



ZONE EURO SCÉNARIO 2023-2024

STAGNATION ENTRE DEUX FORCES PUISSANTES

Octobre 2023

Paola Monperrus-Veroni

AGIR CHAQUE JOUR DANS VOTRE INTÉRÊT
ET CELUI DE LA SOCIÉTÉ



SOMMAIRE

1 | SYNTHÈSE

2 ÉVOLUTIONS RÉCENTES ET SCÉNARIO DE COURT TERME

3 LA LOGIQUE DU SCÉNARIO

4 LA BCE

SYNTHÈSE

STAGNATION ENTRE DEUX FORCES PUISSANTES

La « narration » autour d'un atterrissage en douceur continue d'être alimentée par un marché du travail résistant malgré le ralentissement de l'activité et par la situation économique et financière saine des agents privés. La zone euro n'échappe pas à cette évolution favorable de l'offre ; son ralentissement est néanmoins plus marqué qu'ailleurs et pose, de façon plus aiguë, la question de la fin de ce cycle anormal d'expansion. **Alors que l'activité dépasse désormais de 2,6% le niveau d'avant la crise sanitaire, le rythme annuel de croissance du PIB trimestriel s'est fortement affaibli : il est passé de 4,2% au deuxième trimestre 2022 à 0,5% au deuxième trimestre 2023.**

Entre le pic de la transmission monétaire et le freinage de l'inflation

Ce coup de frein est imputable, à parts presque égales, au choc sur les termes de l'échange lié à la hausse des prix des matières premières en 2022 et à l'impact, plus précoce et significatif qu'attendu, de la hausse des taux. Le degré de brutalité de l'atterrissage sera le résultat de la confrontation de deux forces opposées et puissantes : le déploiement de la transmission de la plus ample et rapide restriction monétaire que la zone ait connue et le renforcement de la dynamique désinflationniste attendu dès le quatrième trimestre 2023. Notre scénario anticipe le pic

de la transmission monétaire en 2023 et **projette une croissance nulle au cours du deuxième semestre 2023, qui ne permet pas au taux de croissance en moyenne annuelle de s'affranchir de son faible acquis de la fin juin, soit 0,5%. Le retour vers un rythme de croissance positif (0,9% en moyenne annuelle en 2024) s'appuiera sur des gains de pouvoir d'achat liés à la désinflation (avec un taux d'inflation à 5,6% en 2023 et 3,1% en 2024)** et au décalage temporel dans l'adaptation de la dynamique des salaires à celle de l'inflation passée.

Une plus forte hétérogénéité des réponses aux chocs

La lisibilité de la situation conjoncturelle dans **la zone euro est compliquée par la divergence croissante des évolutions des économies qui la composent.** La faiblesse de l'économie allemande s'est accentuée au cours de l'été, notamment dans l'industrie « plombée » simultanément par le ralentissement de ses grands marchés d'exportation (Chine et États-Unis) et par des facteurs plus structurels de perte de compétitivité liés au renchérissement du coût de l'énergie.

Notre scénario retient deux trimestres de contraction au troisième et au quatrième trimestres 2023 en Allemagne. En revanche, les pays de la périphérie ont jusqu'ici affiché une résistance supérieure, grâce aux bonnes

performances du secteur du tourisme et aux efforts d'investissement soutenus par les fonds européens du NGEU. À l'exception de l'Italie l'estée par la faiblesse du manufacturier, ils conserveraient des taux de croissance supérieurs à la moyenne de la zone.

Finances publiques : pro-cyclicité modérée

Après les politiques très expansionnistes de ces dernières années, la pression en faveur d'un ajustement marqué des finances publiques augmente. **Notre scénario anticipe une impulsion à peine négative en 2023, moins pénalisante que suggérée par les annonces des programmes de stabilité au printemps, du fait de la mise en place de mesures contra-cycliques et de compensation des prix plus élevés du pétrole. L'essentiel de l'ajustement est donc reporté à 2024.**

SYNTHÈSE

STAGNATION ENTRE DEUX FORCES PUISSANTES

Prévisions

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				
PIB	0,7	0,8	0,3	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,3	0,4	0,4	0,4	5,9	3,4	0,5	0,9
Consommation des ménages	0,0	0,9	1,0	-0,7	0,1	0,0	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	4,4	4,2	0,4	1,1
Consommation publique	0,5	-0,2	-0,1	0,5	-0,6	0,4	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	4,2	1,6	0,1	0,9
FBCF totale	-0,5	0,5	1,2	-0,3	0,4	0,1	0,2	0,1	0,3	0,4	0,4	0,5	3,7	2,8	1,1	1,1
Exportations de B&S	1,6	2,0	1,0	-0,2	0,0	-0,9	-0,2	-0,2	0,3	0,7	0,7	0,7	11,3	7,3	0,0	1,0
Importations de B&S	0,1	1,9	2,1	-1,1	-1,1	-0,2	0,1	0,1	0,2	0,6	0,7	0,7	9,1	7,9	-0,4	1,2
Variations de stocks, en % du PIB	0,7	0,9	1,0	0,9	0,4	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,8	0,8	0,6	0,9	0,7	0,8
<i>Contributions à la croissance</i>																
Demande intérieure hors stocks	0,0	0,5	0,7	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	4,0	3,1	0,5	1,0
Variations de stocks	-0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,5	0,5	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,5	0,3	-0,1	0,0
Commerce extérieur	0,8	0,1	-0,5	0,4	0,5	-0,4	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	1,4	0,0	0,2	-0,1
Prix à la consommation	6,1	8,0	9,3	10,0	8,0	6,2	5,0	3,3	3,3	3,3	3,1	2,9	2,6	8,4	5,6	3,1
Taux de chômage	6,8	6,7	6,7	6,7	6,6	6,5	6,7	6,8	6,8	6,9	6,8	6,9	7,7	6,7	6,6	6,9

SYNTHÈSE

STAGNATION ENTRE DEUX FORCES PUISSANTES

Prévisions

Taux trimestriel
(t/t, %)

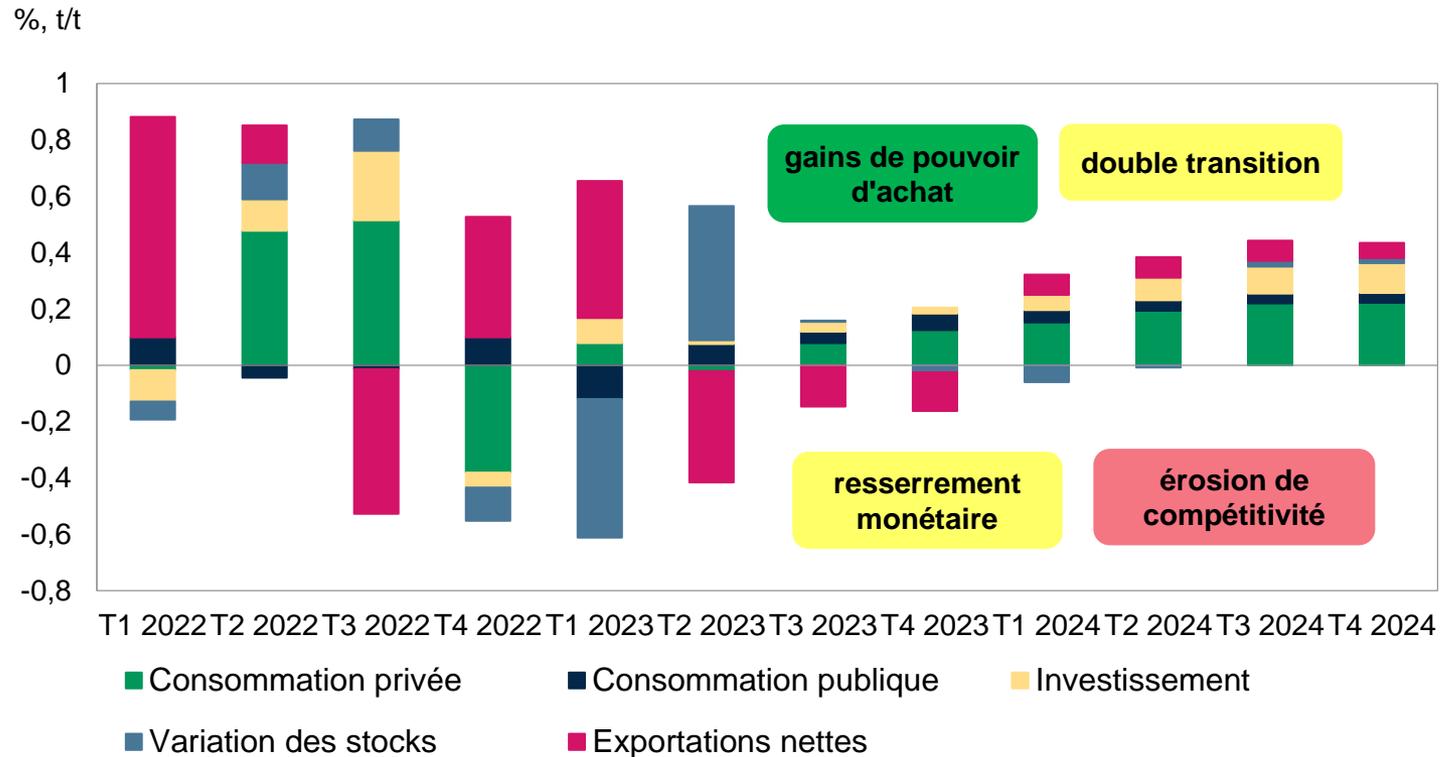
Taux annuel
(a/a, %)

	2022				2023				2024				2021	2022	2023	2024
	T1-22	T2-22	T3-22	T4-22	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Zone euro	0,7	0,8	0,3	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,3	0,4	0,4	0,4	5,9	3,4	0,5	0,9
Allemagne	1,0	-0,1	0,4	-0,4	-0,1	0,0	-0,2	-0,2	0,2	0,3	0,5	0,5	3,1	1,9	-0,4	0,5
France	-0,1	0,4	0,3	0,1	0,0	0,5	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	6,4	2,5	0,9	1,0
Italie	0,1	1,4	0,3	-0,2	0,6	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,4	0,5	0,5	8,3	3,9	0,7	0,6
Espagne	0,3	2,5	0,5	0,5	0,6	0,4	0,2	0,3	0,5	0,6	0,4	0,3	6,4	5,8	2,3	1,7
Pays-Bas	0,5	1,8	-0,2	0,9	-0,4	-0,2	0,0	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4	6,2	4,4	0,4	0,7
Belgique	0,1	0,7	0,3	0,2	0,4	0,3	0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	6,9	3,0	1,2	1,0
Irlande	6,8	2,2	2,4	-0,9	-2,6	0,5	-0,2	-0,5	1,7	1,1	1,1	1,1	14,8	9,5	-1,5	3,1
Portugal	2,3	0,1	0,5	0,5	1,5	0,0	-0,2	0,2	0,4	0,7	0,7	0,4	5,7	6,8	2,1	1,5
Grèce	2,7	0,5	0,3	1,2	0,0	1,3	0,2	0,3	0,5	0,6	0,4	0,4	8,1	5,9	2,3	1,9
Finlande	-0,1	0,7	-0,4	-0,6	0,3	0,6	0,1	0,2	0,3	0,2	0,3	0,3	3,2	1,6	0,4	1,0
Luxembourg	0,0	-0,2	0,0	-2,1	0,6	-0,1	0,4	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	7,2	1,4	-0,9	1,9
Autriche	0,7	2,0	-0,4	0,0	0,1	-0,8	0,0	0,1	0,2	0,4	0,4	0,5	4,4	4,8	-0,2	0,7
Slovénie	0,0	0,5	-0,5	0,7	0,2	1,1	0,1	0,4	0,6	0,7	0,7	0,7	8,4	2,9	1,6	2,3
Malte	0,8	2,2	0,6	1,6	0,6	1,1	0,3	0,6	0,5	0,5	0,6	0,4	12,2	6,9	3,7	2,1

STAGNATION ENTRE DEUX FORCES PUISSANTES

ENTRE LE PIC DE LA TRANSMISSION MONÉTAIRE ET LE FREINAGE DE L'INFLATION

Contributions à la croissance et facteurs de soutien/frein



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA/ECO

SOMMAIRE

1 SYNTHÈSE

2 | ÉVOLUTIONS RÉCENTES ET SCÉNARIO DE COURT TERME

3 LA LOGIQUE DU SCÉNARIO

4 LA BCE

ÉVOLUTIONS RÉCENTES ET SCÉNARIO DE COURT TERME

LA FAIBLESSE DE L'INDUSTRIE ENTRE FACTEURS CONJONCTURELS ET STRUCTURELS

La zone euro n'a pas échappé à la faiblesse du cycle manufacturier mondial. Au deuxième trimestre 2023, si l'activité était en net ralentissement dans tous les secteurs, l'industrie affichait déjà un repli sur un an (-0,7%). **Au sein du secteur manufacturier, les performances sont cependant très différenciées en raison des perturbations des chaînes de valeur, de la modification de la composition de la demande post-pandémie et des variations des prix relatifs. Ainsi, les secteurs fortement consommateurs en énergie enregistrent un repli de l'activité ininterrompu depuis un an**, tandis que les filières liées à l'automobile bénéficient de la normalisation de l'offre de semi-conducteurs et d'arriérés de production encore élevés. En revanche, les producteurs de biens durables, tout comme les secteurs en amont et en aval de la construction, subissent de plein fouet la hausse passée de l'inflation et des taux d'intérêt. La croissance de la construction était encore positive sur un an, mais en perte de vitesse. Enfin, si les services ont conservé globalement une croissance positive sur un an (1,6%), le commerce, l'hôtellerie et le transport quittent les taux de croissance à deux chiffres pour approcher la stagnation.

Les ajustements de composition de la demande restent à l'œuvre et perturberont encore la lecture de l'évolution de l'activité industrielle qui sera, néanmoins, confrontée à l'épuisement progressif des arriérés de

production avec des commandes de plus en plus faibles face aux stocks de produits finis. Après la forte accumulation de stocks du printemps, une dégradation de la production industrielle est fort probable. Le ralentissement devrait s'accroître au cours du troisième trimestre.

Pas d'impulsion de la demande au deuxième trimestre 2023

La croissance du PIB au deuxième trimestre 2023 s'est finalement révélée à peine moins atone qu'en début d'année (+0,2% sur le trimestre, après 0% au premier trimestre 2023). Et ce n'est qu'une forte, et probablement involontaire, accumulation des stocks qui a sauvé la croissance (+0,5 point de contribution), compensant la contribution négative des échanges extérieurs (-0,4 point), face à une demande intérieure ne fournissant plus aucune impulsion depuis trois trimestres (+0,1 point au deuxième trimestre). Interrompue par une baisse marquée en fin d'année 2022, la croissance de la consommation des ménages n'a pas repris bien qu'elle ne recule plus depuis début 2023. Après son reflux de fin 2022, l'investissement est, pour le moins, terne depuis deux trimestres (+0,3% sur le trimestre). L'investissement en logement s'est déjà replié de 2,6% sur un an, tandis que l'investissement en construction non résidentielle continue de progresser mais à

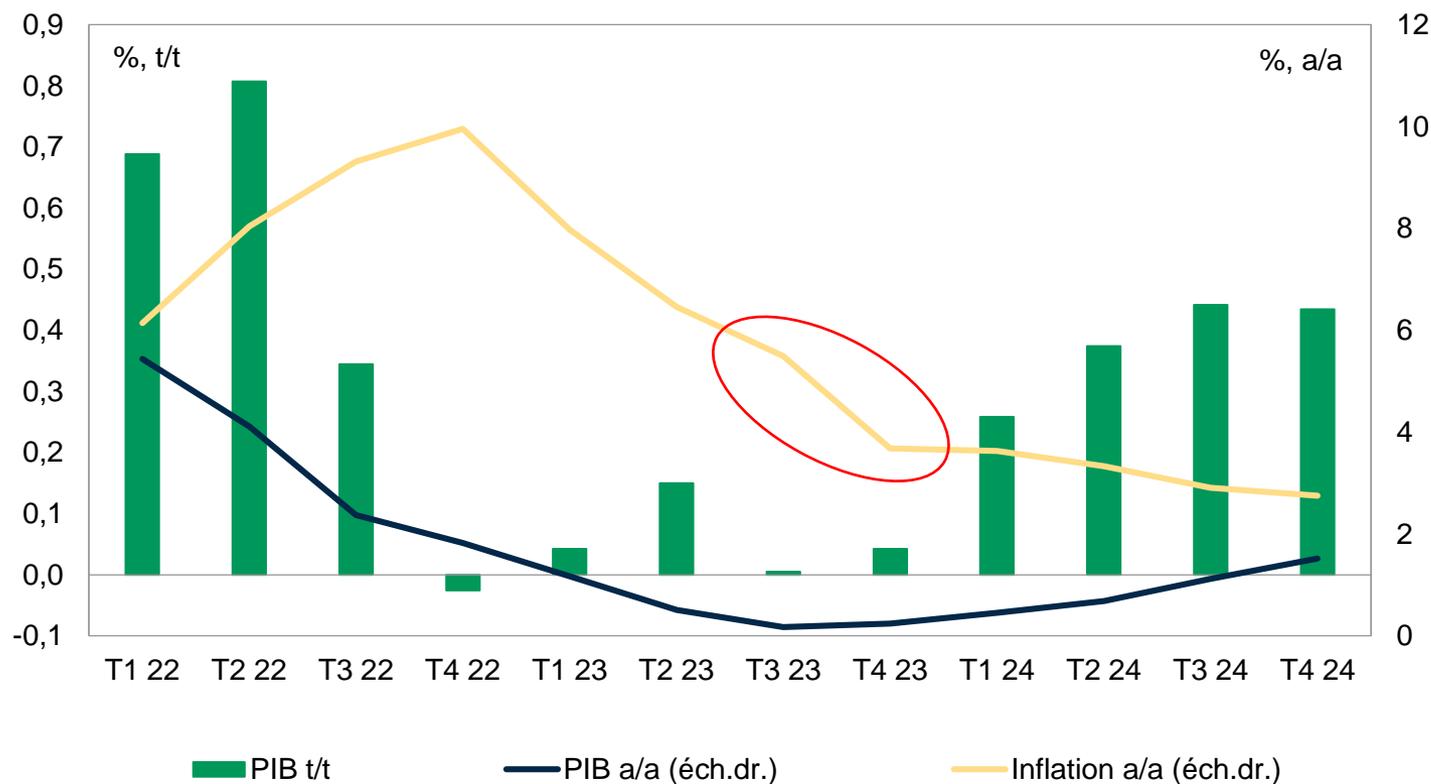
un rythme affaibli. L'investissement en machines et équipements pâtit de la faiblesse de la demande en biens durables et biens d'investissement. En revanche, l'investissement en biens de transport, après l'année noire de 2021, continue d'afficher un rythme positif de croissance, bien que ralenti.

Le ralentissement de la demande mondiale est évident dans la performance des exportations de biens et services, en recul depuis la fin 2022. Si la contraction plus forte des importations, après le pic lié à l'urgence des fournitures de gaz de l'été 2022, a jusqu'au premier trimestre 2023 permis une contribution positive des échanges, la normalisation du taux de pénétration des importations dévoile désormais la faiblesse des ventes à l'étranger et son impact négatif sur la croissance.

ÉVOLUTIONS RÉCENTES ET SCÉNARIO DE COURT TERME

DÉSINFLATION ET TRANSMISSION MONÉTAIRE DICTENT LE TEMPO

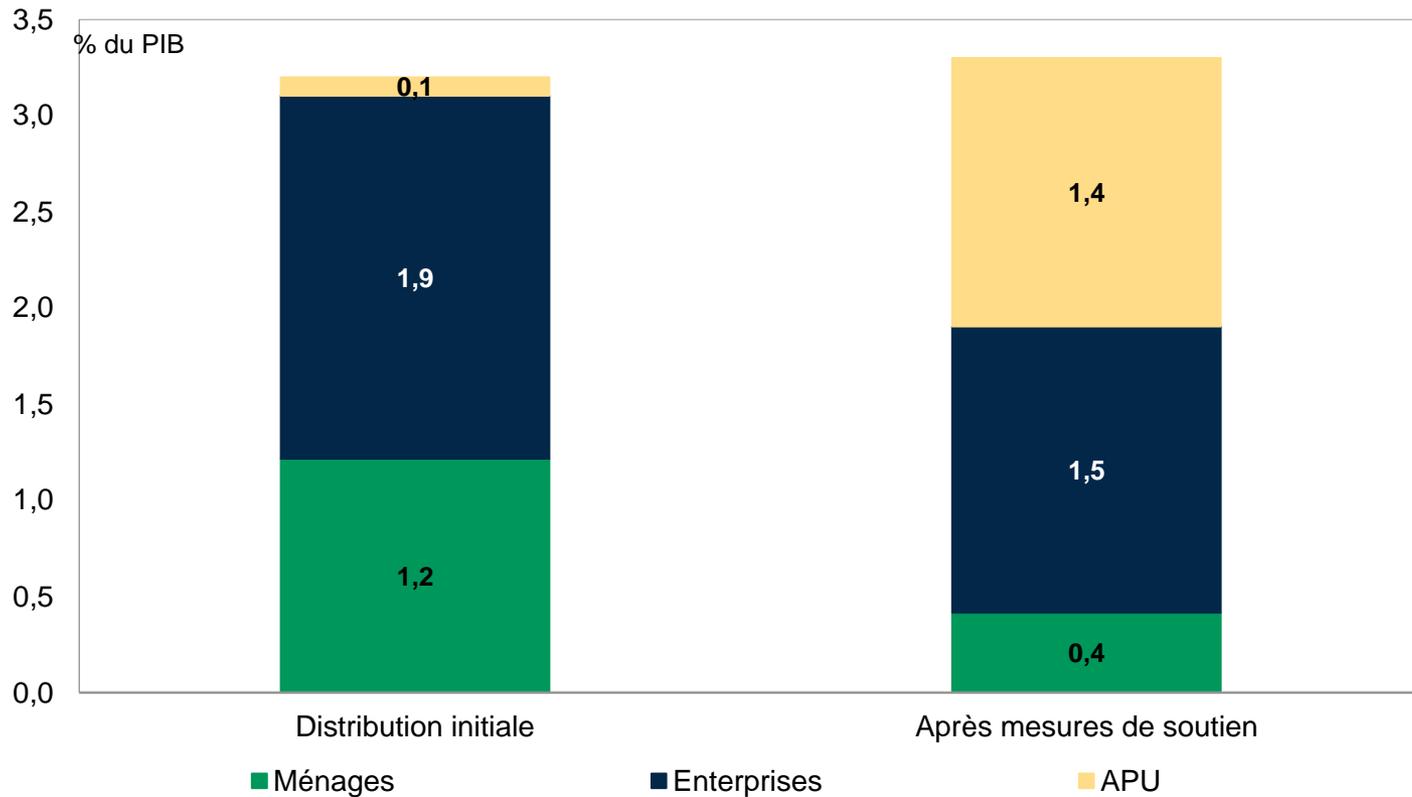
PIB : net ralentissement, puis modeste rebond



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA/ECO

UN CHOC DE COMPÉTITIVITÉ IMMÉDIAT ET MASSIF MAIS AMORTI

Zone euro : impact du choc sur les prix de l'énergie 3,2 points de PIB en 2022



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA/ECO

PLUS D'HÉTÉROGÉNÉITÉ

DANS LA RÉPONSE AUX CHOCS SUR L'OFFRE

Cartographie des risques liés au choc de compétitivité et au ralentissement du cycle manufacturier

	Part du secteur manufacturier dans le PIB	Part des secteurs industriels intensifs en énergie	Prix de l'électricité pour les entreprises (€ au kWh)	Part des exportations dans le PIB	Exposition commerciale à la Chine	Exposition commerciale aux USA	Exposition commerciale à l'Allemagne
Allemagne	20,3	5,1	0,26	18,2	6,4	10	
France	10,9	3	0,15	9,9	4,3	7,4	13,7
Italie	15,8	3,3	0,39	15,6	3,2	10,5	12,2
Espagne	12,7	3,1	0,28	10,6	2	4,8	10,1
Pays-Bas	12,6	3,3	0,21	27,2	2,2	4,3	26,2
Belgique	13,6	6,4	0,28	32,8	1,4	5,8	20,9
Portugal	14,5	3,1	0,18	9,4	0,8	6,2	11
Grèce	9,9	3,3	0,24	10,9	0,8	3,8	6,5
Finlande	18	3,5	0,17	12,7	5	9,6	11
Autriche	17,2	5	0,24	13,6	2,5	6,7	29,4

Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA/ECO

ÉVOLUTIONS RÉCENTES ET SCÉNARIO DE COURT TERME

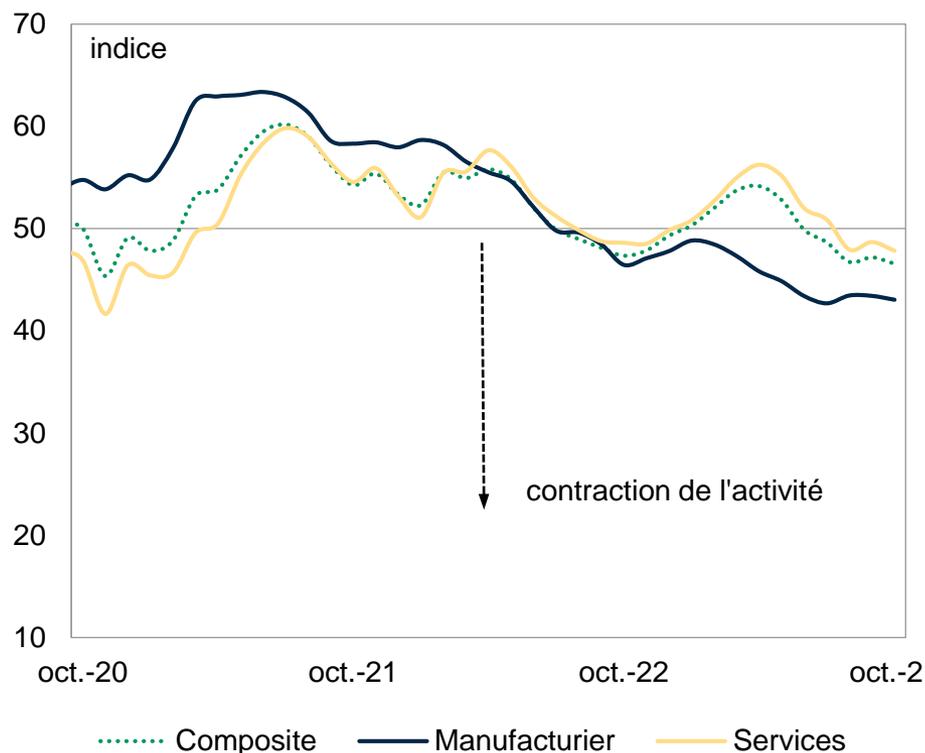
LE RALENTISSEMENT DE L'ACTIVITÉ S'ACCENTUE AU DÉBUT DU TROISIÈME TRIMESTRE

Le ralentissement de l'activité devrait s'accroître au cours du troisième trimestre.

Les enquêtes signalent une plus forte dégradation de l'activité manufacturière et la fin de l'expansion de l'activité dans le secteur des services. À 46,5 points en octobre (après 47,2 en septembre), l'indice PMI composite pour la zone euro enregistre sa cinquième baisse consécutive et atteint son plus bas niveau depuis trois ans. Si on exclut la période de la pandémie, le recul de l'activité est le plus marqué de la dernière décennie. Néanmoins, cette dynamique est à relativiser compte tenu des rythmes très soutenus de départ en lien avec la réouverture post-pandémie. La baisse des nouvelles commandes accélère fortement, continuant de réduire les arriérés de production. Malgré ces évolutions la confiance s'améliore légèrement avec des perspectives de production en hausse.

Dans le secteur manufacturier, l'indice s'est dégradé davantage en octobre (à 43 points après 43,4) pour le septième mois consécutif. **Une nouvelle et forte baisse des commandes est à l'œuvre, mais elle s'accompagne d'une baisse significative des stocks de produits finis de sorte que le ratio commandes/stocks se redresse pour la première fois depuis le mois de mars. Les achats d'intrants sont aussi réduits et, avec une baisse des commandes plus rapide que la baisse de la production, les arriérés de travail continuent de se réduire limitant ainsi la production future.** Les directeurs d'achats anticipent encore une expansion de la production manufacturière future mais son rythme est en voie d'épuisement. La contraction des embauches en cours depuis quatre mois s'accroît. Dans les services, l'indice (à 47,8 points après 48,7) a signalé en octobre le troisième mois consécutif de contraction de l'activité avec une accélération de celle-ci. Malgré la dégradation des nouvelles affaires, l'activité future est signalée en plus forte expansion. Les créations d'emplois toujours positives perdent néanmoins de la vigueur.

Zone euro : indices PMI



Sources : S&P Global, Crédit Agricole S.A.

SOMMAIRE

1 SYNTHÈSE

2 ÉVOLUTIONS RÉCENTES ET SCÉNARIO DE COURT TERME

3 | LA LOGIQUE DU SCÉNARIO

4 LA BCE

LA LOGIQUE DU SCÉNARIO

LE DEGRÉ DE BRUTALITÉ DE L'ATTERRISSAGE SERA LE RÉSULTAT DE LA CONFRONTATION DE DEUX FACTEURS : LE RESSERREMENT MONÉTAIRE ET LA DÉSINFLATION

Un redressement modeste fondé sur la consommation

Avec un acquis de croissance de 0,5% au deuxième trimestre 2023 et une faible demande adressée par le reste du monde, c'est sur un modeste redressement de la demande intérieure que compte notre scénario. Le regain de pouvoir d'achat lié à la désinflation en fin d'année, s'il ne permet pas d'effacer les pertes de pouvoir d'achat passées, peut néanmoins imprimer une dynamique plus positive au revenu disponible des ménages en termes réels.

L'offre de travail et l'emploi de la zone euro gardent un rythme de croissance positif au deuxième trimestre bien qu'en ralentissement. Les heures travaillées sont encore globalement en hausse, sauf dans les secteurs de l'industrie et de la construction qui ont déjà commencé à réduire la durée du travail. Des créations d'emplois, encore positives au T2 (+0,2% sur le trimestre après 1,6% au T1 2023) et une nouvelle progression du salaire par travailleur (0,7% sur le trimestre) ont continué d'alimenter la croissance du revenu disponible nominal des ménages (1,3%).

Ce rythme, bien qu'en voie d'affaiblissement (après 2,5% au T1 2023) reste supérieur à celui des prix auquel font face les ménages. Le déflateur de la

consommation privée n'a crû que de 0,9% au T2, avec un rythme affaibli par rapport au trimestre précédent (+1,3% sur le trimestre) ce qui garantit un deuxième trimestre de gains au revenu disponible réel (+0,4% au T2 après +1,1% au T1 2023). Ces gains de pouvoir d'achat ne se sont pas traduits par plus de consommation, mais ont été entièrement transférés en épargne. Le taux d'épargne après avoir augmenté de 1,2 point au T1 a encore progressé de 0,3 point se situant à 14,8%. En redressement depuis le T4 2022, ce taux a de nouveau dépassé sa moyenne d'avant la pandémie après la baisse de l'été 2022. L'excès d'épargne cumulé depuis la Covid-19 n'est pas entamé mais continue d'augmenter. Bien qu'il ne soit pas équitablement distribué entre les ménages (il est surtout disponible pour les deux quintiles les plus élevés de la distribution du revenu) et qu'il ait été en partie investi dans des actifs non liquides, il constitue encore un potentiel pour amortir les effets négatifs du resserrement monétaire sur la consommation privée.

La croissance du revenu disponible nominal se renforce depuis la fin 2021 sous l'effet d'une contribution de plus en plus positive des rémunérations, malgré un apport de moins en moins important des revenus nets de la propriété du fait de la remontée de la part des charges d'intérêts (de 1,5 point depuis un an). Le revenu disponible réel, après son recul continu entre l'été 2021 et

l'été 2022 profite désormais de cette dynamique ainsi que de la désinflation.

Nous prévoyons une légère remontée du chômage à mesure que les créations d'emplois ralentissent, tandis que la dynamique de la population active reste soutenue. L'emploi continuera donc de soutenir le revenu des ménages. L'accélération du salaire par travailleur au deuxième trimestre 2023 (5,5% sur un an) ne pourra plus être alimentée par les tensions, en baisse, sur le marché du travail mais sa dynamique restera soutenue en 2024, à un rythme proche de 4%, bien supérieur au taux d'inflation. Les négociations salariales de fin d'année, en Allemagne notamment, s'annoncent encore porteuses d'une croissance rapide des salaires au tournant de l'année. La progression des salaires serait plus rapide que l'inflation en fin d'année et en 2024, garantissant une contribution positive des rémunérations à la croissance du revenu réel. C'est sur cette base que se justifie notre scénario d'accélération modérée de la consommation des ménages en 2024.

LA LOGIQUE DU SCÉNARIO

LE DEGRÉ DE BRUTALITÉ DE L'ATTERRISSAGE SERA LE RÉSULTAT DE LA CONFRONTATION DE DEUX FACTEURS : LE RESSERREMENT MONÉTAIRE ET LA DÉSINFLATION

Des effets de richesse

Le logement a un rôle important dans la transmission de la politique monétaire, notamment dans ce cycle de resserrement qui a lieu après plusieurs années de croissance très soutenue des prix immobiliers et du crédit dans certains pays de la zone euro. **Les effets de richesse négatifs, passant principalement par le canal des charges d'intérêt en hausse, provoquant une éviction de la consommation seraient modestes dans la zone. Si la part des propriétaires avec un prêt et le taux d'endettement des ménages a augmenté dans certains pays, la part des prêts à taux variables c'est en revanche réduite, limitant ainsi la vulnérabilité des ménages à la remontée des taux.** Ces indicateurs ne laissent pas craindre une réduction importante des ressources disponibles pour la consommation. Les pays ayant fait l'expérience des plus fortes hausses de l'endettement sont aussi les pays où le revenu disponible a connu des fortes progressions au cours des dernières années et où le taux d'épargne est le plus élevé. Ces éléments plaident pour un amortissement possible de la hausse du coût du service de la dette sur la consommation. Celle-ci progresserait au rythme de 1,1% en 2024, après 0,4% en 2023. Par ailleurs, ces indicateurs ont convergé au cours de la dernière décennie entre pays et la zone

présente moins de risques asymétriques liés à la faiblesse des bilans des ménages, notamment en provenance de pays « systémiques ». Par ailleurs, on observe des dynamiques de renégociation des prêts variables dans les pays les plus exposés.

L'investissement se reprend avec des dynamiques opposées

L'érosion anticipée de la profitabilité et les coûts en hausse liés à la transmission progressive de la politique monétaire ne plaident pas pour une forte reprise de l'investissement. La dégradation de la productivité à l'œuvre depuis la fin 2022 s'est poursuivie au deuxième trimestre 2023 (-1,4% sur un an). La progression des coûts salariaux unitaires portée par la croissance toujours plus rapide du salaire par travailleur (5,5% sur un an) ne pourra plus continuer d'être transférée sur les prix de vente dans un environnement désinflationniste.

Cette **perte progressive de pouvoir de fixation des prix est déjà documentée par les résultats des enquêtes dans l'industrie et dans les services.** Cela réduit le risque d'effets de second tour portés par les marges. **L'investissement en infrastructures et dans la double transition continue néanmoins d'être financé par les fonds européens du NGEU et, dans les secteurs stratégiques, par des aides d'État.** Par ailleurs, le

renouvellement des flottes automobiles d'entreprise va continuer de soutenir l'investissement en biens de transport. **Ces facteurs arrivent à compenser le recul marqué de l'investissement logement. L'investissement progresserait néanmoins à un rythme très modeste (1,1% en 2023 et 2024).**

LA LOGIQUE DU SCÉNARIO

DEMANDE EN BERNE AVANT DE SE REDRESSER

L'impact du resserrement monétaire sur l'activité déjà visible

Demande et activité sont déjà affectées dans le secteur du logement, et le volume des dépenses des entreprises s'adapte à des taux d'intérêts bien supérieurs au niveau d'équilibre. La transmission du resserrement monétaire est puissante, notamment via le canal bancaire, à la fois sur les volumes et sur les taux. Et une partie de la transmission est encore dans les tuyaux et se manifesterait d'ici la moitié de 2024.

Une réduction de la demande nette de crédit

La masse monétaire dans la zone euro s'est encore réduite au mois de septembre sur un an (-1,2% après -1,3% pour M3) avec parmi ses contreparties une forte diminution de la contribution, toujours positive, du crédit au secteur privé (avec une moindre progression sur un an de 0,2% après 0,6%). **Le ralentissement des crédits (ajustés) aux sociétés non-financières (SNF) est plus marqué (de 0,7% sur un an à 0,2%) que celui des crédits aux ménages (de 1% sur un an à 0,8%).** Surtout lorsqu'on compare les premiers à leur pic de croissance post-crise financière de 8,9% en septembre-octobre 2022. Pour le crédit aux ménages, le ralentissement est intervenu un peu plus tôt et à partir d'un taux de croissance moins élevé (le pic post-crise financière étant sur un

rythme de 4,6% en avril-juin 2022). Néanmoins, le ralentissement du crédit logement est aussi très marqué avec une progression de seulement 0,2% sur un an en septembre.

La baisse de la demande de crédit a été significative et plus forte qu'anticipé au T3 2023, selon l'enquête BLS de la BCE, à la fois en provenance des SNF et des ménages ; pour ces dernières, à la fois pour le crédit logement et le crédit à la consommation. Pour les entreprises, c'est principalement la baisse de l'investissement et des opérations de fusion-acquisition qui a guidé le repli de la demande de crédit tandis que les besoins de capital circulant et de stocks ont généré une demande stable de crédit. Les banques anticipent une nouvelle baisse de la demande nette des entreprises et des ménages au T4 2023, bien qu'à un moindre rythme. Mais ce n'est pas que la baisse de la demande qui guide l'affaiblissement des flux de crédit.

Une réduction de l'offre de crédit avérée et à venir

L'offre aussi se réduit avec un nombre de demandes rejetées en hausse et supérieur à leur moyenne historique. Les termes et conditions de crédit se sont aussi fortement resserrés au T3 notamment pour le crédit logement mais de façon non négligeable aussi pour les

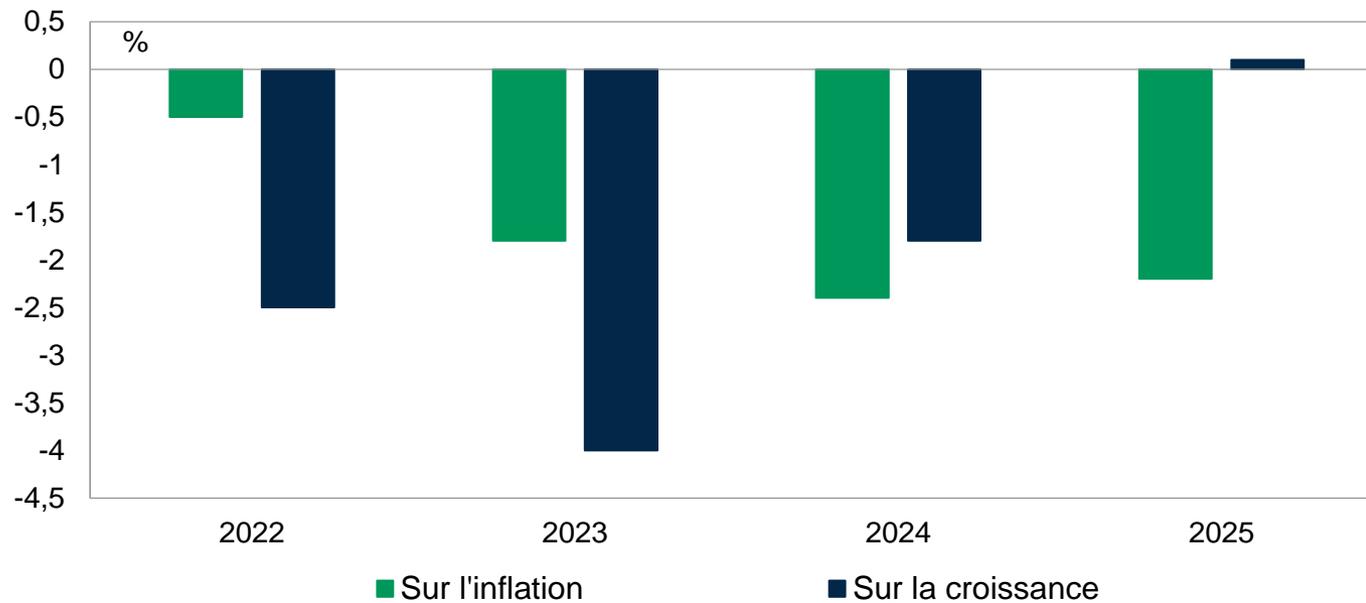
SNF. Si le rythme de resserrement s'est un peu relâché il reste supérieur à sa moyenne depuis le T2 2022.

Pour le T4 2023, les banques anticipent une poursuite du resserrement à un rythme plus modéré pour les SNF, au même rythme pour le crédit logement et à un rythme plus élevé pour le crédit à la consommation. **L'accès au financement bancaire est considéré plus difficile par les banques et le risque porté par le secteur privé plus élevé justifiant ainsi un ultérieur resserrement de l'offre de crédit dans les prochains trimestres.**

RESSERREMENT MONÉTAIRE

TRANSMISSION À L'ACTIVITÉ : PIC EN 2023

L'impact du resserrement monétaire ne s'est pas encore pleinement déployé



Sources : BCE, Crédit Agricole SA/ECO

PLUS D'HOMOGENÉITÉ QUE PAR LE PASSÉ

DANS LA RÉPONSE AU RESSERREMENT MONÉTAIRE

Cartographie des risques liés au canal des effets de richesse négatifs sur la consommation

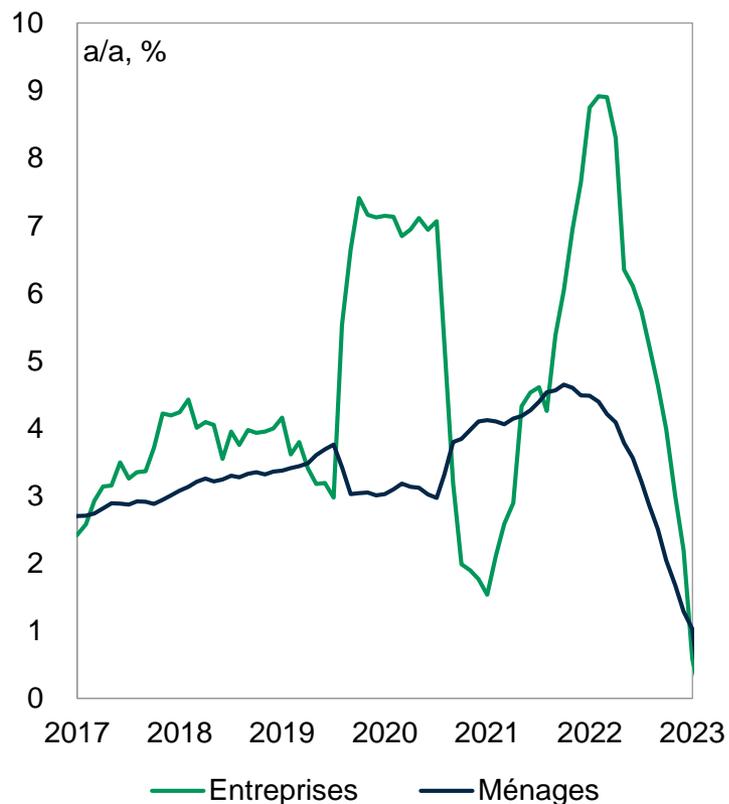
	Part des propriétaires avec un prêt	Part des prêts à taux variable (nouveaux prêts)	Dette des ménages (% du PIB)	Variation des encours de crédit (ajustés) depuis 2017	Variation des prix du logement depuis 2014
Allemagne	18,2	11,6	57,4	42,5	70,6
France	23,1	0,8	75,2	42,8	30
Italie	10,8	40,0	48,0	-16,9	2,8
Espagne	26,4	23,7	63,1	-9,8	47
Pays-Bas	48,8	14,3	104,2	3,5	93
Belgique	33,2	7,8	63,8	38,6	36,4
Irlande	28,7	10,8	32,6	15,5	82,8
Portugal	32	76,5	79,8	-1,2	96
Grèce	9,2	44,4	60,8	-26,0	
Finlande	30,5	95,5	81,5	35,2	11,7
Autriche	18,9	39,6	53,1	44,4	79,1

Sources : Eurostat, BCE, EMF-Hyostat, Crédit Agricole SA/ECO

RESSERREMENT MONÉTAIRE

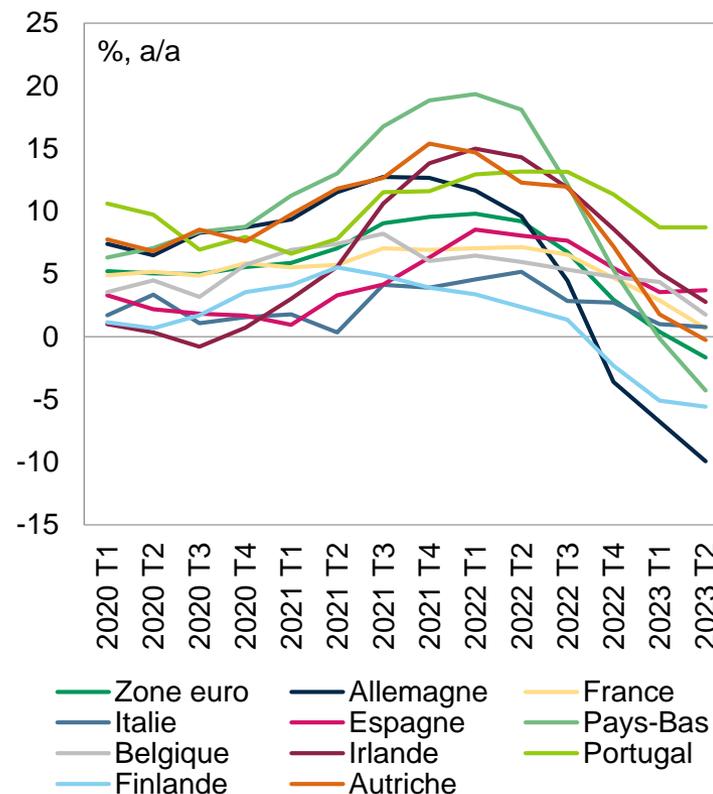
PREMIER IMPACT SUR L'ACTIVITÉ DÉJÀ VISIBLE

Variation des encours de crédit bancaire



Sources : BCE, Crédit Agricole SA/ECO

Correction des marchés immobiliers

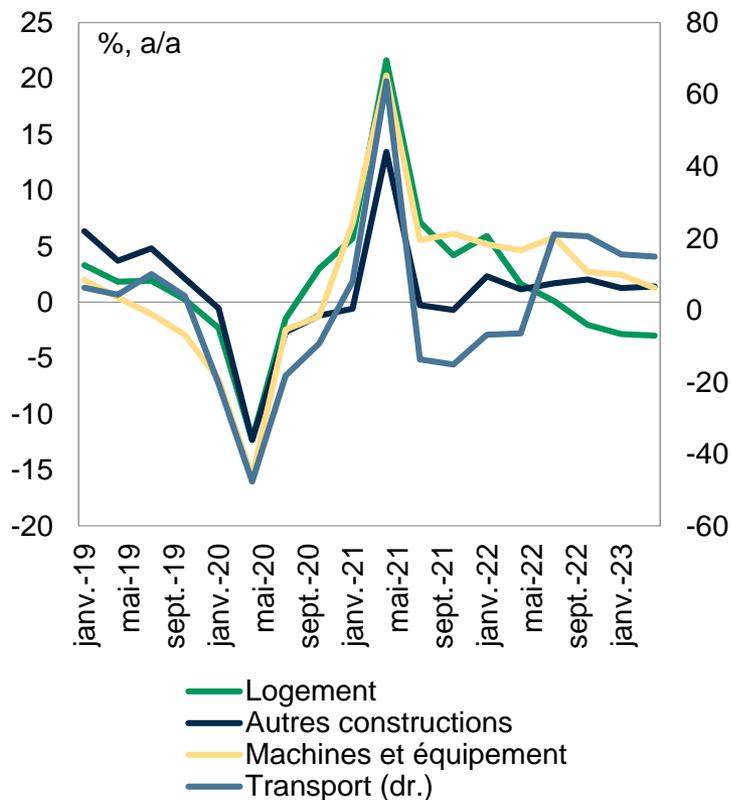


Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA/ECO

RESSERREMENT MONÉTAIRE

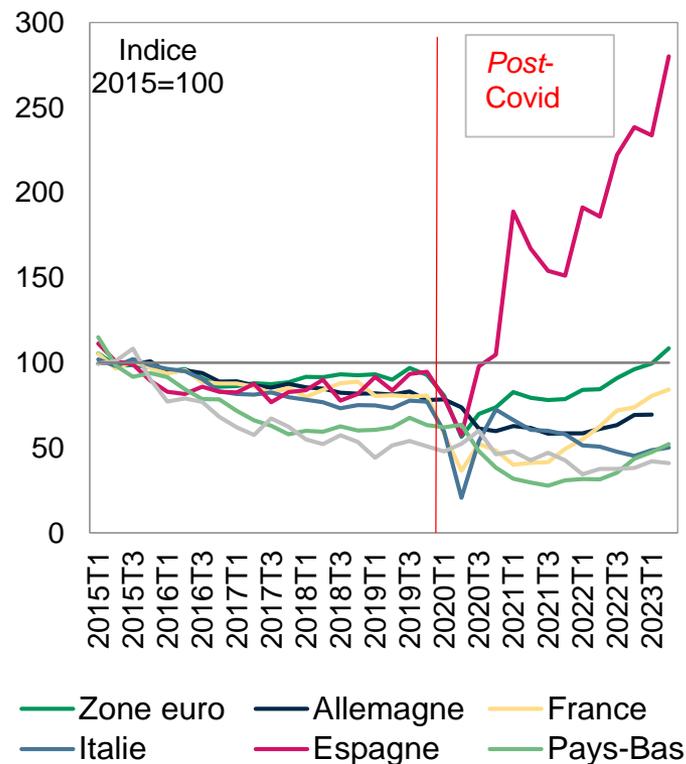
PREMIER IMPACT SUR L'ACTIVITÉ DÉJÀ VISIBLE

Investissement : la première victime



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA/ECO

Défaillances d'entreprise : lente remontée

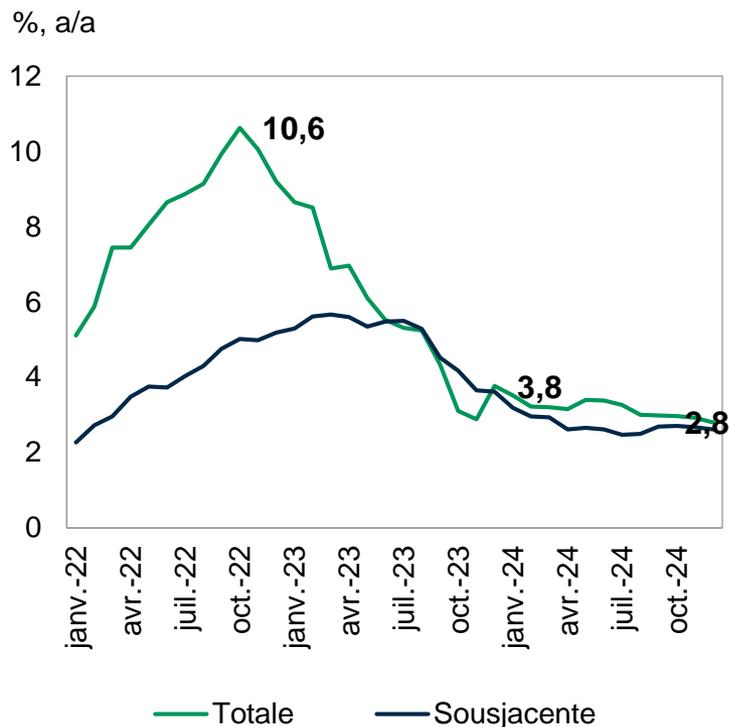


Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA/ECO

REPLI DE L'INFLATION

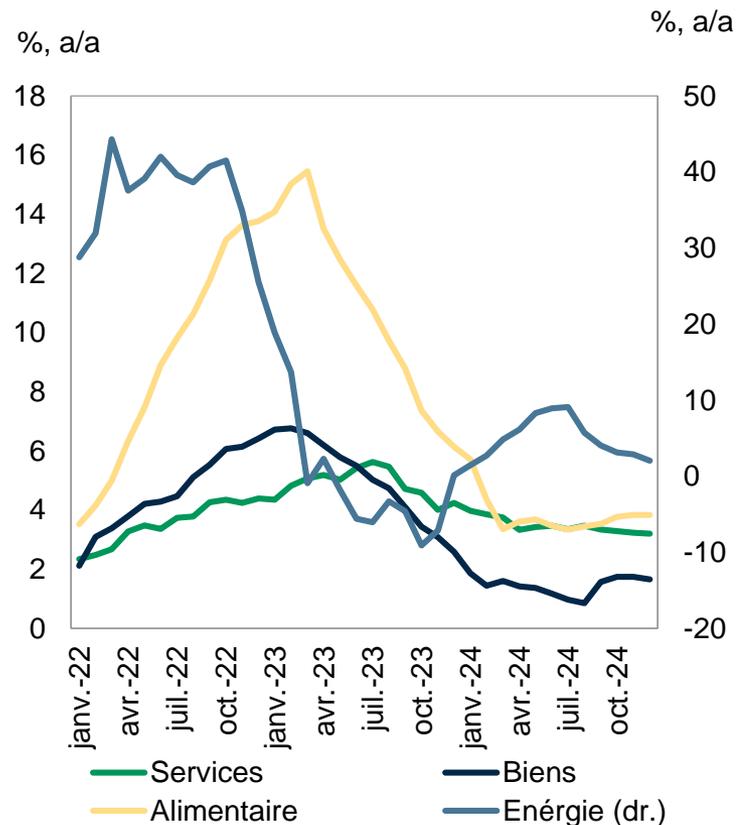
LARGEMENT MÉCANIQUE

Repli sensible de l'inflation mais qui excéderait encore la cible de 2%



Sources : Eurostat, CACIB, Crédit Agricole SA/ECO

Disparition des pressions en amont, fin de la diffusion

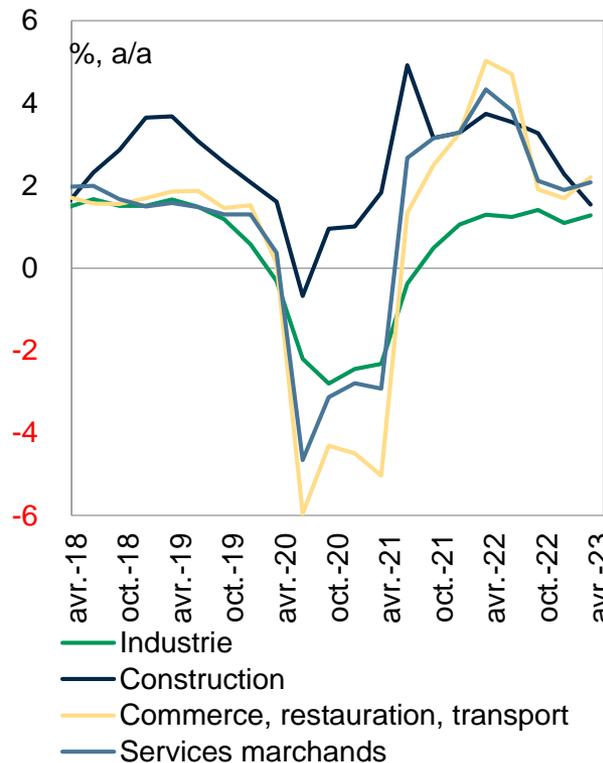


Sources : Eurostat, CACIB, Crédit Agricole SA/ECO

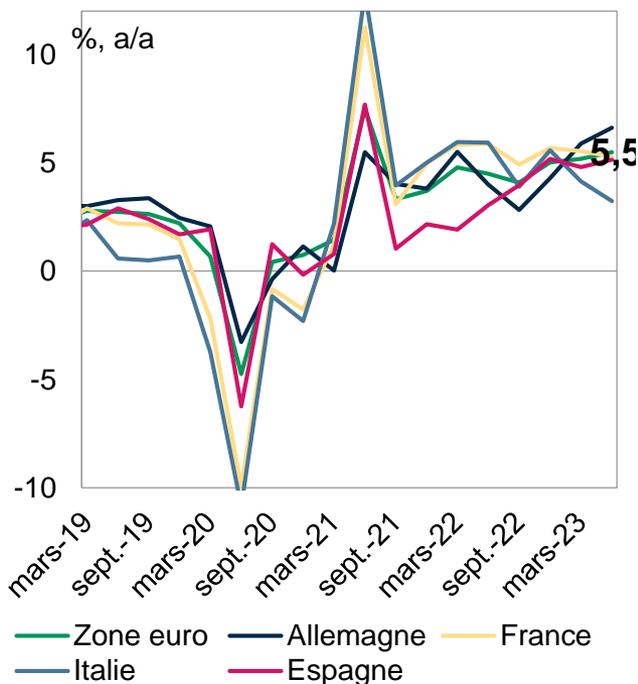
REDRESSEMENT DU POUVOIR D'ACHAT

SOUTENU PAR L'EMPLOI ET LES SALAIRES

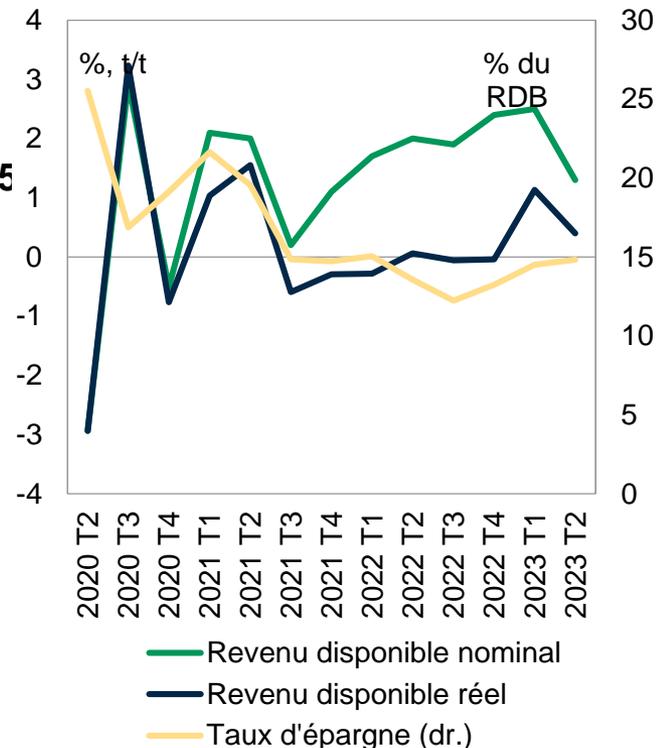
Créations d'emplois : plus rapides que l'activité



Salaire par travailleur : ajustement tardif à l'inflation passée



Des gains de pouvoir d'achat épargnés



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA/ECO



LA LOGIQUE DU SCÉNARIO

BCE : DU GUIDAGE DES ANTICIPATIONS À L'OBSERVATION DES DONNÉES

Ne pas se laisser tromper par la proximité de la destination

En dépit de la puissance de la transmission de la politique monétaire et de son impact visible sur l'inflation, le message de la BCE lors de sa dernière réunion du 26 octobre est le suivant : ne pas se laisser tromper par la proximité de la destination, car le dernier kilomètre est toujours le plus difficile à parcourir. Donc lors de sa dernière réunion dans laquelle **la BCE a maintenu les taux directeurs à leur niveau de 4,5% pour le taux de refinancement et de 4% pour le taux de dépôt**, le Conseil des gouverneurs **n'a pas discuté ni une date pour une première baisse des taux, ni de l'ampleur de cette éventuelle baisse**. On ne vit plus à l'heure du guidage des anticipations mais à celle de l'observation des données. La BCE va continuer d'accumuler les preuves d'un repli durable et généralisé de l'inflation.

Ne prendre aucun risque sur les effets de second tour

Elle veut surtout s'assurer que le risque d'effets de second tour soit définitivement écarté. **La remontée des salaires en 2023 est interprétée par la BCE comme le rattrapage naturel de l'inflation de 2022 et, désormais, elle veut s'assurer que ce processus prendra fin en 2024 avec un ralentissement de la croissance des salaires cohérent avec le processus désinflationniste en cours**. Pour l'instant **les informations en provenance des**

dernières négociations salariales de juin 2023 (avec une croissance sur un an des salaires négociés de 4,3% au T2) pour les 12 mois suivants ne signalent pas clairement un point de retournement dans la croissance des salaires, même si l'indicateur avancé *Indeed* sur les emplois postés signale une nette décélération de la croissance des salaires sur ces emplois depuis le printemps. La BCE veut aussi vérifier à quel point les hausses salariales seront absorbées par les profits sans être entièrement transférées sur les prix. Certes la réponse des entreprises dépendra des conditions de la demande, déjà négativement affectées par la politique monétaire. La capacité des entreprises à verser des salaires plus élevés paraît déjà diminuée avec une première baisse du taux de marge au T2 2023 dans la zone euro et une moindre contribution des marges à la croissance du déflateur du PIB. Mais **ce ne sera qu'au printemps 2024 qu'à la lumière des premiers résultats des négociations collectives que la BCE pourra être rassurée sur la stabilité des anticipations d'inflation autour de sa cible**.

Guetter les anticipations

Celles-ci restent encore ancrées dans les enquêtes auprès des prévisionnistes professionnels (SPF) au T4 et auprès des analystes monétaires (SMA) en septembre qui montrent une stabilité de la médiane des anticipations de long terme à 2%. Les anticipations de marché

extraites par les instruments de compensation de l'inflation ont montré une remontée des anticipations à 5 ans dans 5 ans au-delà de 2,5% depuis juillet, imputable surtout à une hausse de la prime pour le risque plus qu'à un relèvement des anticipations. L'affaiblissement des perspectives de croissance a contribué plus récemment à ramener ces anticipations à 2,5%. La BCE surveille avec plus d'attention les derniers résultats du mois d'août de son enquête auprès des consommateurs, qui montre une révision à la hausse pour le deuxième mois consécutif de la médiane des anticipations à l'horizon 2026 qui se situe désormais à 2,5%. Cette remontée des anticipations d'inflation bien qu'à un horizon d'un an est signalée aussi par les enquêtes auprès des consommateurs de la Commission européenne de septembre, mais pas par ces mêmes enquêtes auprès des entreprises dans le secteur du commerce de détail, ni des services. Si les indices PMI d'octobre signalent une légère accélération des prix des intrants dans les services, la hausse des prix de vente continue de s'amoinrir avec une compression des marges et, dans l'industrie, tous les indices de prix sont en contraction.

SOMMAIRE

1 SYNTHÈSE

2 ÉVOLUTIONS RÉCENTES ET SCÉNARIO DE COURT TERME

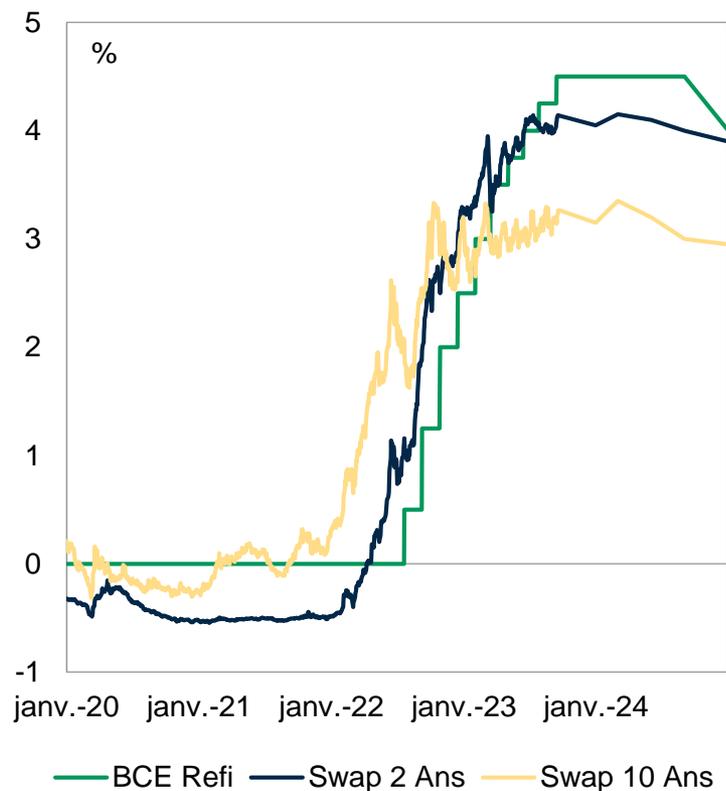
3 LA LOGIQUE DU SCÉNARIO

4 | LA BCE

POLITIQUE MONÉTAIRE ET TAUX D'INTÉRÊT

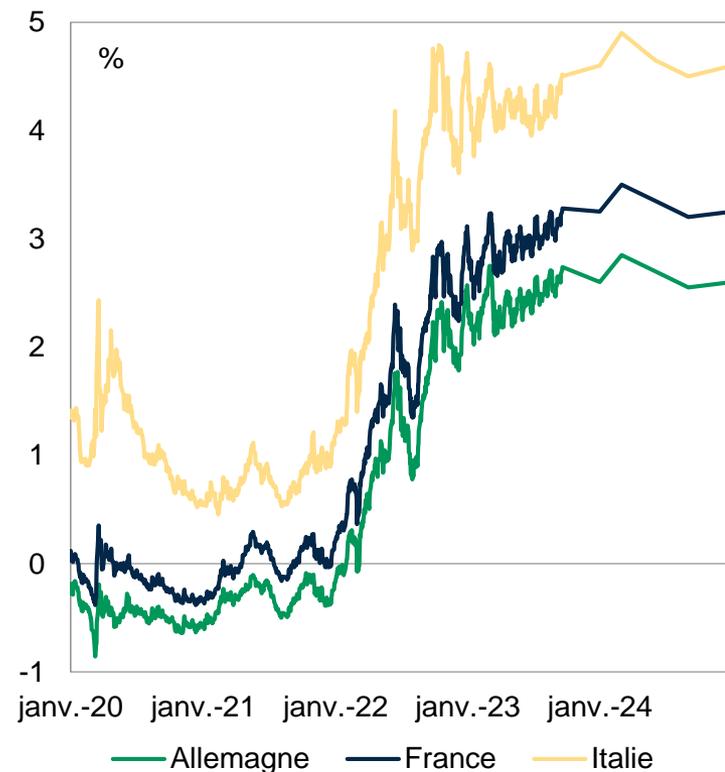
NE PRENDRE AUCUN RISQUE

Zone euro : vers une pause plus longue



Sources : Bloomberg, CACIB, Crédit Agricole SA/ECO

Zone euro : des taux d'intérêt plus longs en repli seulement modeste



Sources : Bloomberg, CACIB, Crédit Agricole SA/ECO

CONSULTEZ NOS DERNIÈRES PARUTIONS EN ACCÈS LIBRE SUR INTERNET

Date	Titre	Thème
27/10/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
26/10/2023	En Pologne, une victoire pour l'État de droit et pour l'Europe	PECO
26/10/2023	France – Scénario 2023-2024 : un redémarrage en douceur malgré les vents contraires	France
25/10/2023	France – Le climat des affaires n'est pas au beau fixe, quelles implications pour la croissance ?	France
24/10/2023	Espagne – Plan budgétaire 2024, vers un déficit public de 3%	Zone euro
20/10/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
19/10/2023	Open Banking, les entreprises en ont-elles pour leurs données ?	Fintech
19/10/2023	Afrique sub-saharienne – La croissance économique est revue à la baisse pour 2023	Afrique
18/10/2023	Hong Kong – L'éternelle question du "peg"	Asie
18/10/2023	Italie – Reprise de la production industrielle, un mirage ?	Italie
17/10/2023	PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole	Agri-Agroalimentaire
16/10/2023	France – Les ménages et les entreprises modifient leur comportement face à l'inflation	France
16/10/2023	Parole de banques centrales – BCE : la science de la patience ou l'assurance contre le risque	Zone euro
16/10/2023	Scénario 2023-2024 – Inde : de la croissance, mais les vieux démons ne sont jamais loin	Asie
13/10/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
11/10/2023	L'Observatoire financier des entreprises agroalimentaires – Analyse financière des métiers du grain	Agri-Agroalimentaire
11/10/2023	Italie – La politique budgétaire à la croisée des chemins	Italie
10/10/2023	France – Le pays au top niveau à l'international en termes de PIB ressenti	France
09/10/2023	Égypte – L'inflation au plus haut envoie un signal macro-économique très négatif	Moyen-Orient – Afrique du Nord
06/10/2023	Monde – Scénario macro-économique 2023-2024 : un équilibre délicat	Monde

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 : Elisabeth Serreau - **Statistiques :** Datalab ECO

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.