-2019.** Elle pourra reposer sur une progression du revenu disponible réel qui redeviendrait positive dès le deuxième trimestre 2023. Le revenu des ménages a été soutenu par la croissance dynamique des revenus du travail mais aussi par des prestations sociales et des transferts, les deux ayant presque compensé l'effet négatif de

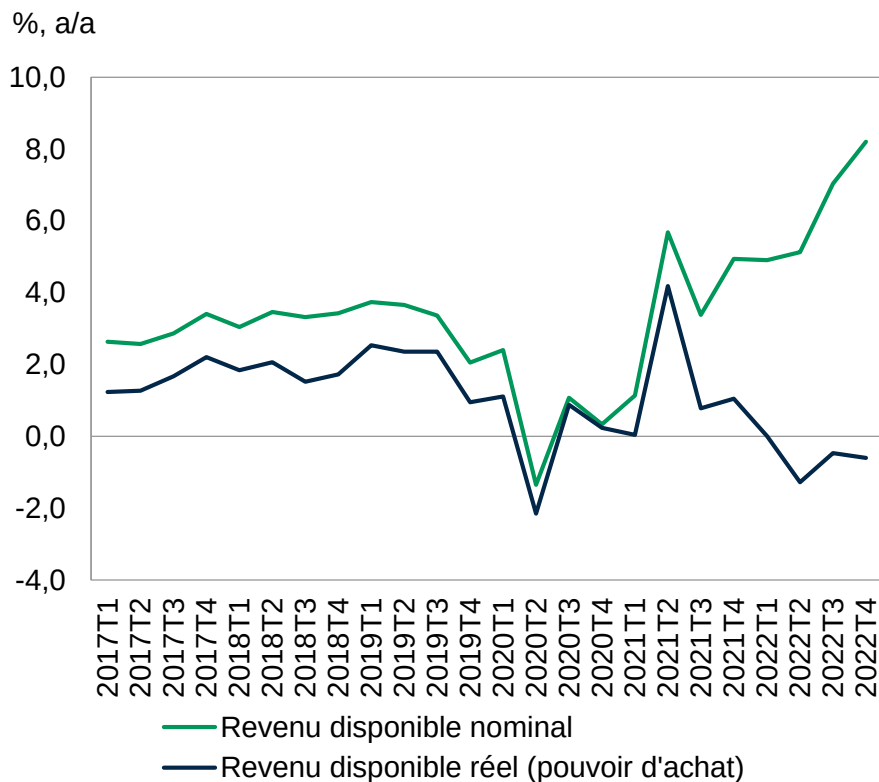
l'inflation. Au cours du dernier trimestre 2022, la baisse du pouvoir d'achat du revenu des ménages a été limitée à 0,6% en rythme annuel dans la zone et circonscrite à 0,4% en France, tandis que le revenu réel a encore progressé en Allemagne et aux Pays-Bas. Il a, en revanche, davantage baissé en Italie mais surtout en Espagne, où la dynamique du revenu disponible nominal est plus faible.

Si le taux d'épargne est désormais inférieur à son niveau pré-pandémique dans toutes les grandes économies de la zone, il a baissé plus massivement en Espagne et en Italie. L'excès d'épargne cumulée depuis le Covid continue néanmoins d'augmenter. **La disponibilité de ce surplus d'épargne, s'il devait être mobilisé plus rapidement, constitue un risque haussier sur notre scénario.**

MÉNAGES : LE REVENU DISPONIBLE EN BELLE HAUSSE

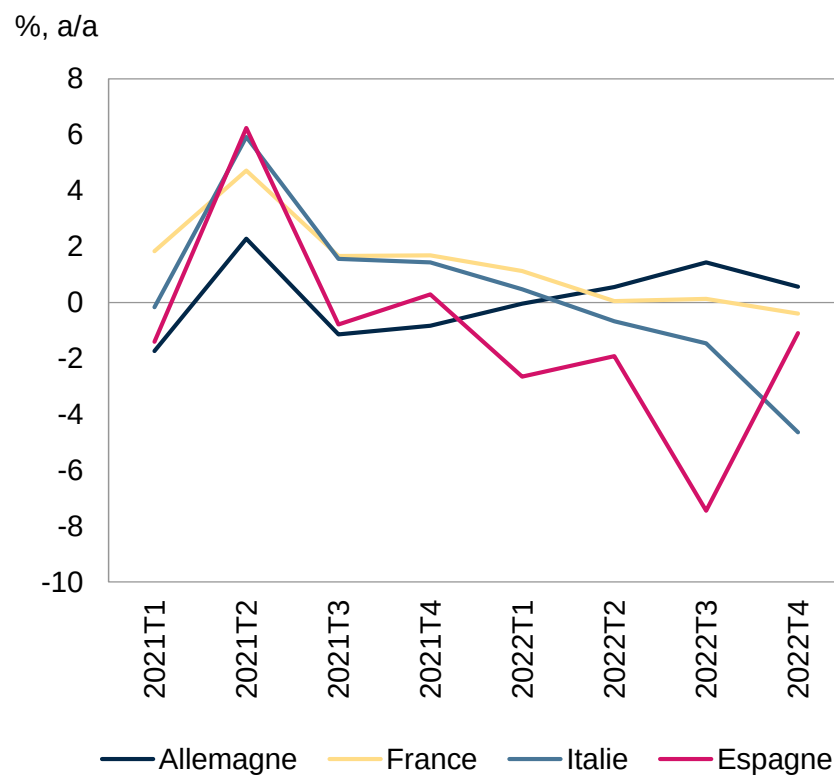
MAIS EN PERTE DE POUVOIR D'ACHAT

Revenu disponible des ménages
et son pouvoir d'achat



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA/ECO

Revenu disponible réel par pays

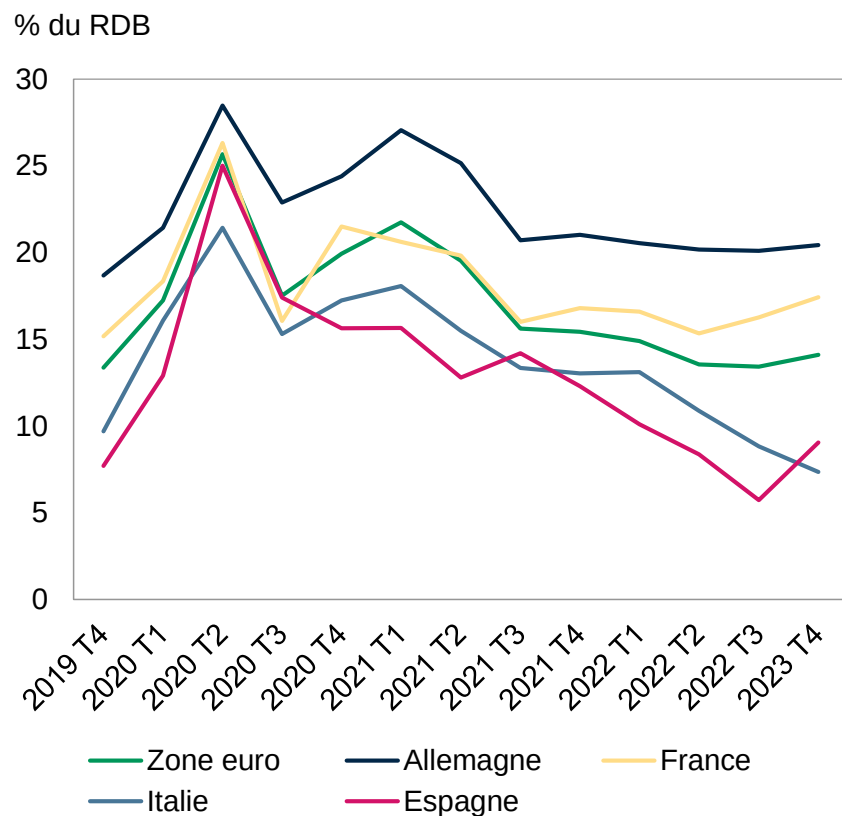


Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA/ECO

MÉNAGES : LE TAUX D'ÉPARGNE NORMALISÉ REPART À LA HAUSSE

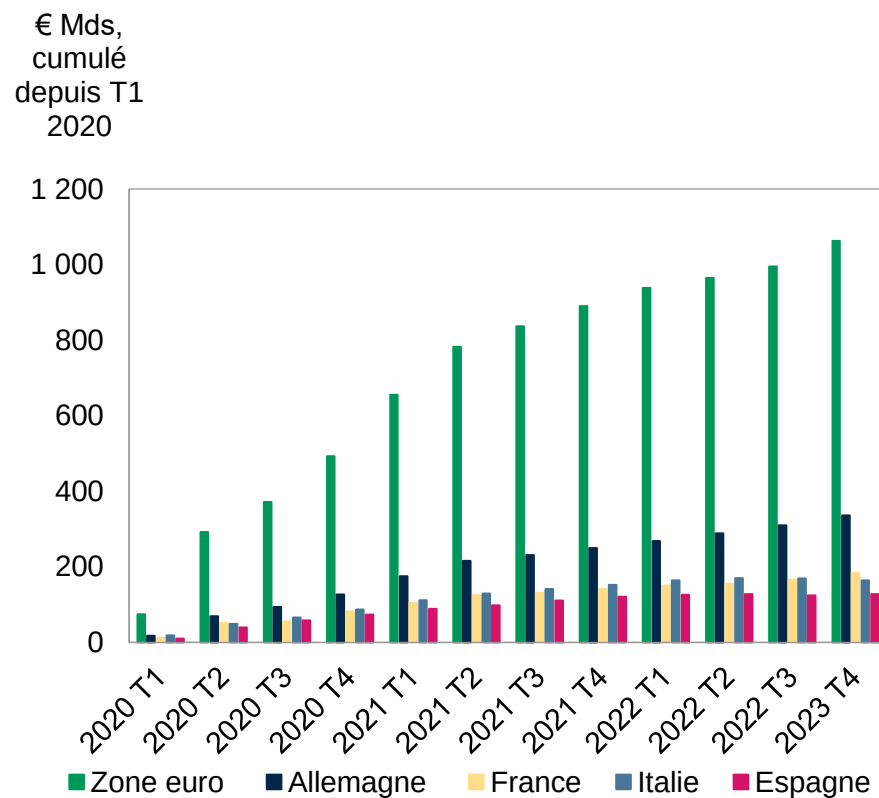
LE SURPLUS D'ÉPARGNE CONTINUE D'AUGMENTER MAIS PAS PARTOUT

Taux d'épargne



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA/ECO

Excès d'épargne

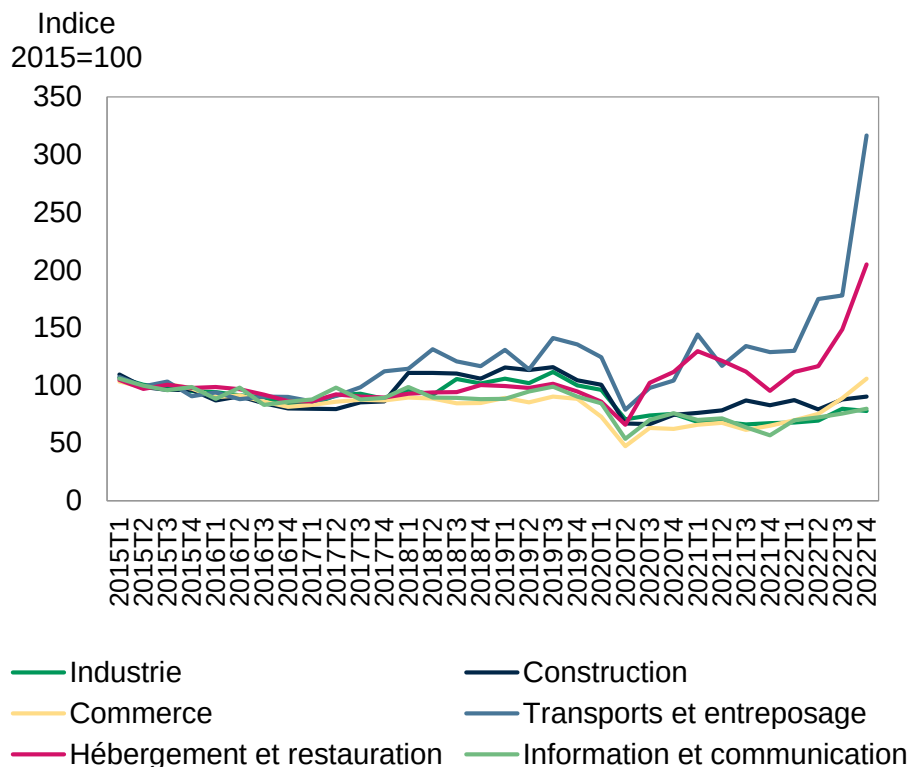


Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA/ECO

ENTREPRISES : LES DÉFAILLANCES REMONTENT

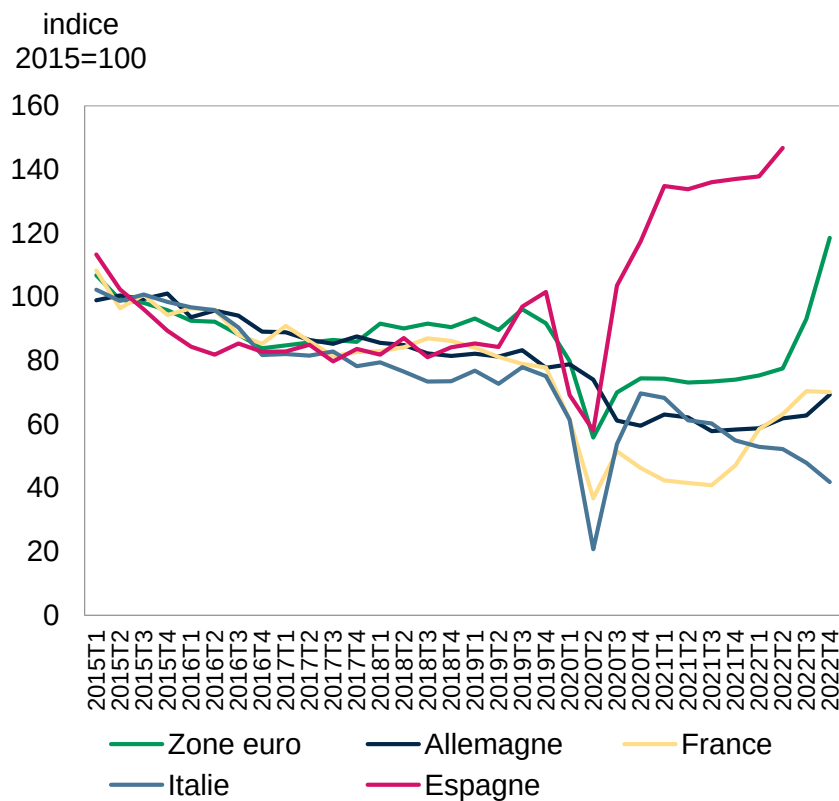
MAIS LEUR NOMBRE NE PRÉOCCUPE PAS ENCORE

Zone euro : défaillances par secteur



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA/ECO

Défaillances par pays



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA/ECO

SOMMAIRE

1 SYNTHÈSE

2 ÉVOLUTIONS RÉCENTES ET SCÉNARIO DE COURT TERME

3 LA LOGIQUE DU SCÉNARIO

4 | FOCUS : L'INFLATION ET SES NOUVEAUX MOTEURS

5 LE *POLICY-MIX*

FOCUS : L'INFLATION ET SES NOUVEAUX MOTEURS

LA TRANSMISSION RETARDÉE DES CHOCS ET LE POUVOIR RETROUVÉ DE FIXATION DES PRIX

Sans surprise, le taux d'inflation a fortement baissé au mois de mars dans la zone euro passant de 8,5% à 6,9% sur un an. Sans surprise puisqu'on anticipait le rôle joué par l'effet de base de la forte hausse de mars 2022, liée à l'accélération de la composante énergétique. En effet, la composante énergie de l'indice était en baisse en mars pour la première fois depuis deux ans (-0,9% après 13,7% sur un an). Toujours sans surprise l'inflation sous-jacente a continué d'augmenter (à 5,7% après 5,6% en février). **L'accélération des prix des services et de l'alimentaire (transformé ou non) a compensé le ralentissement des prix des biens industriels non énergétiques.** La baisse des prix des importations d'énergie, en cours depuis septembre 2022, s'est fortement accélérée en janvier et a pu se coupler avec la baisse des prix des biens intermédiaires importés, très sensibles à l'énergie, mais aussi au dénouement des contraintes sur les chaînes de valeur mondiales et sur le trafic maritime. Cette baisse n'a pas été entièrement répercutée sur les prix de production de l'énergie et plus généralement sur les prix de production dans l'industrie, ce qui pourrait être un signe de comportements opportunistes de marges. Elle a néanmoins déjà permis une décélération des prix à la consommation

des services de logement et de distribution de l'énergie.

De ces évolutions différenciées on peut tirer une conclusion : la baisse de l'inflation liée à l'énergie est en train de se diffuser à toutes les autres composantes, mais la transmission de sa hausse passée aux prix des autres biens et services et aux salaires génère une inertie qui rend l'inflation plus persistante. Il ne faudra donc pas s'attendre à une baisse aussi marquée de l'inflation au cours des prochains mois, ce qui ne préjuge pas de la tendance baissière en cours. Un autre effet de base important des prix de l'énergie est attendu en juin prochain, qui pourrait imprimer de nouveau un ralentissement plus net sur l'indice des prix.

La plupart des indicateurs suggèrent que le pic du choc inflationniste est passé. Les prix du gaz semblent avoir atteint une « nouvelle normalité » à moins de 100 euros par mégawattheure (en moyenne à 75 € par MWh en 2023 et à 90 € en 2024 dans notre prévision) : c'est bien inférieur au pic historique (340 €/MWh), mais supérieur à la moyenne historique (18 €/MWh). La récente stabilisation des prix du gaz est le résultat fragile de multiples événements ponctuels ;

les facteurs de hausse des prix sont néanmoins encore présents. Or, la baisse de l'inflation est actuellement tirée exclusivement par celle de la composante énergétique.

La hausse des autres composantes est encore portée par les effets retardés de la transmission des coûts énergétiques. C'est surtout le cas des biens alimentaires transformés qui ont connu en début d'année des ajustements de prix à la hausse dans la grande distribution dans plusieurs pays. C'est aussi le cas dans les services : la remontée des salaires y a été rapide et se répercute sur les prix de vente. C'est moins le cas pour les prix des biens industriels non énergétiques : ils sont encore affectés par la répercussion des accroissements passés des prix de l'énergie, mais ont bénéficié de l'assouplissement des contraintes sur les chaînes d'approvisionnement et de l'appréciation de l'euro. **Nous prévoyons donc une baisse de l'inflation à 5,9% en moyenne en 2023 et 3,1% en 2024. L'inflation sous-jacente sera encore élevée à 4,9% en moyenne en 2023 et à 2,7% en 2024.**

FOCUS : L'INFLATION ET SES NOUVEAUX MOTEURS

LA TRANSMISSION RETARDÉE DES CHOCS ET LE POUVOIR RETROUVÉ DE FIXATION DES PRIX

Si la BCE continue de scruter l'inflation sous-jacente, les autres agents économiques répondent à l'évolution de l'inflation globale. Ainsi, **les anticipations des prix sont en baisse depuis novembre pour les entreprises du secteur manufacturier, de la construction et du commerce de détail, tandis que dans les services la baisse est plus récente**, selon l'enquête de la Commission européenne. **Ces évolutions sont cohérentes avec celles signalées par les indices PMI, qui confirment une décélération des prix des intrants.** Dans l'industrie, le prix des intrants a même enregistré la première baisse depuis l'été 2020 tandis que les prix de vente continuent de progresser, bien qu'à un moindre rythme, permettant encore la constitution des marges. Cet écart, et la hausse des marges qui s'ensuit, est d'autant plus important dans le secteur des services, où les prix des intrants n'ont fait que décélérer.

Ce renforcement du pouvoir de fixation des prix des entreprises de la zone et des comportements opportunistes facilités par la volatilité des prix relatifs ont bien été signalés par les données de comptabilité des secteurs au T4 2022 sur les marges des entreprises.

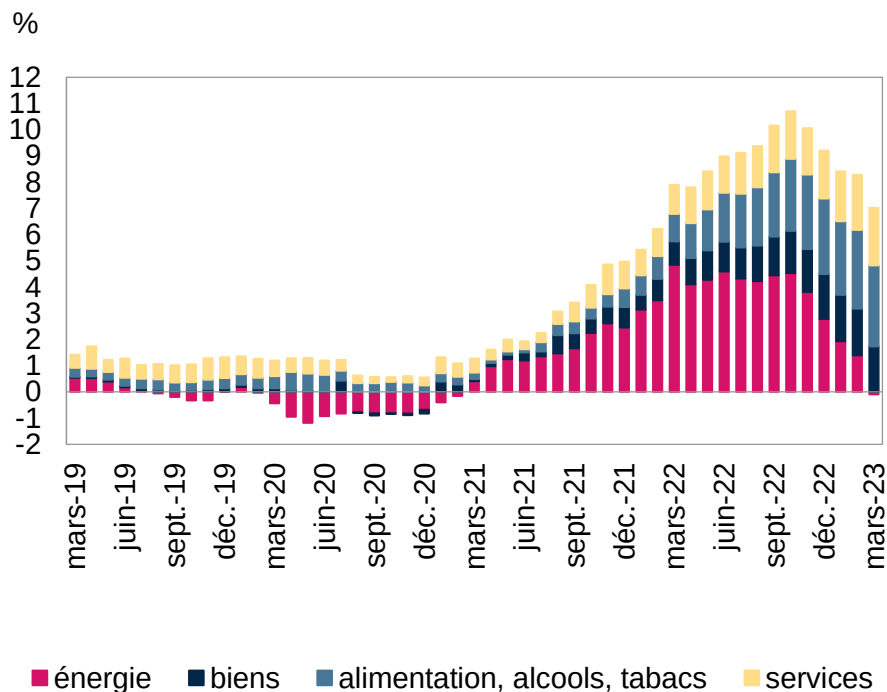
Côté consommateur, les dernières enquêtes de la Commission signalent en mars une inversion de la récente tendance à la baisse des anticipations des prix, probablement influencée par la remontée des prix des biens alimentaires. La dernière enquête sur les anticipations des consommateurs conduite par la BCE en janvier continuait de signaler des anticipations bien inférieures à l'inflation récente perçue avec une baisse de l'inflation anticipée à un an (4,9%) ainsi qu'à trois ans (2,5%). Cette évolution est en contraste avec la révision à la hausse des anticipations d'inflation des professionnels de la prévision pour 2023 et 2024 dans

l'enquête menée par la BCE au T1 2023. Cette hausse est commune aux résultats de l'enquête de la BCE auprès des analystes monétaires pour l'année 2024. Dans les deux cas, **les anticipations d'inflation à plus long terme restent ancrées à l'objectif de la BCE (respectivement à 2,1% et 2%).** En revanche, les anticipations de marché de l'inflation à cinq ans dans cinq ans sont de nouveau remontées à 2,58%. La BCE continuera de suivre ces indicateurs d'anticipation, mais elle sera très attentive à l'évolution des marges, annonciatrices d'effets de second tour rendant l'inflation plus persistante.

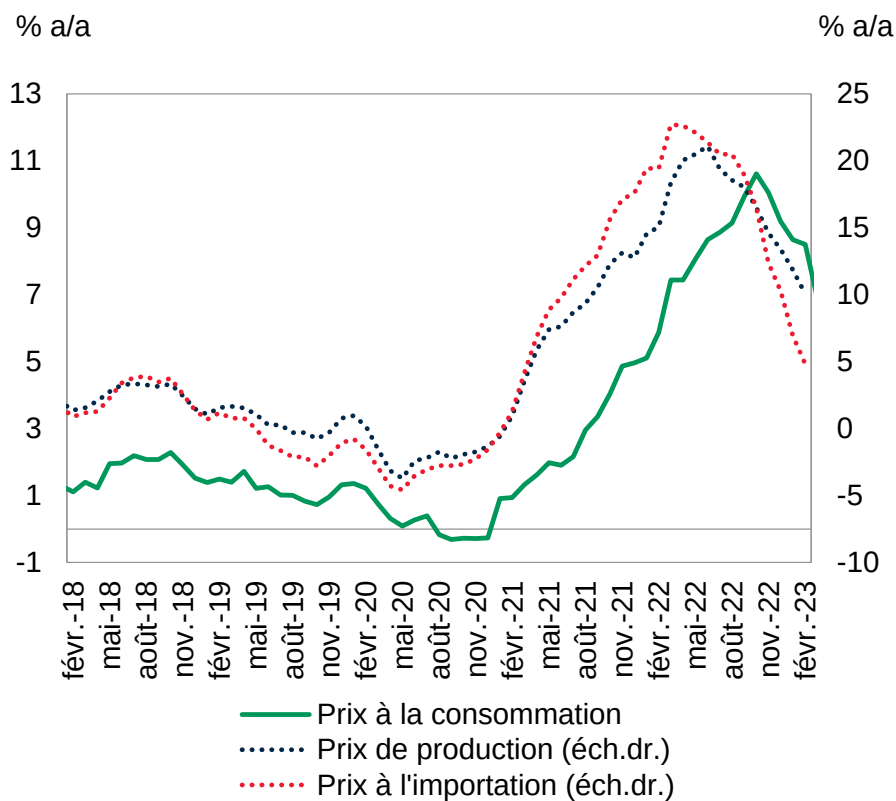
L'INFLATION : EN BAISSSE MAIS AVEC INERTIE

DU MOTEUR EXTÉRIEUR AU MOTEUR DOMESTIQUE

Contributions à la croissance des prix à la consommation



La baisse de l'inflation mondiale se transmet aux prix à la consommation domestiques



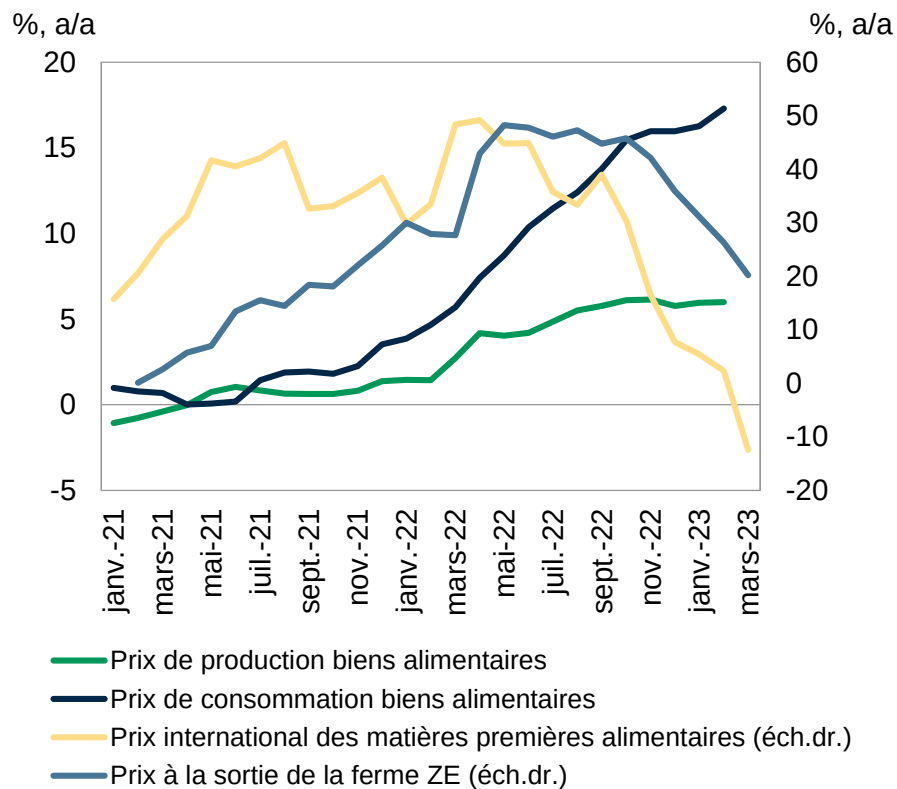
Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA/ECO

Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA/ECO

LES EFFETS DE SECOND TOUR VISIBLES

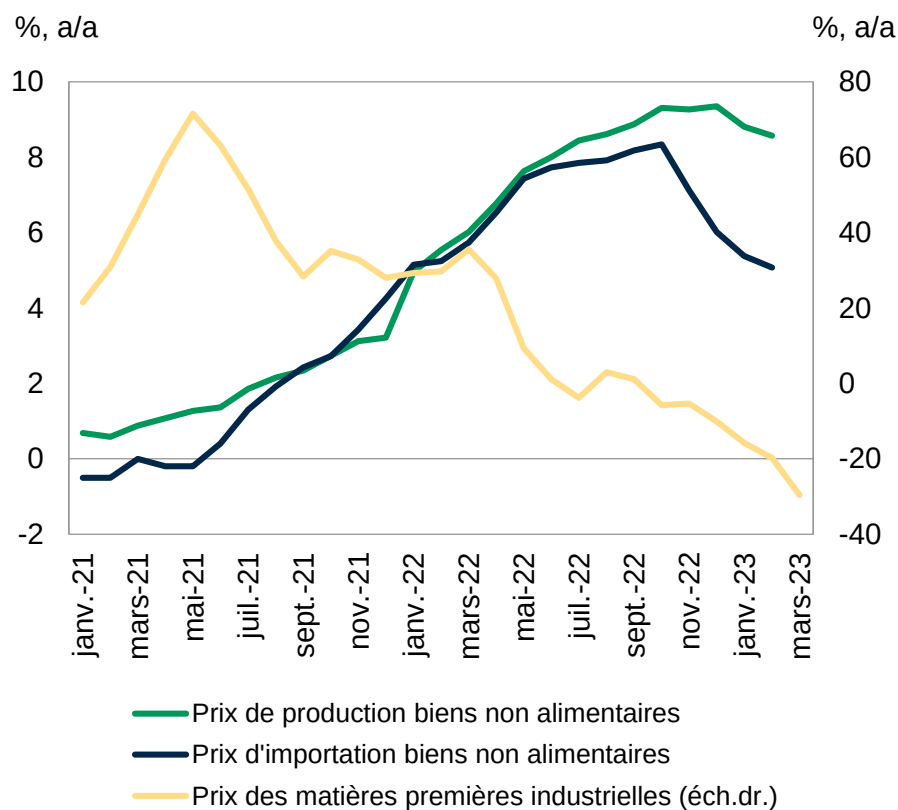
MAIS LA BAISSSE EST DANS LES « TUYAUX »

Dans les tuyaux : les prix des biens alimentaires



Sources : Eurostat, HWWI, Crédit Agricole SA/ECO

Dans les tuyaux : les prix des biens industriels non alimentaires



Sources : Eurostat, HWWI, Crédit Agricole SA/ECO

FOCUS : L'INFLATION ET SES NOUVEAUX MOTEURS

EMPLOI, PRODUCTIVITÉ ET MINI-CYCLE DES SALAIRES

La traction des prix par les salaires s'accroît avec une accélération des salaires effectifs enregistrée au quatrième trimestre 2022 (5,4% sur un an), tirée surtout par le secteur des services (hors commerce, transports et hébergement), tandis qu'un ralentissement est visible dans la construction et l'industrie.

La contribution du relèvement du salaire minimum a été très importante en 2022 (avec une croissance de ce dernier de 8% en Allemagne, 6% en France et 5% en Espagne sur un an au cours du deuxième semestre). La hausse de la durée effective du travail a aussi contribué. La composante négociée du salaire a été plus modeste : des primes exceptionnelles ont assuré la récupération des pertes de pouvoir d'achat passées, tandis que la dynamique salariale issue des négociations a été modérée. Elle a néanmoins accéléré en fin d'année. Nous tablons sur une accélération du salaire

par tête à 5,1% en 2023 (après 4,8% en 2022), avant de ralentir à 3,8% en 2024 avec une moindre contribution des augmentations du salaire minimum, des heures travaillées et des primes.

Des effets de second tour sont particulièrement visibles dans l'évolution des marges des entreprises, qui signalent un renforcement du pouvoir de fixation des prix des entreprises de la zone et des comportements opportunistes facilités par la volatilité des prix relatifs.

Les marges sont de retour au pic de fin 2017 : élevées et en hausse dans l'industrie (surtout auprès des producteurs d'énergie) et les services financiers, dans une moindre mesure dans la construction, alors qu'elles se tassent déjà dans le commerce et dans les autres services non financiers. Mais le ralentissement du cycle de productivité est déjà avéré. Nous prévoyons que

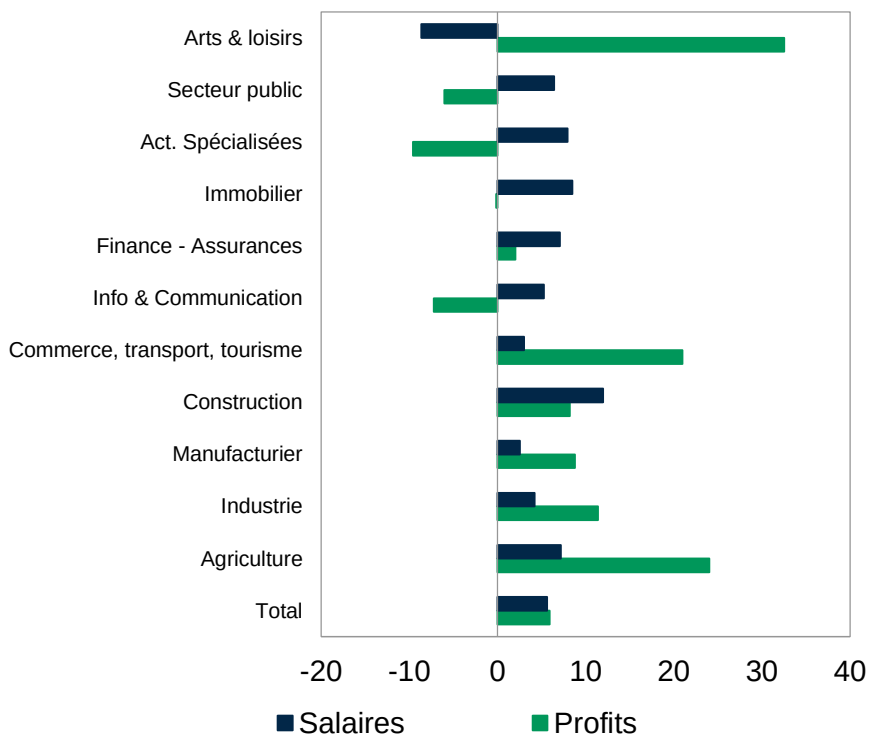
l'affaiblissement de la productivité pèse sur les bénéfices et limite le potentiel de hausse des salaires. En revanche, l'emploi restera résilient avec une augmentation limitée du chômage et un certain recours aux dispositifs de chômage partiel (déjà ouverts dans des secteurs spécifiques).

UN FACTEUR DE RISQUE NOUVEAU

LES PROFITS PLUS QUE LES SALAIRES

Profits, plus hauts que les salaires

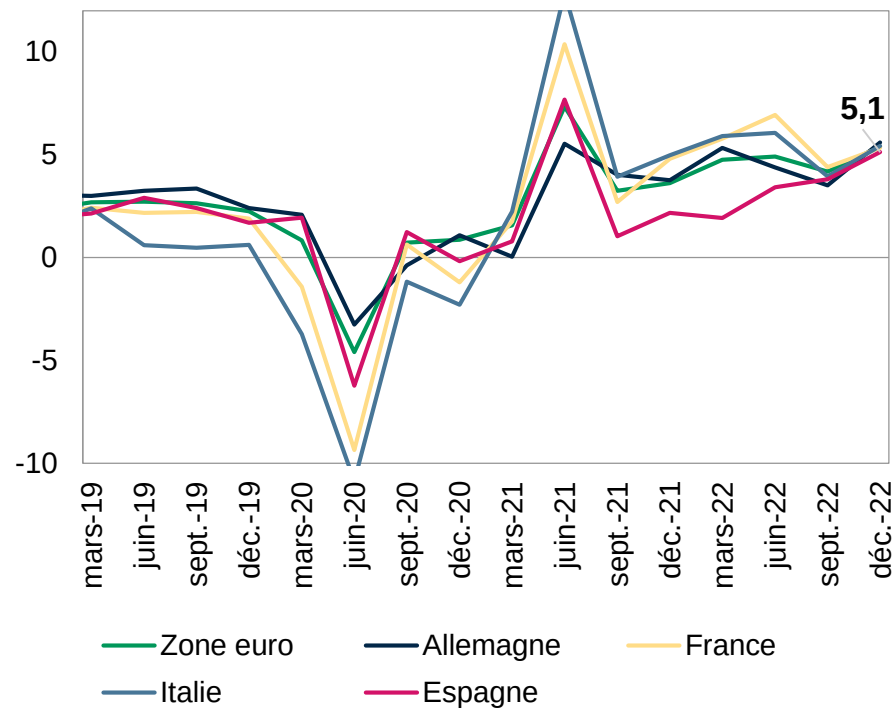
% depuis le T4 2021



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA/ECO

Salaires effectifs

%, a/a

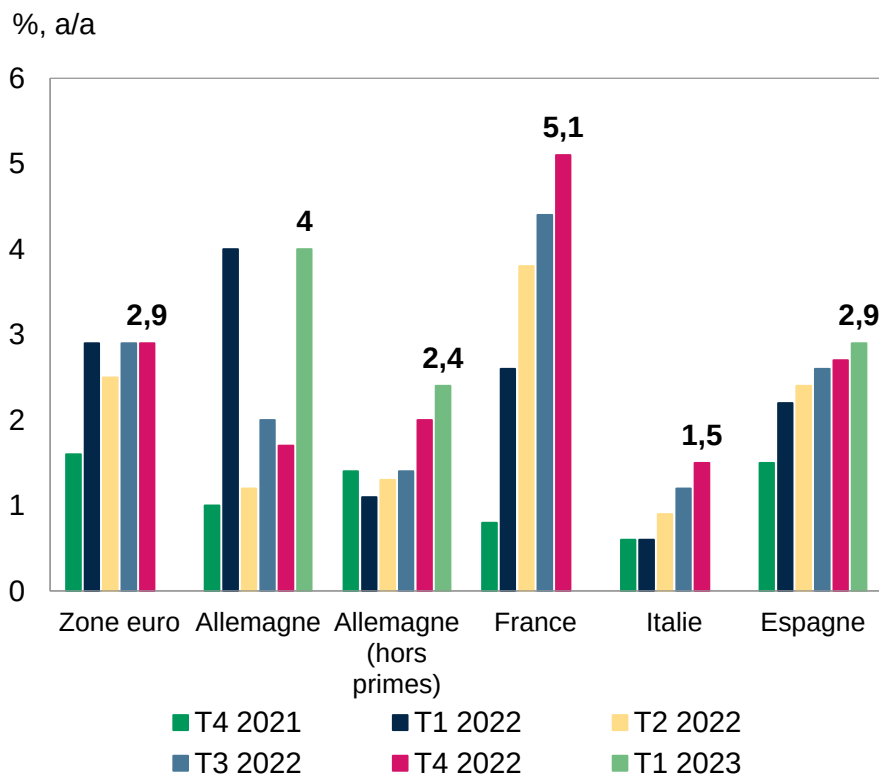


Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA/ECO

LES SALAIRES RÉELS SE REDRESSENT

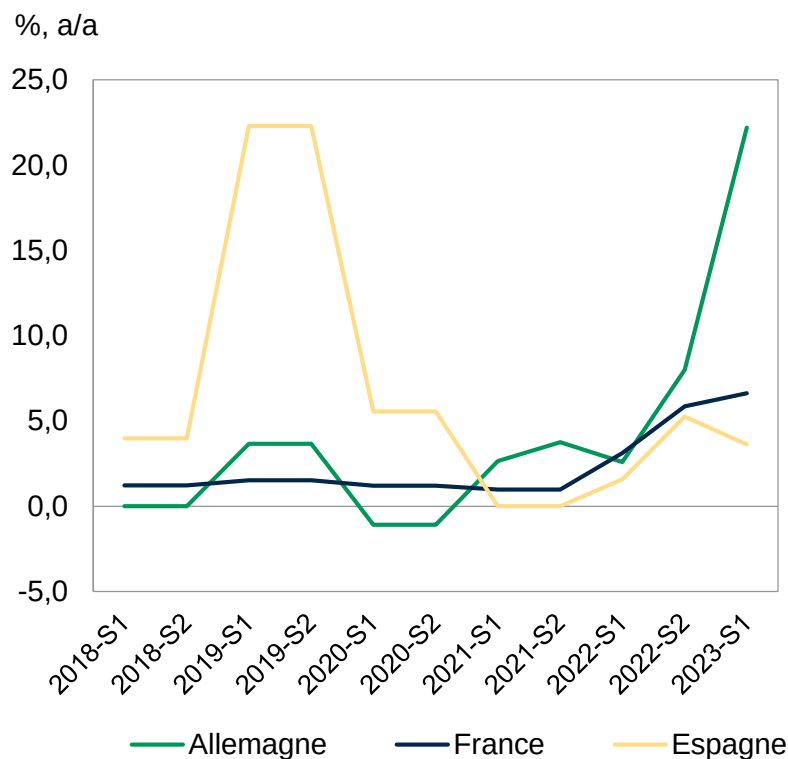
AVEC DES MOTEURS EN VOIE D'AFFAIBLISSEMENT

Salaire négocié



Sources : BCE, Destatis, Banque de France, Istat, Ministerio de trabajo, CASA/ECO

Salaire minimum



Sources : Eurostat, CACIB, Crédit Agricole SA/ECO

SOMMAIRE

- 1 SYNTHÈSE
- 2 ÉVOLUTIONS RÉCENTES ET SCÉNARIO DE COURT TERME
- 3 LA LOGIQUE DU SCÉNARIO
- 4 FOCUS : L'INFLATION ET SES NOUVEAUX MOTEURS
- 5 | LE *POLICY-MIX*

POLITIQUES MONÉTAIRE ET BUDGÉTAIRE ACCENTUENT LEUR RESTRICTION

Si la BCE continue de voir, dans un désancrage des anticipations d'inflation et dans l'enclenchement d'une boucle prix-salaire, le principal risque de dérive de l'inflation par rapport à son objectif, elle s'est dite aussi très attentive à l'évolution des profits. Lors de sa dernière réunion de mars, elle a remonté ses taux d'intérêt directeurs de 50 points de base, portant le taux de refinancement à 3,5% et le taux de dépôt à 3%. Elle a, surtout, renforcé son approche conditionnée par les données, en dévoilant plus explicitement sa fonction de réaction. **Son action future dépendra de trois facteurs** : son évaluation des perspectives d'inflation en fonction des données macro-économiques et financières disponibles, l'évolution de l'inflation sous-jacente, la force de la transmission de la politique monétaire. L'explicitation de la fonction de réaction réduit la possibilité de prise de parole des membres les plus agressifs du Conseil des gouverneurs, qui souhaiteraient pré-engager

la BCE sur une trajectoire de hausse des taux. **La BCE a néanmoins affirmé que, si son scénario central d'inflation se réalisait dans un contexte d'incertitude réduite, d'autres remontées des taux seraient inévitables.**

La politique budgétaire est restée plutôt neutre en 2022, compensant en partie le resserrement de la politique monétaire. L'amélioration des déficits est surtout le fait de l'inflation : celle-ci a généré des recettes exceptionnelles, utilisées en partie pour financer des mesures destinées à contrer l'impact de l'inflation et se substituant aux mesures *post-Covid*. Cependant, la Commission européenne a récemment fourni des orientations quant à l'application de la supervision budgétaire en 2023 et 2024 dans l'attente d'un accord législatif sur la réforme de la gouvernance. **Les procédures de déficit excessif seront appliquées dès 2024 sur la base des réalisations budgétaires de l'année 2023.**

La Commission préconise une plus forte responsabilisation des pays dans le contrôle des dépenses courantes avec une obligation doublée d'une contrainte : il s'agit de réduire mais aussi de cibler rapidement les mesures de soutien liées à la hausse des coûts de l'énergie, tout en évitant tout soutien injustifié de la demande pouvant entraver la transmission de la politique monétaire. Les pays seront donc obligés de réviser à la baisse la portée de leurs mesures de soutien liées à l'énergie, alors que monte la pression pour un contrôle plus strict des dépenses courantes. En effet, les nouvelles orientations lient les trajectoires de réduction des dettes à celle des dépenses totales (hors intérêts) tout en contraignant les États à s'engager sur leurs dépenses d'investissement. **L'impulsion budgétaire sera donc négative en 2023 (-0,8 point de PIB) et en 2024 (-0,7 point).**

BCE : LA STABILITÉ DES PRIX AVANT TOUT MAIS...

... AVEC LA STABILITÉ FINANCIÈRE EN TÊTE

— Une nouvelle fonction de réaction « dévoilée »

Son action future dépendra de trois facteurs :

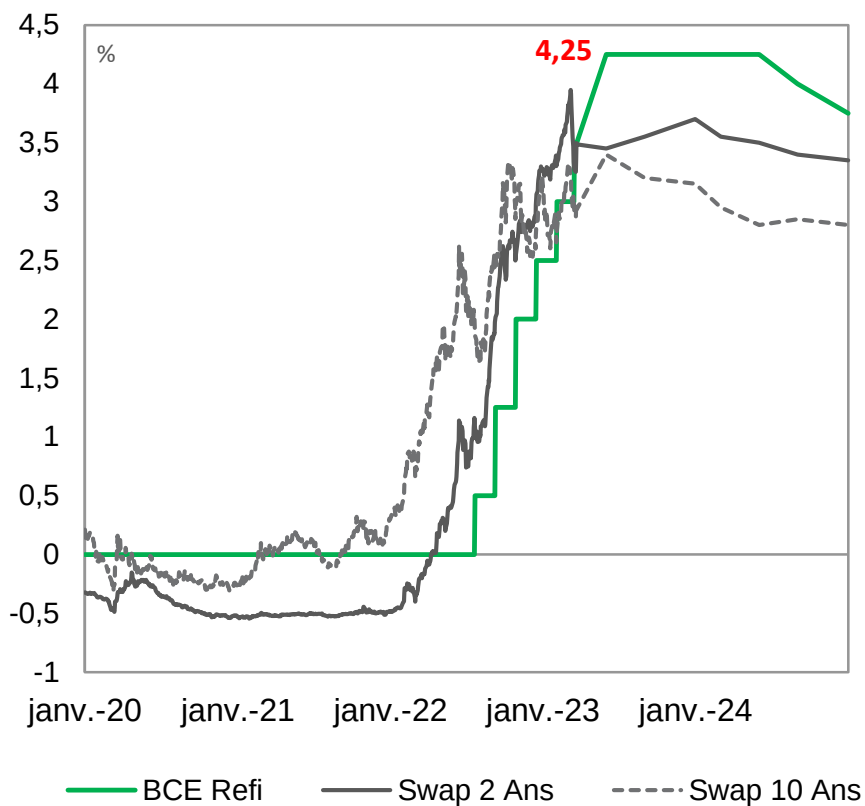
- son évaluation des perspectives d'inflation en fonction des données macro-économiques et financières disponibles ;
- l'évolution de l'inflation sous-jacente (hors composantes volatiles) ;
- la force de la transmission de la politique monétaire.

— Le principe de séparation affirmé

BCE : PRIORITÉ À LA LUTTE CONTRE L'INFLATION

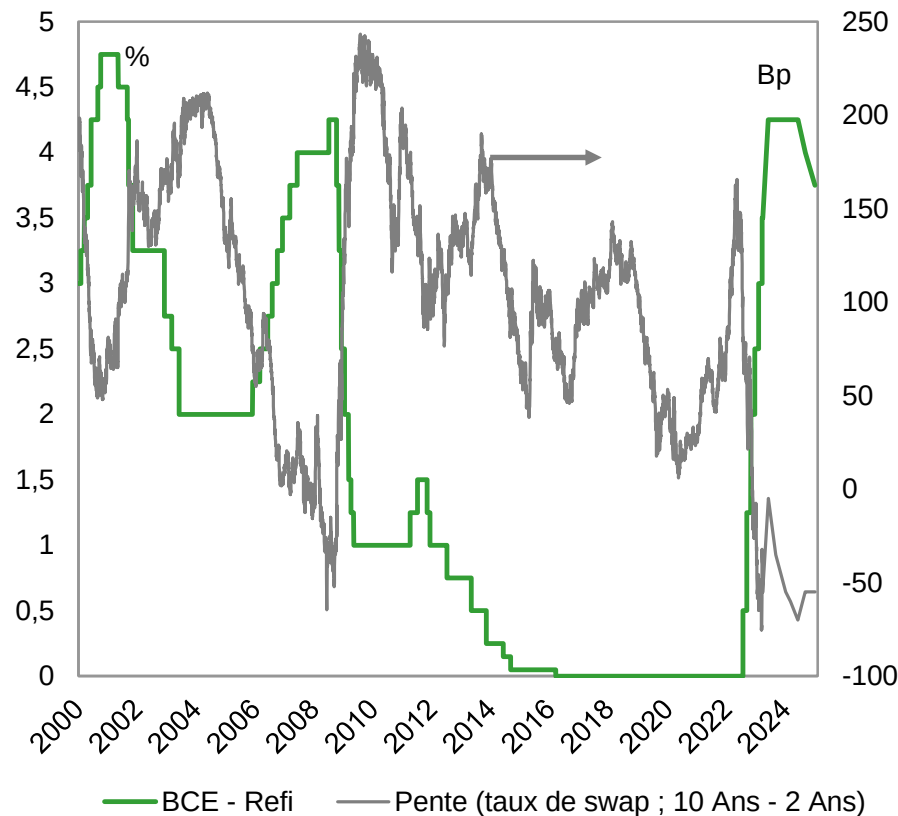
RESSERREMENT MONÉTAIRE : ENCORE UN PEU DE PATIENCE

Scénario BCE et taux de swap



Sources : Bloomberg, CACIB, Crédit Agricole SA/ECO

Zone Euro – Pente inversée

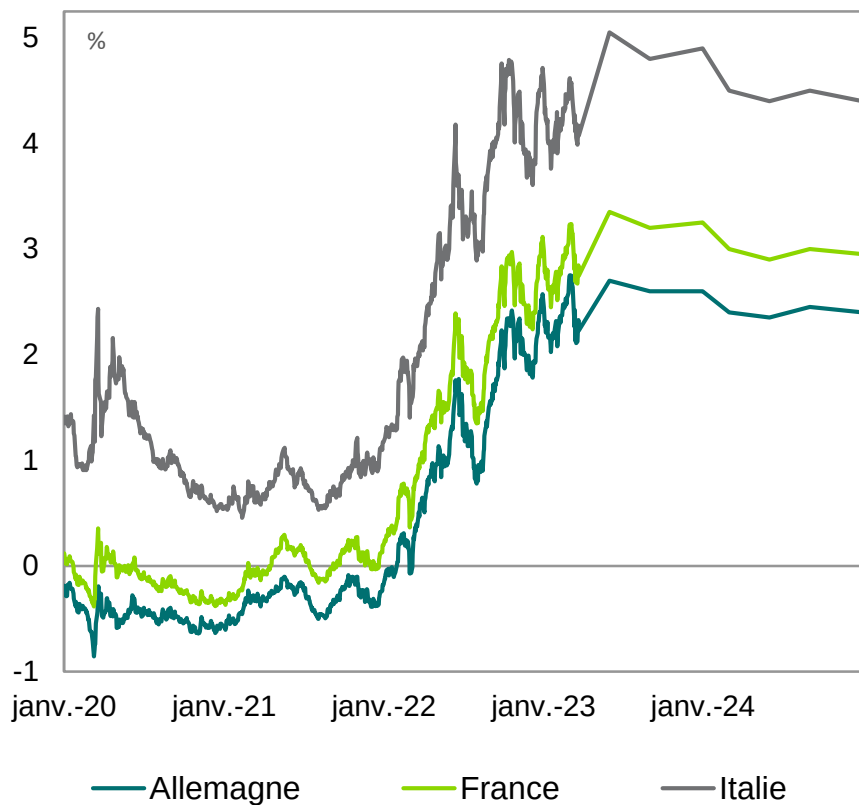


Sources : Bloomberg, CACIB, Crédit Agricole SA/ECO

TAUX D'INTÉRÊT LONGS

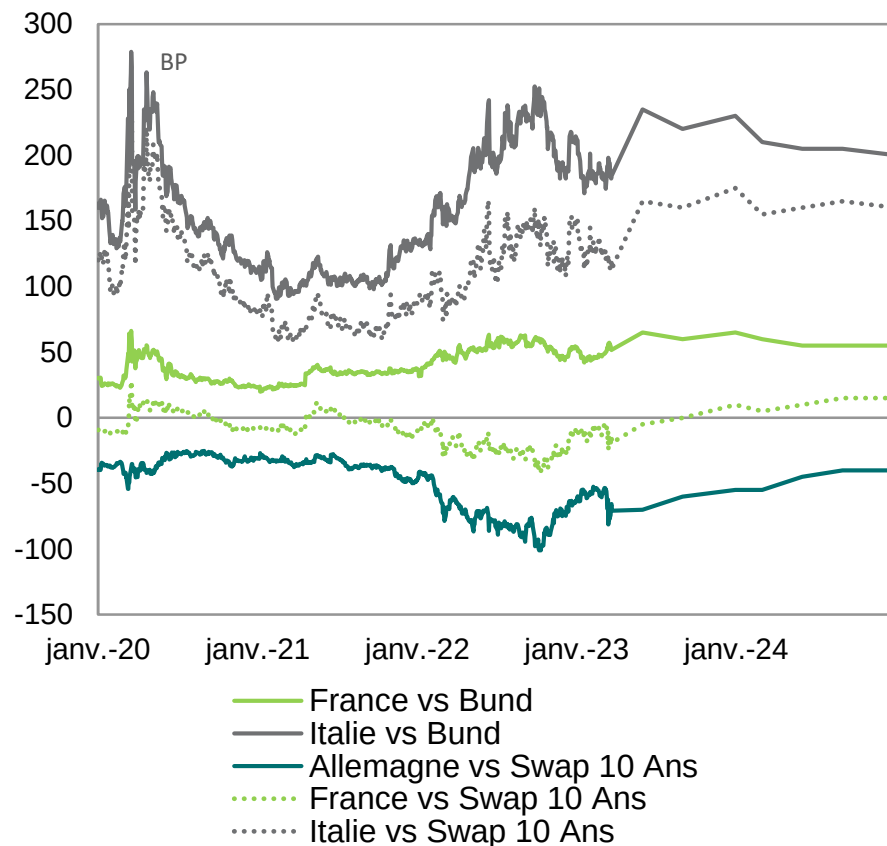
UNE HAUSSE FREINÉE PAR LE REFLUX ANTICIPÉ DE L'INFLATION ET DE LA CROISSANCE

Zone euro – Taux souverains 10 Ans



Sources : Bloomberg, CACIB, Crédit Agricole SA/ECO

Spreads/Bund et /Swap



Sources : Bloomberg, CACIB, Crédit Agricole SA/ECO

CONSULTEZ NOS DERNIÈRES PARUTIONS EN ACCÈS LIBRE SUR INTERNET

Date	Titre	Thème
17/04/2023	Émirats arabes unis – Un environnement favorable pour engager des réformes structurantes	Émirats arabes unis
14/04/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
13/04/2023	Italie : compte d'agent au T4-2022, la consommation des ménages faiblit et les marges des entreprises se maintiennent	Italie
13/04/2023	Fragmentation du commerce mondial – Tentations et évaluations	Monde
12/04/2023	France – Scénario 2023-2024 : l'activité plie mais ne rompt pas	France
07/04/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
07/04/2023	Monde – Scénario macro-économique 2023-2024 : un ralentissement "baroque"	Monde
06/04/2023	La Chine, un prêteur en dernier ressort sélectif et gourmand	Asie
05/04/2023	Fintech Outlook T1 2023 – Muscler son jeu !	Fintech
04/04/2023	Zone euro – L'inflation sans surprise à la baisse en mars	Zone euro
03/04/2023	France – Recul anticipé de l'inflation en mars	France
31/03/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
30/03/2023	Le spectre de la crise politique plane de nouveau en Thaïlande	Asie
30/03/2023	Afrique du Sud – Une fin d'année peu réjouissante	Afrique du Sud
29/03/2023	Slovénie – Entre résilience et fragilisation	Europe centrale & orientale
28/03/2023	Parole de banques centrales – BOE : la fin du resserrement ?	Royaume-Uni, BOE
28/03/2023	Italie – Lancement du chantier de la réforme fiscale	Italie
24/03/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
23/03/2023	En Afrique de l'Ouest, cacao et déforestation vont de pair	Afrique
23/03/2023	Zone euro – Légère reprise de la production industrielle en janvier	Zone euro
22/03/2023	Chine – S'armer encore de patience	Chine
21/03/2023	Algérie – La bonne conjoncture pétrolière améliore la balance des paiements	Algérie
21/03/2023	Croatie – Une entrée réussie dans la zone euro	Croatie
20/03/2023	BCE : le débat se déplace du taux d'intérêt d'équilibre vers le concept de taux d'intérêt de stabilité financière	Zone euro, BCE

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 et Youyiming Wang
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.