



# ZONE EURO SCÉNARIO 2024-2025

## L'ATTENTION SE DÉPLACE DE L'INFLATION VERS LA CROISSANCE

Avril 2024

**Paola MONPERRUS-VERONI**

AGIR CHAQUE JOUR DANS VOTRE INTÉRÊT  
ET CELUI DE LA SOCIÉTÉ



ÉTUDES ÉCONOMIQUES GROUPE

## Le scénario en bref

- 2 Dernières évolutions conjoncturelles
- 3 Ménages
- 4 Entreprises
- 5 Politique monétaire
- 6 Risques

# L'ATTENTION SE DÉPLACE DE L'INFLATION VERS LA CROISSANCE

## Les points-clés du scénario

- ▲ La poursuite de la désinflation se confirme
- ▲ Les anticipations de desserrement monétaire sont ancrées
- ▲ Le marché du travail est résilient et les entreprises ont retenu les salariés dans l'emploi face au ralentissement de l'activité

- ▼ Des doutes sur la capacité de rebond de l'industrie
- ▼ Le moteur manufacturier affecté par les prix plus élevés de l'énergie
- ▼ Demande mondiale faible et perte de compétitivité limitent l'apport du moteur extérieur

	2022	2023	2024	2025
PIB a/a, %	3,4	0,5	0,7	1,5
Demande intérieure contribution au PIB, pp	3,2	0,8	1,2	1,4
Consommation des ménages a/a, %	4,2	0,5	1,1	1,5
Investissement a/a, %	2,6	1,4	1,3	2,0
Variation des stocks contribution au PIB, pp	0,4	-0,4	-0,2	0,0
Exportations nettes contribution au PIB, pp	0,0	0,2	-0,2	0,1
Inflation a/a, %	8,4	5,4	2,6	2,1
Taux de chômage %	6,7	6,5	6,7	6,5
Solde budgétaire % du PIB	-3,7	-4,0	-3,1	-2,7

Dernières observations : 2023

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

Le processus désinflationniste est bien enclenché et les anticipations de desserrement monétaire sont ancrées ; l'attention se déplace donc désormais vers les perspectives de croissance de l'économie de la zone euro dans un environnement qui devrait être « normalisé » à la fin de notre horizon de prévision.

C'est grâce à la résilience du marché du travail et à un *pass-through* moins fort que par le passé de la hausse des taux directeurs sur les conditions de crédit que nous prévoyons une reprise de la dépense des agents privés domestiques. Cela conduit à bâtir un scénario d'un optimisme prudent, qui se traduit par une croissance du PIB au rythme de 0,7% en 2024 et 1,5% en 2025.

Si le scénario à court terme est assorti d'une relative confiance, à plus long terme, des doutes persistent : les questions relatives, d'une part, à la croissance permise par la nouvelle configuration de taux et d'inflation et, d'autre part, au caractère définitif (ou non) de cette nouvelle normalité monétaire restent en suspens. Par ailleurs, le choc négatif de compétitivité lié à la guerre en Ukraine pourrait avoir « abîmé » de façon plus permanente le potentiel de croissance de la zone. Le retard de l'économie allemande par rapport aux autres économies de la zone en est un signe, une faiblesse prolongée à l'horizon de notre prévision. La hiérarchie entre une périphérie plus dynamique que le centre n'est pas remise en cause à moyen terme.

Achévé de rédiger le 09/04/2024

## L'ATTENTION SE DÉPLACE DE L'INFLATION VERS LA CROISSANCE

Le processus désinflationniste est bien enclenché et constitue le pilier de notre scénario qui se traduit par une **croissance du PIB au rythme de 0,7% en 2024 et 1,5% en 2025**.

La **levée des incertitudes sur le processus de désinflation** a ancré les anticipations sur un **deserrement monétaire avant l'été**. Cependant, l'impact du resserrement passé, cumulé au choc sur les coûts induit par la guerre en Ukraine, a pesé sur un processus de normalisation de la croissance *post*-pandémie en fléchissant la trajectoire. L'attention se déplace donc désormais sur les perspectives de croissance de l'économie de la zone euro dans un environnement monétaire qui devrait être « normalisé » à la fin de notre horizon de prévision.

La croissance du PIB est passée d'un rythme annuel de 5,4% fin 2021 à 0% fin 2023. On peut voir le verre à moitié plein et constater que, depuis le déclenchement de la guerre en Ukraine et les deux chocs qui l'ont suivi (poussée inflationniste et restriction monétaire « hors norme »), l'économie de la zone ne s'est pas effondrée. Elle a même progressé de 1,3%. Ces gains ont, toutefois, été engrangés surtout avant l'été 2022 ; depuis, les dépenses des agents privés ne progressent plus ou peu.

Les dépenses en biens (consommation et investissement) des agents privés se sont

fortement ralenties, voire réduites, et face à la faiblesse du secteur industriel seules les dépenses en services ont évité un retournement de la croissance. Nous anticipons une croissance davantage centrée sur les biens qui devrait stimuler le commerce, l'industrie manufacturière et l'investissement. C'est donc **une reprise d'abord de la consommation et ensuite de l'investissement qui permet le redressement de la croissance du PIB**.

Si les données de consommation privée au quatrième trimestre 2023 n'ont pas permis de confirmer notre scénario de redressement de la **consommation des ménages**, fondé sur la croissance du pouvoir d'achat, notre scénario conserve néanmoins son hypothèse de reprise de cette dernière. Une hypothèse qui suppose la poursuite des gains de pouvoir d'achat grâce à la progression du salaire par travailleur à un rythme (4% en 2024 et 3% en 2025) supérieur à celui de l'inflation (2,6% et 2,1% respectivement). **L'investissement** a souffert de l'affaiblissement de la demande et du renchérissement des conditions de financement. La reprise plus robuste de l'activité, prévue au deuxième semestre de 2024, devrait néanmoins soutenir le redressement de la productivité. Freiné par la composante logement, l'investissement devrait rester encore atone tout au long du premier semestre 2024. Il devrait se redresser ensuite, progressivement, à la

faveur de la matérialisation du deserrement des conditions financières et de l'amélioration de la demande adressée aux entreprises.

Après le creux de 2023, une accélération de la demande adressée à la zone euro est prévue : **les exportations** risquent néanmoins de « patiner » du fait de la perte de compétitivité de l'économie de la zone. Celle-ci est moins liée à la remontée des coûts salariaux unitaires qu'à la hausse du coût de l'énergie.

Si le rythme de baisse des prix semble s'inscrire sur une trajectoire cohérente avec la cible de la banque centrale, il reste à déterminer si salariés et entreprises récupéreront pleinement leurs salaires et profits en termes réels : un **risque** de déviation pèse sur cette trajectoire. La matérialisation de ce risque n'est pas retenue dans notre scénario central, mais le niveau des prix lui-même pose un problème. Celui-ci est bien plus élevé qu'au début de la décennie, notamment en ce qui concerne les intrants énergétiques par rapport aux principaux concurrents de la zone. Il s'agit donc d'un choc permanent sur les prix qui soulève de sérieuses questions sur le potentiel de redressement du moteur manufacturier, mais aussi sur la destruction des capacités de production qu'il pourrait entraîner.

# LE SCÉNARIO EN BREF

## UN ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL PEU PORTEUR, MAIS UNE NORMALISATION MONÉTAIRE GÉNÉRALISÉE

L'environnement international dans lequel évolue la zone euro serait peu porteur : un ralentissement modéré et une reflation très modeste en Chine avec une croissance chinoise fléchissant de 5,2% en 2023 à 4,4% en 2024 ; des pays émergents sur une tendance de croissance stable, à 3,7% en 2024 ; un repli de la croissance aux Etats-Unis à la charnière des années 2024-2025 d'un rythme de 1,8% en 2024 à seulement 0,4% en 2025, après 2,5% en 2023.

La Fed pourrait débiter un assouplissement monétaire prudent, en procédant à une première baisse de 25 points de base de ses taux directeurs en juillet 2024. Après une nouvelle baisse de 25 points de base en novembre, la limite supérieure serait ainsi abaissée à 5% en fin d'année. La Fed pourrait accentuer le rythme de ses baisses en 2025, abaissant la borne haute à

3,50%. La BCE amorcerait un desserrement monétaire graduel à partir de juin et baisser ses taux de 75 points de base en 2024, puis faire de même en 2025 et abaisser ainsi le taux de dépôt à 2,50%.

Assouplissement monétaire en vue, perspective de récession « douce » aux États-Unis en toute fin d'année, mais aussi élections américaines plaident en faveur d'une légère sous-performance du dollar vis-à-vis des devises du G10 (à l'exception notable de l'euro), suivie d'une remontée au quatrième trimestre.

Un contrôle accru du marché pétrolier par l'OPEP+ et une appréciation progressive du prix du pétrole sur les prochains trimestres conduiraient le prix du Brent en moyenne annuelle à 85 dollars le baril en 2024 et à 88 dollars en 2025.

### Hypothèses de cadrage internationales

	2022	2023	2024	2025	2022				2023				2024				2025			
					T1	T2	T3	T4												
PIB monde a/a, t/t, %	3,5	2,8	2,6	2,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
PIB États-Unis a/a, t/t, %	1,9	2,5	1,8	0,4	-2,0	-0,6	2,7	2,6	2,2	2,1	4,9	3,2	1,5	1,1	0,5	-0,8	-0,5	1,1	1,4	2,0
PIB Chine a/a, t/t, %	3,0	5,2	4,4	4,2	0,6	-2,1	4,0	0,6	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,3	0,4	0,3	0,3
Taux de refinancement BCE fin de période, %	2,50	4,50	3,40	2,65	0,00	0,00	1,25	2,50	3,50	4,00	4,50	4,50	4,50	4,25	3,65	3,40	3,15	2,90	2,65	2,65
Taux des fonds Réserve fédérale fin de période, %	4,50	5,50	5,00	3,50	0,50	2,50	3,25	4,50	5,00	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,25	5,00	4,50	4,00	3,50	3,50
Taux de change moyenne, EUR/USD	1,05	1,08	1,07	1,10	1,12	1,06	1,01	1,02	1,07	1,09	1,09	1,08	1,08	1,07	1,06	1,05	1,07	1,09	1,10	1,12
Brent moyenne, USD/baril	99	82	85	88	98	112	98	89	82	78	86	83	83	85	85	87	85	87	90	90

Dernières observations : T4 2023

Sources : BAE, BCE, Eurostat, FMI, Refinitiv, Réserve fédérale, prévisions Crédit Agricole S.A./ECO

# UNE DEMANDE ADRESSÉE À LA ZONE EN REDRESSEMENT

## MAIS UNE CROISSANCE PLUS LENTE DES EXPORTATIONS

### Perte de compétitivité et de parts de marché

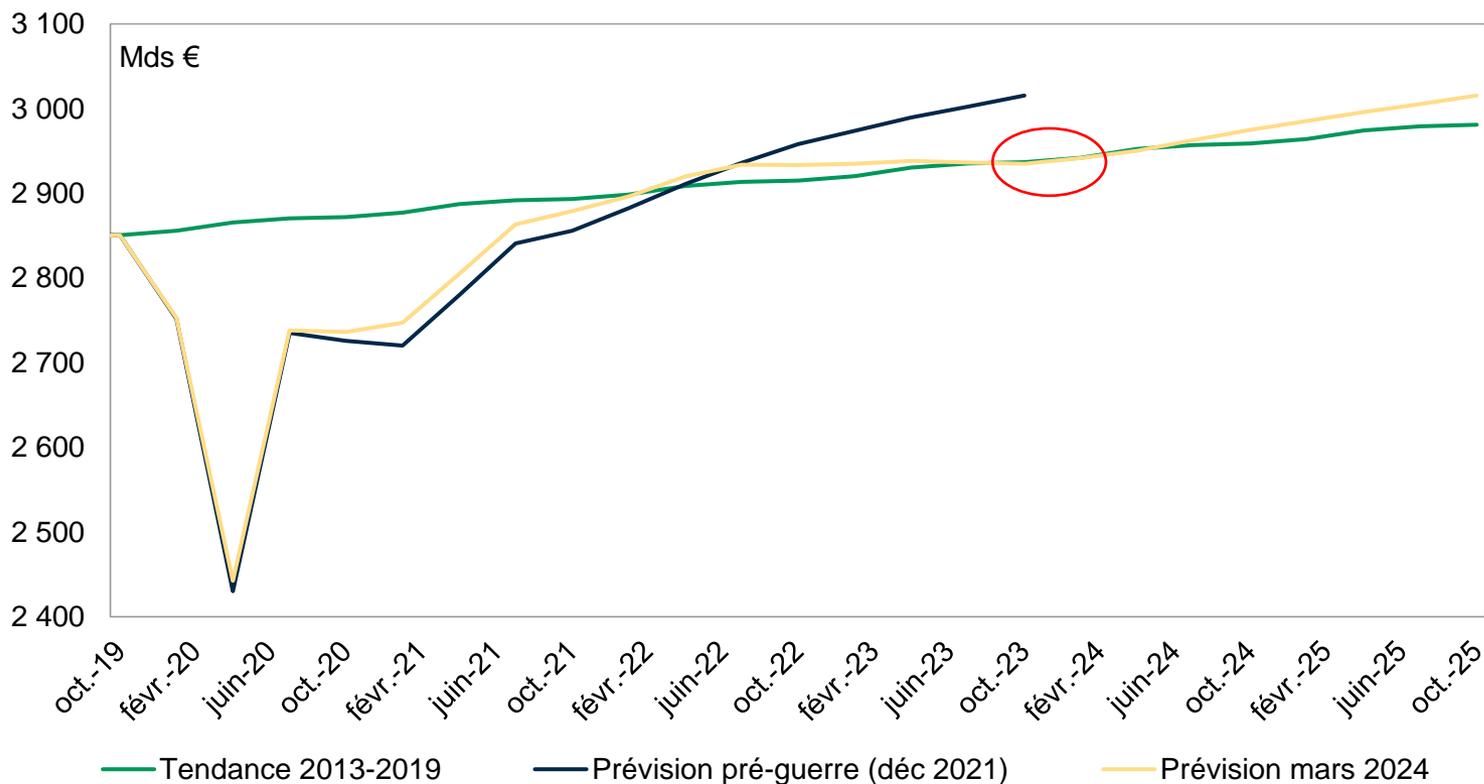


Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

# L'ATTENTION SE DÉPLACE SUR LES PERSPECTIVES DE CROISSANCE

## UN POTENTIEL ABÎMÉ DE FAÇON PERMANENTE ?

### Atterrissage sur une tendance faible

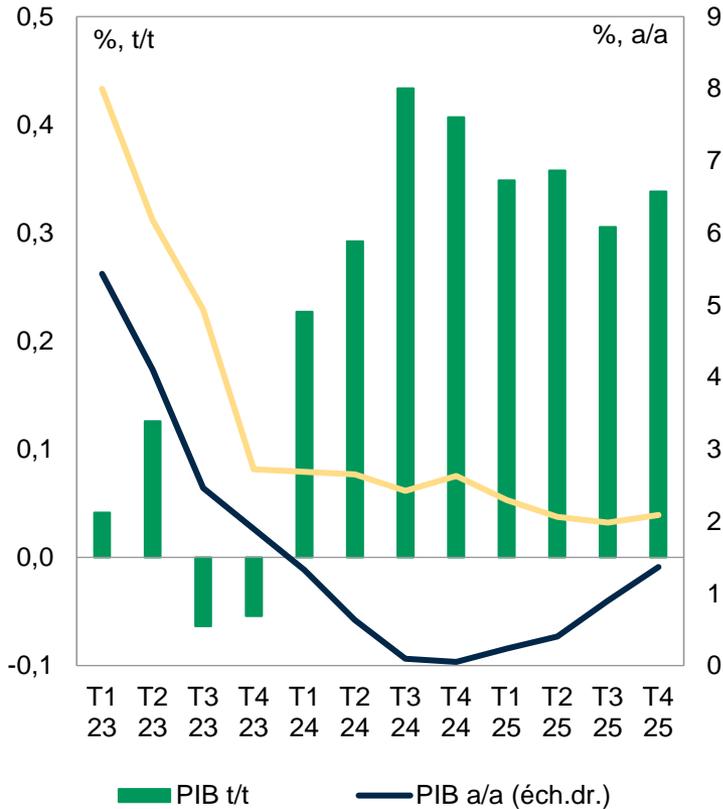


Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

# UN SCÉNARIO D'UN OPTIMISME PRUDENT

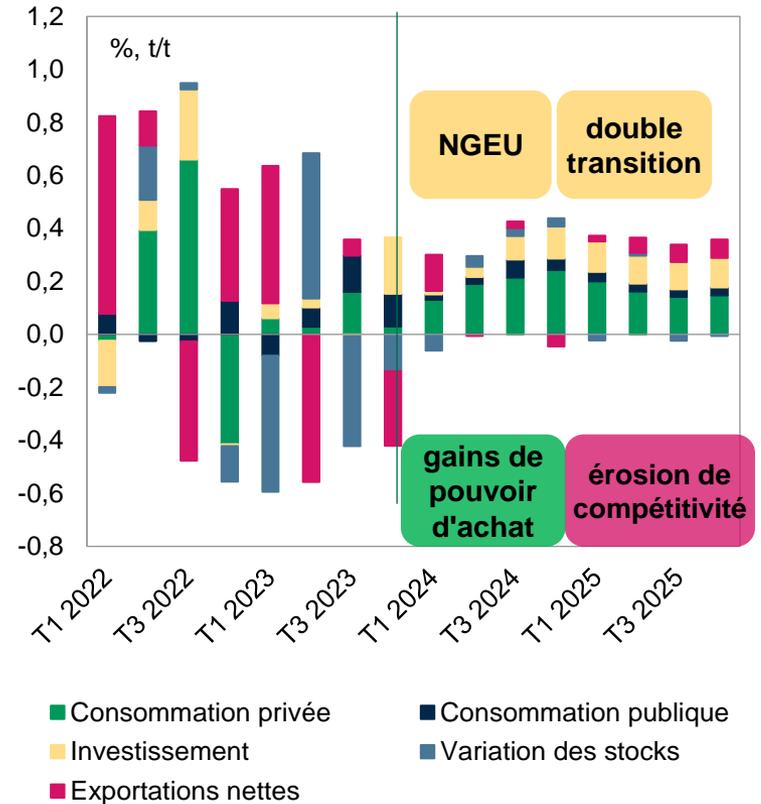
## UNE CROISSANCE À 0,7% EN 2024 ET 1,5% EN 2025

Reprise au premier semestre 2024, puis accélération



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

Contributions à la croissance



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

# DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

## ATTERRISSAGE SUR UNE CROISSANCE ATONE EN 2023

La croissance du PIB de la zone euro a fortement ralenti durant l'année 2022, conduisant l'économie sur une trajectoire de stagnation dès la fin 2022. **La croissance a ensuite été atone durant toute l'année 2023** et le taux de croissance en moyenne annuelle est passé de 3,4% en 2022 à 0,5% en 2023. **En 2023, la contribution de la demande intérieure a été divisée par quatre par rapport à 2022** ; les entreprises ont répondu à cette faible demande en déstockant plutôt qu'en produisant, de sorte que les variations des stocks ont encore davantage freiné la croissance à laquelle elles ont soustrait 0,4 point de pourcentage. La demande étrangère s'est repliée, mais la demande nationale de biens étrangers a encore reculé davantage : les exportations nettes ont donc légèrement soutenu la croissance. **Après deux trimestres de croissance légèrement négative (-0,1% aux T3 et T4 2024), l'acquis ainsi laissé à la croissance de 2024 est nul.**

### ***Un court terme obscurci par les déboires de l'industrie***

Alors qu'au cours des derniers mois, les données émanant des différentes enquêtes

nous ont offert des surprises positives dans les trois grandes économies (États-Unis, Chine et zone euro) et envoyé de faibles signaux de redressement de l'activité, le cycle manufacturier mondial demeure encore fragile. Dans la zone euro, la valeur ajoutée du secteur industriel s'est inscrite en net repli en 2023, contribuant négativement à la croissance du PIB. Ce frein à la croissance a été compensé par, d'une part, le secteur de la construction qui a continué d'afficher un taux de croissance soutenu et, d'autre part, par la poursuite de l'expansion des services, en dépit du net ralentissement du commerce, des transports et de la restauration.

Selon l'enquête de la Commission européenne auprès des entreprises, si la confiance dans l'industrie reste sur une tendance affaiblie depuis l'été 2023, elle s'est redressée en mars. Alors que les enquêtes PMI auprès des directeurs d'achats ne signalent toujours pas d'expansion de l'activité dans l'industrie manufacturière, elles indiquent une moindre baisse des niveaux de production. Les deux enquêtes signalent, en outre, un meilleur alignement des commandes et des stocks,

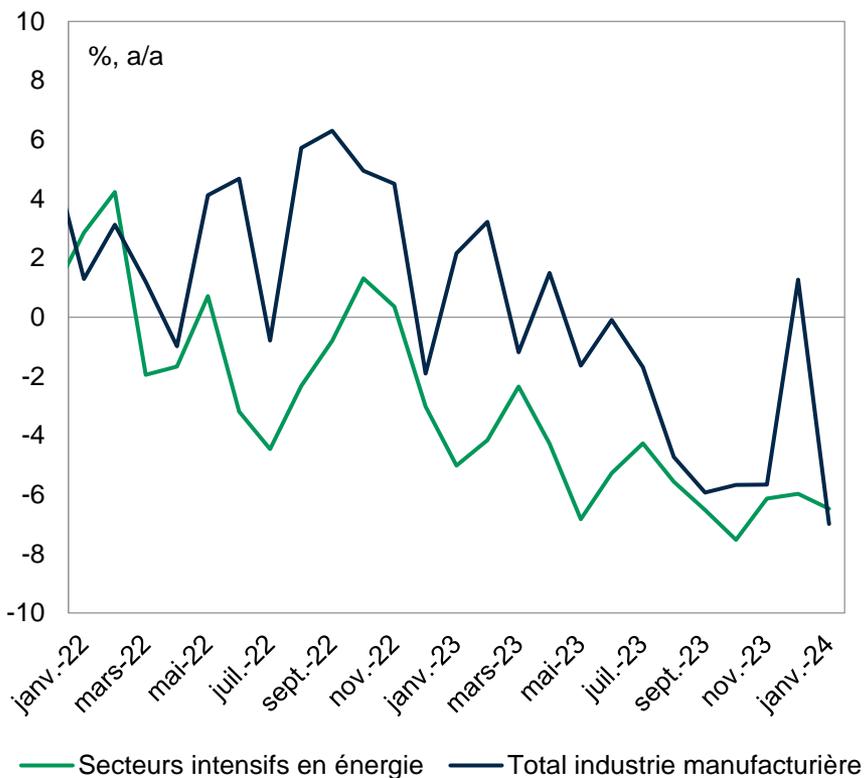
meilleure adéquation susceptible d'annoncer une reprise de la production. La lisibilité de l'information véhiculée par l'indice de la production industrielle de janvier est faible : son repli marqué (-3,2% sur le mois) intervient après un rebond en décembre 2023 et il est particulièrement affecté par la volatilité de l'indice irlandais. Enfin, en repli de 1,3% sur l'année en janvier, la production des industries à forte intensité d'énergie demeure en baisse.

En revanche, dans le secteur des services, selon l'enquête PMI, l'activité aurait augmenté en mars pour le deuxième mois consécutif au rythme de croissance le plus soutenu depuis juin 2023. Les enquêtes de la Commission confirment qu'après sa dégradation au tournant de l'année, la confiance se redresse et retrouve sa moyenne de long terme. Par ailleurs, la détérioration de la confiance dans le secteur de la construction, en cours depuis la fin 2023, se serait arrêtée en mars figeant l'indice à un niveau supérieur à sa moyenne de long terme. La faiblesse de la demande est néanmoins de plus en plus perçue comme un facteur contraignant par les constructeurs

# UN CHOC PERMANENT SUR LES PRIX

## QUEL POTENTIEL DE REDRESSEMENT DU MOTEUR MANUFACTURIER ?

### La production industrielle affaiblie par les secteurs à haute intensité d'énergie



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

### Prix de l'électricité pour les entreprises

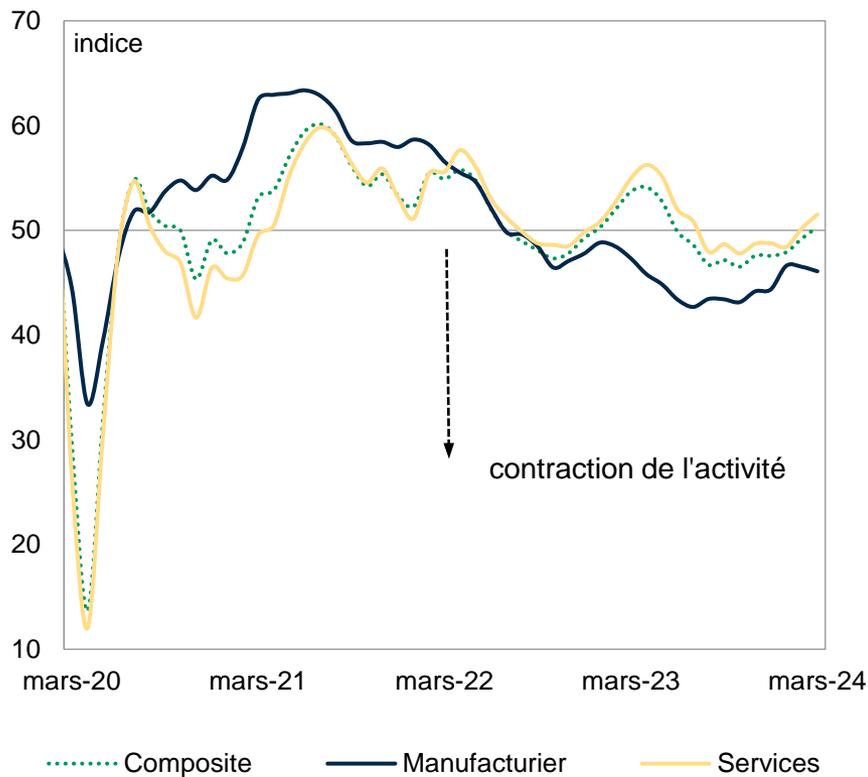
Consommation	Inférieure à 20 MWh		Supérieure à 150KMWh	
	2015-2021	S1 2023	2015-2021	S1 2023
<b>Zone euro</b>	0,25	0,36	0,08	0,17
<b>Allemagne</b>	0,28	0,39	0,12	0,21
<b>France</b>	0,19	0,31	0,06	0,10
<b>Italie</b>	0,32	0,42	0,09	0,20
<b>Espagne</b>	0,30	0,28	0,08	0,13

Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

# DES FAIBLES SIGNAUX DE REDRESSEMENT DE L'ACTIVITÉ

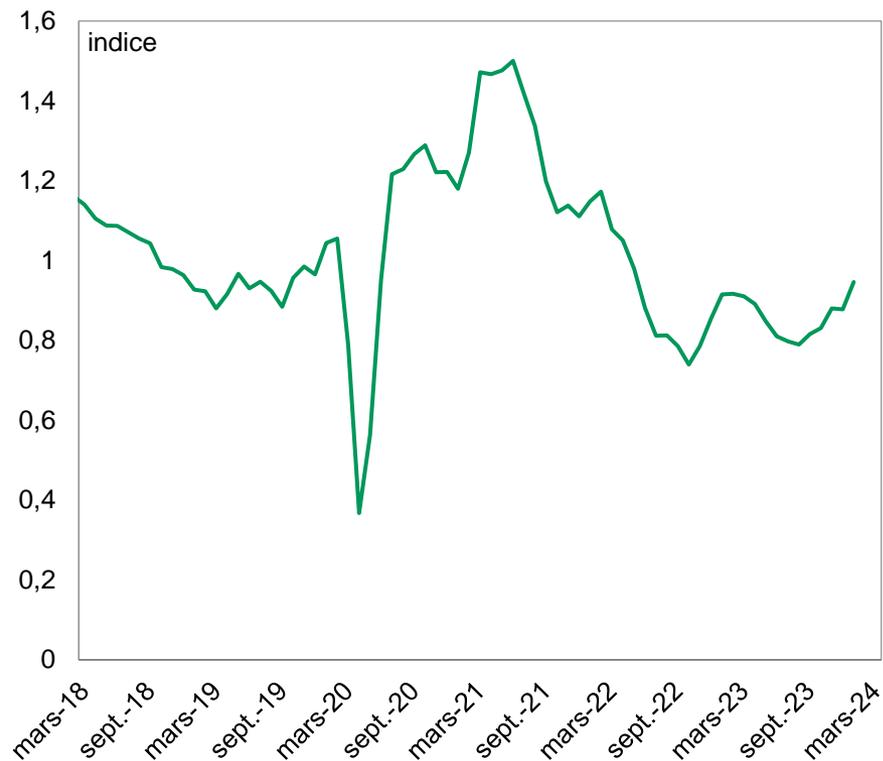
## MAIS TOUJOURS PAS D'EXPANSION DE L'INDUSTRIE

### Zone euro : indices PMI



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

### Industrie : un ratio commandes/stocks plus rassurant



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

## LA REPRISE DE LA CONSOMMATION DES MÉNAGES N'EST PAS ENCORE CONFIRMÉE MAIS DEMEURE LA BASE DU SCÉNARIO

Le quatrième trimestre 2023 n'a pas permis de confirmer notre scénario de redressement de la consommation des ménages, fondé sur la croissance du pouvoir d'achat. La consommation a à peine progressé de 0,1%, en ralentissement par rapport au troisième trimestre 2023 (+0,3%). La récupération du pouvoir d'achat a pourtant bien accéléré : la masse salariale en termes réels ayant progressé de 0,8% sur le trimestre (après 0,5% au T3 2023) ; le salaire par tête a crû plus rapidement que l'inflation et la croissance de l'emploi s'est maintenue sur un rythme de 0,3% sur le trimestre en dépit de l'affaiblissement de l'activité.

### *L'emploi résiste à la faiblesse de l'activité*

Alors que le **taux de chômage s'est stabilisé à 6,5%** depuis mars 2023 et que l'emploi s'est maintenu, la croissance du nombre total d'heures travaillées est restée modérée. Les heures travaillées sont désormais en moyenne depuis la fin 2022 de 2 % inférieures à leur niveau d'avant la pandémie. Les tensions *post*-pandémiques sur le marché du travail ont probablement conduit les entreprises à accumuler plus de main-d'œuvre que d'habitude, ce qui a entraîné une moyenne d'heures

inhabituellement basse. La rétention de main-d'œuvre signalée par les enquêtes est restée nettement plus élevée qu'avant la pandémie. Aussi, la baisse du taux de vacance ne s'est jusqu'à présent pas accompagnée d'une augmentation du chômage. Intuitivement, les entreprises préféreraient probablement initialement supprimer les postes vacants, plutôt que de procéder aux licenciements, lorsque trouver des travailleurs s'avérerait difficile. Ce comportement de la demande d'emploi justifie une **remontée très limitée et temporaire du taux de chômage à 6,7% en 2024, suivie d'une baisse à 6,5% en 2025.**

### *L'inflation hors services en baisse*

La baisse de l'inflation a continué de surprendre par sa rapidité (2,4% en mars 2024). **La désinflation a été plus rapide qu'anticipé dans les secteurs de l'énergie (-1,8%), de l'alimentation (2,6%) et des biens industriels non énergétiques (1,1%).** La désinflation dans les secteurs en amont est désormais transmise rapidement aux secteurs en aval et aux prix de détail. Énergie, alimentation, biens de base représentent plus que 55 % du panier de l'IPCH et devraient continuer à jouer un rôle baissier déterminant. Les secteurs les plus

en amont des chaînes de production de biens subissent désormais une désinflation moins sévère qu'il y a quelques mois (l'IPP indice des prix de production pour les biens intermédiaires a stagné en moyenne au cours des trois derniers mois), mais les répercussions des précédentes baisses sur les secteurs en aval vont encore réduire l'inflation des biens. **L'inflation des services reste soutenue (4% depuis novembre 2023)** et plus forte que prévu. Hormis des ajustements tarifaires ponctuels en janvier-février (frais d'assurance, services de santé réglementée), la vigueur des services de loisirs et d'accueil se poursuit. La fin attendue de la rotation de la consommation des biens vers les services devait se traduire par un ralentissement de la demande de services et réduction du pouvoir de fixation des prix. Cependant, les dépenses en services demeurent bien supérieures aux niveaux d'avant la pandémie. Si les premières données pour 2024 n'indiquent pas une demande de ces services en ralentissement, la dynamique salariale dans les secteurs des loisirs et de l'hébergement/restauration s'est beaucoup affaiblie et devrait permettre une très progressive baisse de l'inflation des services en 2025 (à 2,7% après 3,4% en 2024). **Nous prévoyons une baisse de l'inflation à 2,6% en 2024 et 2,1% en 2025.**

# MÉNAGES

## LA REPRISE DE LA CONSOMMATION DES MÉNAGES N'EST PAS ENCORE CONFIRMÉE, MAIS DEMEURE LA BASE DU SCÉNARIO

**Le revenu disponible des ménages a accéléré**, son taux de croissance passant de 0,8% au T3 2023 à 1,2% au T4 2024. Ce rythme est bien supérieur à celui de l'indice des prix à la consommation IPCH qui n'a progressé que de 0,2% sur le trimestre et à celui du déflateur de la consommation des ménages qui s'est replié de 0,5%. En termes réels, le revenu disponible des ménages a davantage accéléré. C'est donc **le taux d'épargne qui a une fois de plus augmenté à 14,6%**, après 13,9% au T3 2023. Il demeure bien supérieur à la moyenne d'avant la pandémie. Sur un an, toutes les principales composantes du revenu disponible des ménages ont diminué leur contribution, que ce soit la masse salariale, les revenus nets de la propriété et les transferts et le revenu mixte. Mais la ponction négative des impôts a aussi diminué permettant une croissance toujours soutenue du revenu.

Notre scénario conserve néanmoins son hypothèse de reprise de la consommation

des ménages : une hypothèse qui suppose la poursuite des gains de pouvoir d'achat grâce à la progression du salaire par travailleur à un rythme (4% en 2024 et 3% en 2025) supérieur à celui de l'inflation (2,6% et 2,1% respectivement). La confiance des consommateurs poursuit son redressement grâce à des opinions plus favorables sur leur situation financière passée et future, à leurs anticipations moins pessimistes sur la situation économique de la zone et à de meilleures perspectives d'embauche. Bien que les consommateurs ne prévoient pas une hausse de leurs principaux achats, leurs intentions d'épargne se sont stabilisées.

**La capacité de financement des ménages s'est encore améliorée passant de 4,4% du revenu disponible brut au T3 2023 à 5% au T4. C'est à la fois le résultat de l'augmentation de l'épargne que de la baisse de l'investissement** des ménages. Celui-ci s'est replié de 0,3% en valeur faisant de nouveau baisser le taux

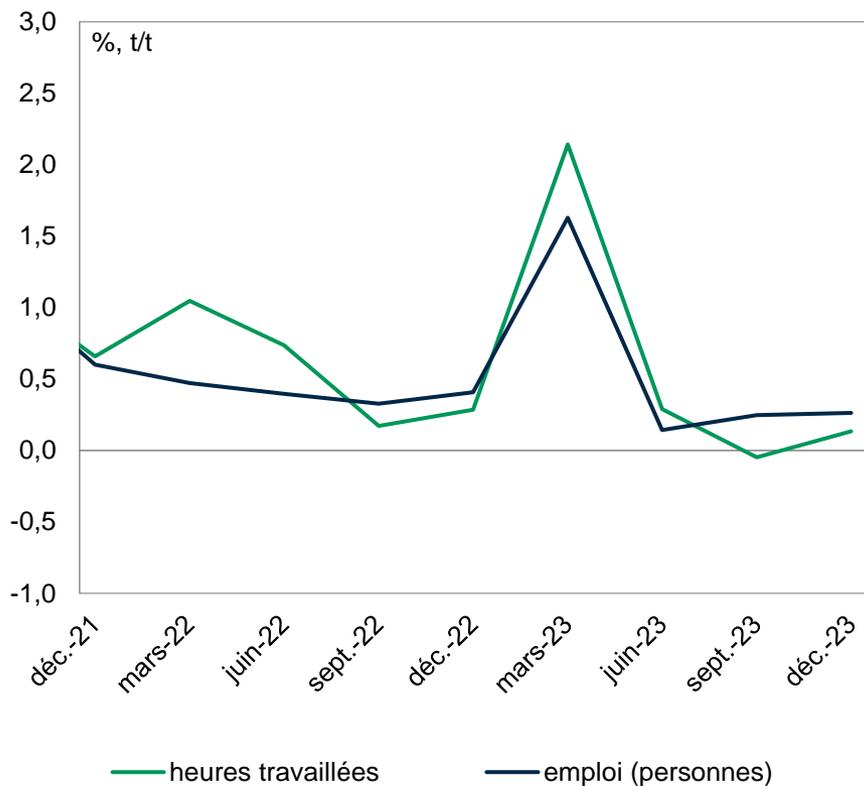
d'investissement à 9,7%. L'investissement financier des ménages a donc continué de s'accroître au même rythme, tandis que leur financement a fortement ralenti sous l'effet d'un plus faible taux de croissance des prêts. Soutenue aussi par des gains de valorisation, la hausse de la richesse financière des ménages a compensé la baisse de plus en plus marquée de la richesse non-financière (-2,5% sur un an), et l'augmentation des passivités financières permettant ainsi de maintenir le rythme de croissance de la richesse nette des ménages. Leur taux d'endettement s'est néanmoins réduit sur un an en pourcentage du PIB passant de 56,7% à 53,6%.

**Croissance du revenu disponible réel et baisse du taux d'épargne soutiendraient donc les dépenses des ménages à un rythme de 1,1% en 2024 et 1,5% en 2025** après 0,5% en 2023.

# RÉSILIENCE DU MARCHÉ DU TRAVAIL

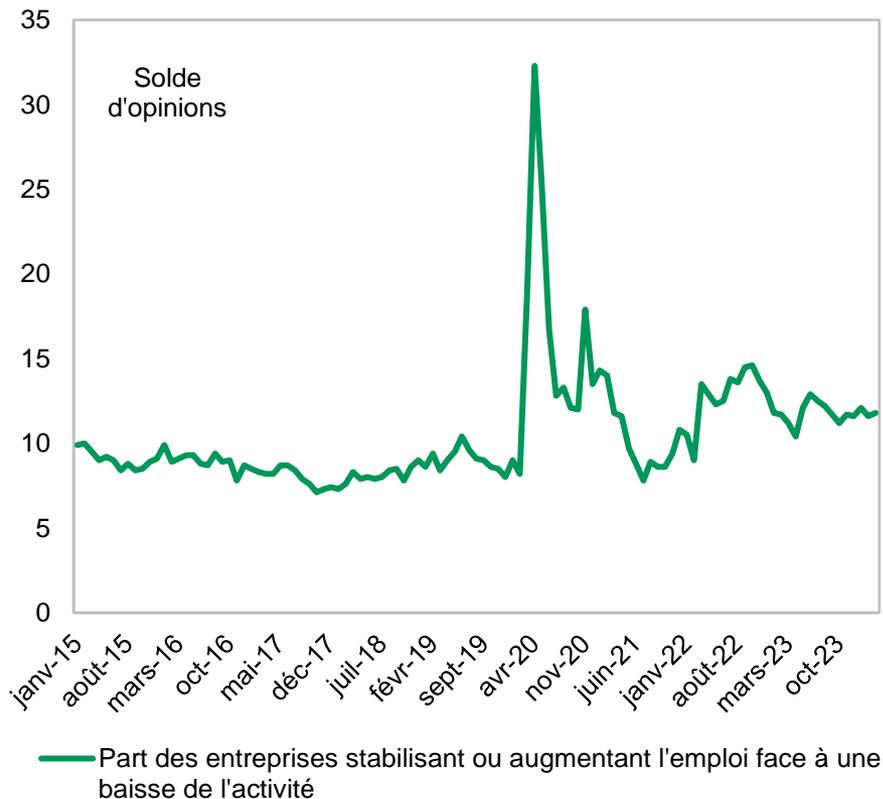
## SOUTENUE PAR UNE FORTE RÉTENTION DE L'EMPLOI

**Moins d'heures travaillées, mais des créations d'emploi encore en hausse**



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

**Enquête sur la rétention dans l'emploi**



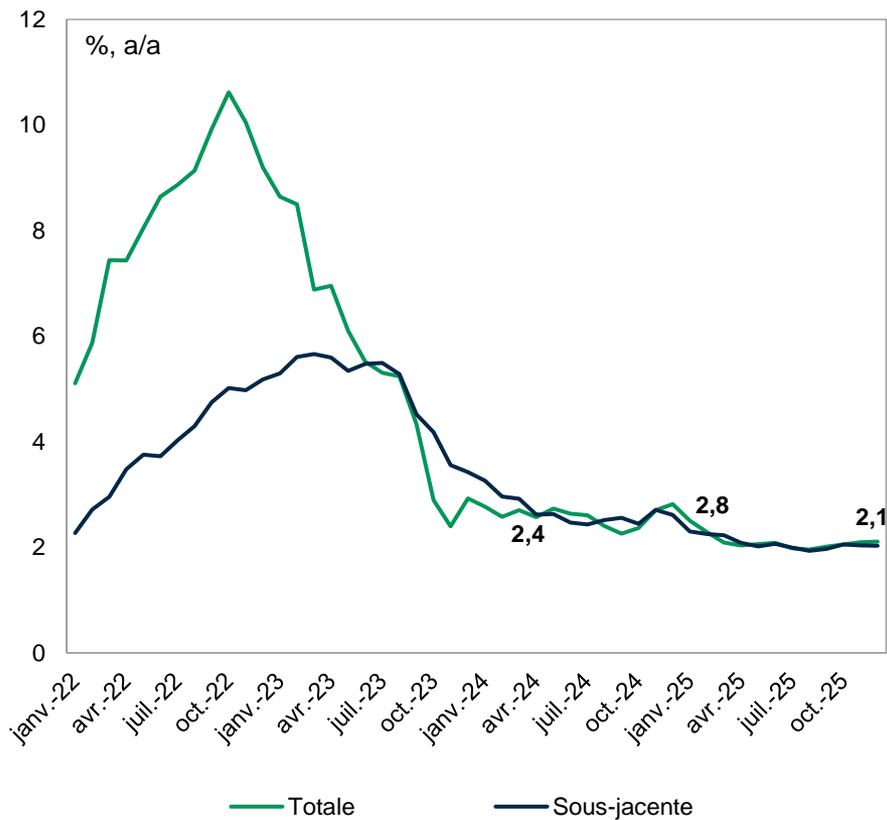
— Part des entreprises stabilisant ou augmentant l'emploi face à une baisse de l'activité

Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

# UN PROCESSUS DÉSINFLATIONNISTE BIEN ENCLENCÉ

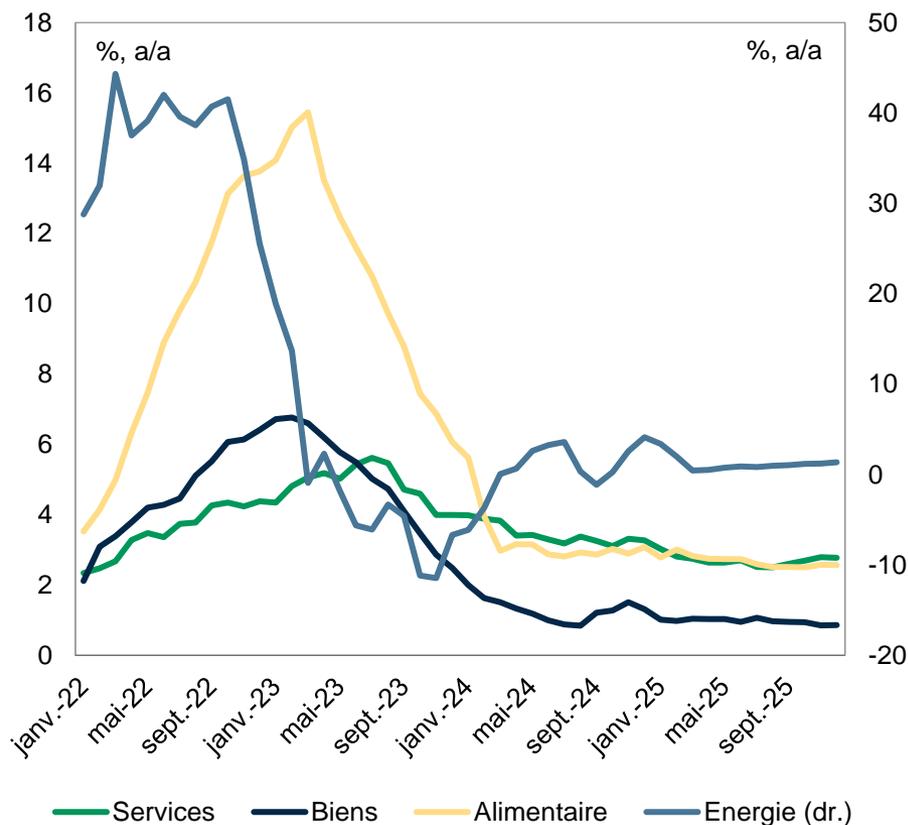
## QUI ANCRE LES ANTICIPATIONS DE DESSERREMENT MONÉTAIRE

### Une baisse rapide de l'inflation vers la cible



Sources : Eurostat, CACIB, Crédit Agricole S.A.

### Inertie de l'inflation dans les services

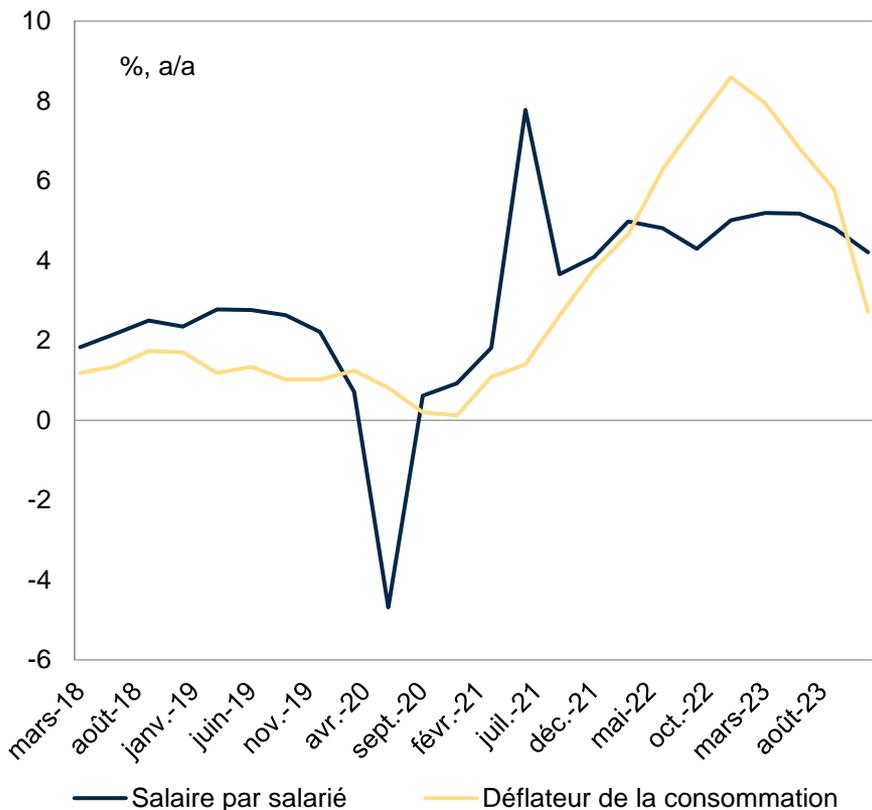


Sources : Eurostat, CACIB, Crédit Agricole SA/ECO

# DES GAINS DE POUVOIR D'ACHAT

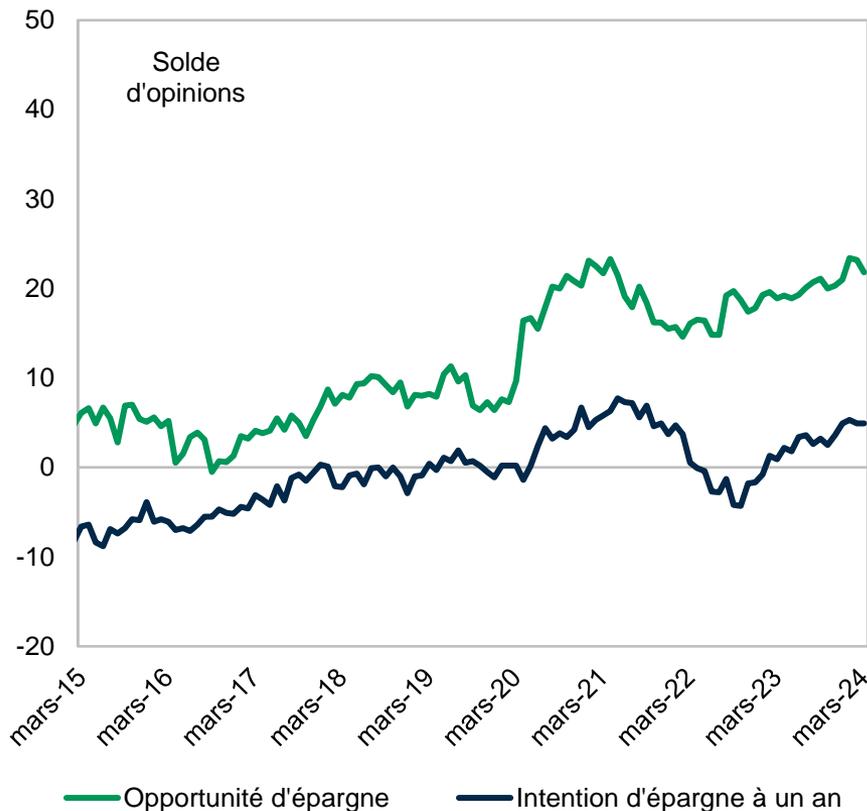
## DANS L'ATTENTE D'UNE BAISSÉ DU TAUX D'ÉPARGNE

### Croissance réelle des revenus



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

### Enquête auprès des consommateurs : des intentions d'épargne en baisse



Sources : ESI, Commission européenne, Crédit Agricole S.A.

## RÉSILIENCE DES PROFITS ET REPRISE DE LA DEMANDE SOUTIENDRONT LE REDRESSEMENT DE L'INVESTISSEMENT

### **Un partage de la valeur moins favorable aux profits**

La croissance des rémunérations des salariés a ralenti au T4 2023 en termes nominaux, mais les rémunérations plus les impôts nets des subventions à la production ont continué de progresser à un rythme supérieur à celui de la valeur ajoutée (1,6%). Combiné à la baisse de la productivité, cela a conduit à une légère **accélération des coûts salariaux unitaires** et déplacé le partage de la valeur ajoutée des profits aux salaires avec un léger **repli du taux de marge des sociétés non financières (à 40,3%)**. Ce niveau est le plus faible depuis le T3 2020, mais il demeure assez élevé par rapport à la moyenne pré-pandémie. Cela demeure un point de force pour les entreprises face à l'érosion attendue de la profitabilité, elle-même consécutive à la dégradation anticipée de la productivité. La reprise plus robuste de l'activité, prévue au deuxième semestre de 2024, devrait néanmoins soutenir le redressement de la productivité. L'excédent net d'exploitation (*cash-flow*) a cependant davantage ralenti que l'EBE sous l'effet de la moindre contribution positive des revenus de la propriété et des charges d'intérêts plus élevées.

L'investissement des SNF en valeur s'est néanmoins redressé (+0,7%), après -0,2% au T3 2023), mais pas suffisamment pour empêcher une **nouvelle baisse du taux d'investissement**, (à 22,5%) en repli désormais depuis trois trimestres et faible par rapport à sa moyenne historique. La capacité de financement a légèrement baissé à 2,4% de la valeur ajoutée, mais a permis de maintenir l'investissement financier à un rythme inchangé (+1,4%). L'endettement a aussi augmenté à un rythme inchangé sous l'effet d'une accélération de l'endettement bancaire (1,2%, après 0,7% sur un an) et obligataire (2,2%, après 1,9%) et d'une plus faible croissance de l'endettement par actions. Le ratio dette/PIB des SNF de la zone euro s'est néanmoins réduit sur un an, passant de 71,7% fin 2022 à 67,6% au T4 2023.

### **L'investissement affaibli dans toutes ses composantes**

L'investissement a souffert de l'affaiblissement de la demande et du renchérissement des conditions de financement. Un arbitrage a de nouveau été opéré par les ménages en défaveur de l'investissement en logement qui a poursuivi son repli (-0,6% sur le

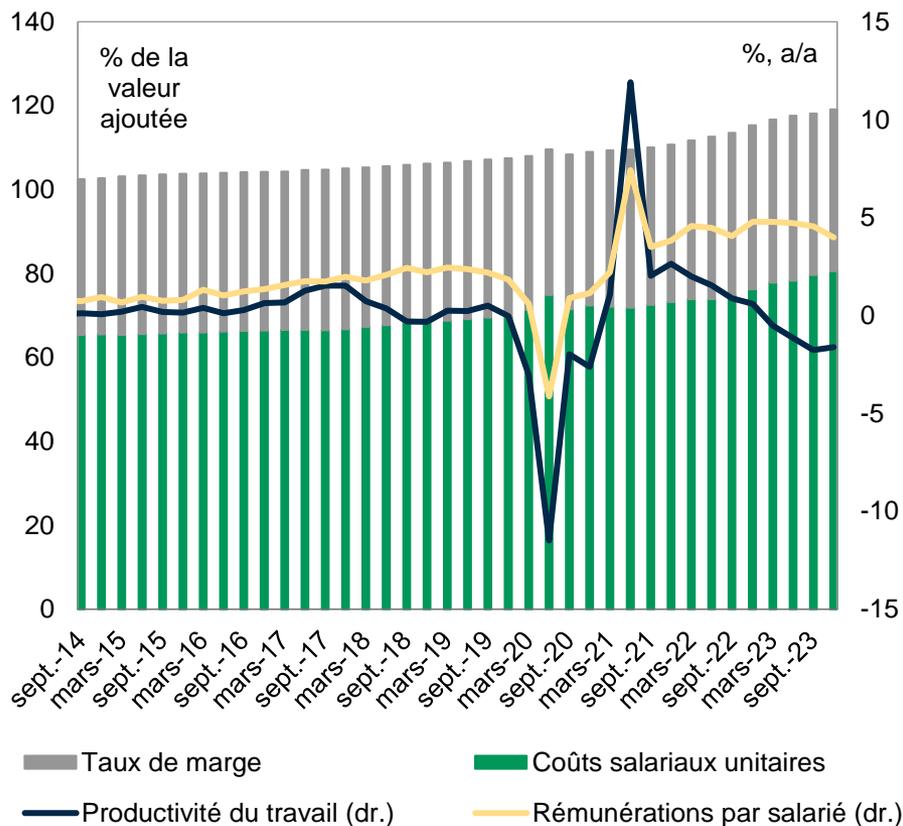
trimestre) au T4 2023. L'investissement dans le BTP a enregistré son deuxième trimestre de croissance négative (-0,3%) et l'investissement productif s'est fortement retourné. Sans comptabiliser le comportement erratique de l'investissement en Irlande et la forte baisse en Belgique liée à des transactions spécifiques relatives à des ventes de navires à l'étranger, l'investissement aurait reculé de 0,7% (contre +1% enregistré par Eurostat).

**Freiné par la composante logement, l'investissement devrait rester atone tout au long du premier semestre 2024. Il devrait se redresser ensuite, progressivement, à la faveur de la matérialisation du desserrement des conditions financières et de l'amélioration de la demande adressée aux entreprises. La croissance de l'investissement se maintiendrait faible (1,3% après 1,4% en 2023), mais positive en 2024 pour gagner en vigueur en 2025 (2%).**

# UN NIVEAU ENCORE ÉLEVÉ DE PROFITABILITÉ, MALGRÉ LA BAISSSE

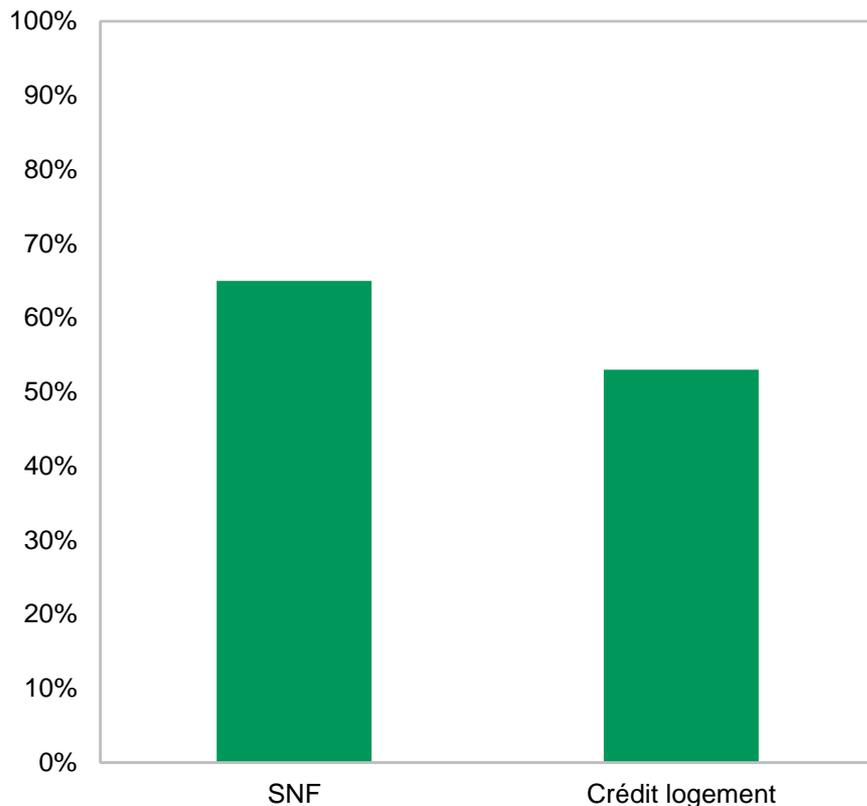
## UN *PASS-THROUGH* DU RESSERREMENT MONÉTAIRE MOINS FORT

**Ralentissement des salaires, mais baisse de la productivité : le taux de marge se replie**



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

***Pass-through* du dernier cycle de resserrement par rapport à la moyenne des précédents**



Sources : FMI, Crédit Agricole S.A.

# POLITIQUE MONÉTAIRE

## RASSURÉE PAR LA DÉSINFLATION LA BCE EST PRÊTE À AGIR

**Le resserrement monétaire a bien dompté la demande domestique** de la zone euro et les nouveaux flux de crédits aux ménages et aux sociétés non-financières restent encore atones, malgré la baisse des taux sur les nouveaux crédits en cours depuis novembre 2023.

L'inertie de l'inflation dans les services et les incertitudes sur les négociations salariales au premier semestre 2024 alimentent les positions les plus favorables à une baisse plus tardive des taux. Cependant, la plupart des mesures de l'inflation sous-jacente ont diminué, confirmant l'image d'une diminution progressive des pressions sur les prix. La croissance des salaires s'est ralentie au quatrième trimestre 2023 et, même si la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre est restée élevée, reflétant en partie la faible croissance de la productivité, les entreprises absorbent une partie de la hausse des coûts de main-d'œuvre dans leurs bénéfices.

Le taux de croissance annuel des salaires négociés a diminué à 4,5% au T4 2023, contre 4,7% au troisième trimestre 2023. Les indicateurs prospectifs des salaires signalent des pressions salariales toujours élevées, mais plus modérées. Les informations sur les accords salariaux disponibles depuis la fin de l'année

dernière signalent que la croissance moyenne des salaires négociés en 2024 a été de plus en plus modérée dans tous les contrats conclus passant de 4,4 % en janvier à 4,1% en avril.

Les mesures anticipations d'inflation à long terme sont bien ancrées à la cible de la BCE, s'étant stabilisées autour de 2%.

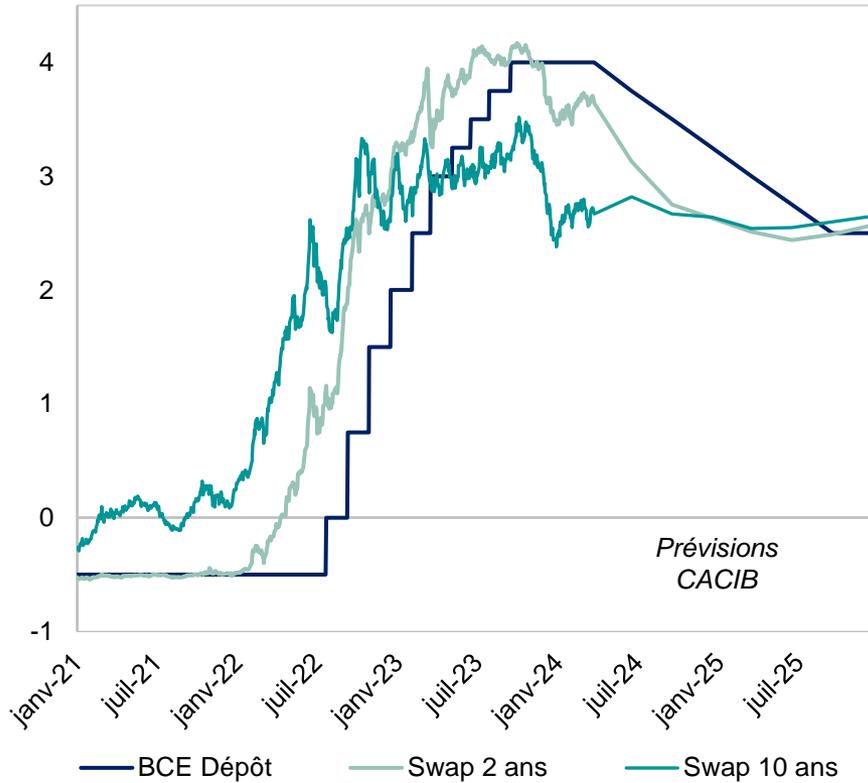
Malgré la remontée des taux réels liée à la désinflation l'indice des conditions financières (calculé par le Mécanisme européen de stabilité) signale un assouplissement des conditions de financement avec la reprise de l'activité sur le marché primaire obligataire et la baisse de la prime de risque et de terme. Cela a permis aux emprunteurs de réévaluer et de refinancer la dette à taux fixe à des conditions moins onéreuses.

Les taux longs ont déjà largement anticipé **la baisse des taux** de la BCE qui interviendrait **dès juin 2024 au rythme de trois baisses de 25 points de base en 2024, suivies de trois baisses supplémentaires de même ampleur au premier semestre 2025. Le taux de dépôt serait ainsi ramené à 2,5% fin juin 2025** et le taux de refinancement à 2,65%, avec un corridor restreint dès septembre 2024.

# POLITIQUE MONÉTAIRE

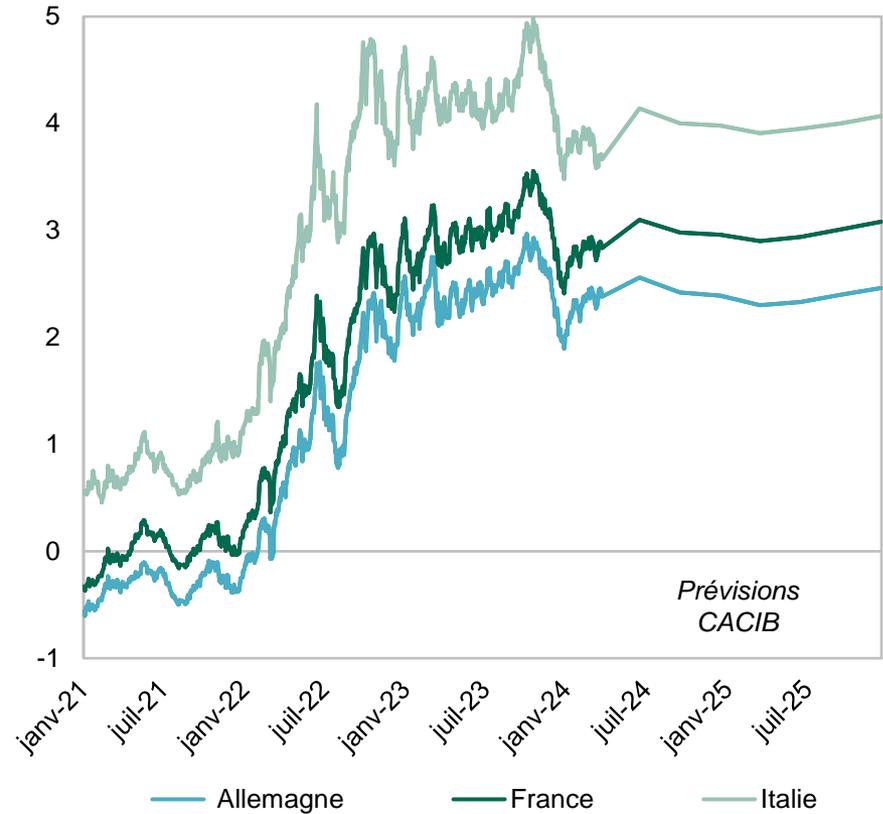
## RASSURÉE PAR LA DÉSINFLATION LA BCE EST PRÊTE À AGIR

### BCE : assouplissement en ligne de mire



Sources : Eurostat, CACIB, Crédit Agricole S.A.

### Taux d'intérêt : potentiel limité de baisse des taux longs



Sources : Eurostat, CACIB, Crédit Agricole S.A.

# RISQUES

## LES RISQUES BAISSIERS SUR LA CROISSANCE PLUS ÉLEVÉS QUE LES RISQUES HAUSSIERS SUR L'INFLATION

Si le rythme de **baisse des prix** semble s'inscrire sur une trajectoire cohérente avec la cible de la banque centrale, il reste à déterminer si salariés et entreprises récupéreront pleinement leurs salaires et profits en termes réels : **un risque de déviation pèse sur cette trajectoire**. La matérialisation de ce risque n'est pas retenue dans notre scénario central, mais le niveau des prix lui-même pose un problème. Celui-ci est bien plus élevé qu'au début de la

décennie, notamment en ce qui concerne les intrants énergétiques par rapport aux principaux concurrents de la zone. Il s'agit donc d'un **choc permanent sur le niveau des prix** qui soulève de sérieuses questions sur le **potentiel de redressement** du moteur manufacturier, mais aussi sur la **destruction des capacités de productions** qu'il pourrait entraîner.



### Pas de récession

- Poursuite de la désinflation
- Maintien de l'activité et de l'emploi
- Gains de pouvoir d'achat des salaires
- Assouplissement des conditions de financement

### Récession

- Impact retardé du resserrement monétaire
- Choc permanent sur le niveau des prix
- Pas de redressement du moteur industriel
- Destruction des capacités de production et d'emploi



# LE SCÉNARIO EN CHIFFRES

	2022	2023	2024	2025	2022				2023				2024				2025			
					T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB a/a, t/t, %	3,4	0,5	0,7	1,5	0,6	0,8	0,5	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,3	0,4	0,3	0,3
Demande intérieure contribution au PIB, pp	3,1	0,7	1,1	1,3	-0,1	0,5	0,9	-0,3	0,0	0,1	0,3	0,4	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
Consommation des ménages a/a, t/t, %	4,2	0,5	1,1	1,5	0,0	0,8	1,3	-0,8	0,1	0,1	0,3	0,1	0,2	0,4	0,4	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3
Consommation publique a/a, t/t, %	1,6	0,7	1,2	0,7	0,4	-0,1	-0,1	0,6	-0,4	0,3	0,6	0,6	0,1	0,1	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
Investissement a/a, t/t, %	2,6	1,4	1,3	2,0	-0,8	0,5	1,3	0,0	0,3	0,2	0,0	1,0	0,1	0,2	0,4	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
Variation des stocks contribution au PIB, pp	0,4	-0,4	-0,2	0,0	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,5	0,5	-0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exportations nettes contribution au PIB, pp	0,0	0,2	-0,2	0,1	0,7	0,1	-0,5	0,4	0,5	-0,6	0,1	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Exportations a/a, t/t, %	7,3	-0,9	1,5	2,4	1,5	1,9	1,3	-0,2	-0,5	-1,1	-1,2	0,0	0,5	0,9	1,3	1,9	0,4	-0,1	-0,3	-0,8
Importations a/a, t/t, %	8,0	-1,4	2,0	2,4	0,1	1,9	2,4	-1,1	-1,6	-0,1	-1,4	0,6	0,3	0,9	1,4	2,2	0,4	-0,2	-0,5	-1,0
Inflation a/a, t/t, %	8,4	5,4	2,6	2,1	6,1	8,0	9,3	10,0	8,0	6,2	5,0	2,7	2,7	2,7	2,4	2,6	2,3	2,1	2,0	2,1
Inflation sous-jacente a/a, t/t, %	3,9	4,9	2,7	2,1	2,6	3,7	4,4	5,1	5,5	5,5	5,1	3,7	3,1	2,6	2,5	2,6	2,3	2,1	2,0	2,0
Taux de chômage %	6,7	6,5	6,7	6,5	6,8	6,7	6,7	6,6	6,6	6,5	6,5	6,5	6,7	6,7	6,6	6,6	6,6	6,6	6,5	6,4
Solde courant % du PIB	-0,8	1,8	1,4	1,6	0,3	-1,2	-3,1	0,8	0,9	1,9	2,1	2,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,6	1,6	1,6	1,6
Solde budgétaire % du PIB	-3,7	-4,0	-3,1	-2,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dettes publiques % du PIB	94,9	92,8	92,7	92,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Dernières observations : T4 2023

Sources : Eurostat, calculs et prévisions Crédit Agricole S.A./ECO

# LE SCÉNARIO EN CHIFFRES

	Taux trimestriel (t/t, %)												Taux annuel (a/a, %)			
	2023				2024				2025				2022	2023	2024	2025
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<b>Zone euro</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>3,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>1,5</b>
Allemagne	0,1	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,1	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	1,9	-0,1	0,1	1,1
France	0,0	0,6	0,0	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,4	2,5	0,9	0,9	1,3
Italie	0,5	-0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,1	0,4	0,1	0,2	4,1	1,0	0,8	0,9
Espagne	0,5	0,5	0,4	0,6	0,4	0,4	0,6	0,5	0,6	0,5	0,4	0,2	5,8	2,5	1,9	2,0
Pays-Bas	-0,5	-0,4	-0,2	0,4	0,3	0,2	0,2	0,3	0,2	0,3	0,3	0,4	4,4	0,2	0,7	1,1
Belgique	0,4	0,3	0,4	0,3	0,3	0,2	0,3	0,4	0,4	0,2	0,2	0,4	3,0	1,5	1,3	1,3
Irlande	-3,4	-0,1	-2,5	-3,4	1,3	1,3	1,5	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7	9,6	-3,3	-0,5	6,4
Portugal	1,5	0,1	-0,2	0,8	0,2	0,4	0,9	0,6	0,5	0,6	0,4	0,3	6,8	2,3	1,6	2,2
Grèce	0,0	1,1	-0,1	0,2	0,4	0,6	1,1	0,6	0,5	0,5	0,3	0,2	5,7	2,0	1,9	2,3
Finlande	-0,1	0,4	-1,1	-0,7	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4	1,3	-0,9	-0,2	1,5
Luxembourg	0,6	0,2	-1,4	0,0	0,4	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,6	1,4	-1,1	0,7	2,3
Autriche	0,1	-1,1	-0,5	0,2	0,4	0,6	0,6	0,5	0,2	0,2	0,3	0,3	4,8	-0,7	0,9	1,3
Slovénie	0,3	1,1	0,0	1,1	0,6	0,8	0,7	0,6	0,3	0,3	0,6	0,6	2,9	1,9	2,9	2,1
Malte	0,9	0,8	2,3	0,3	0,5	0,6	0,6	0,7	0,3	0,7	1,1	0,9	8,1	5,6	2,9	2,5

Dernières observations : T4 2023

Sources : Eurostat, calculs et prévisions Crédit Agricole S.A./ECO

# CONSULTEZ NOS DERNIÈRES PARUTIONS EN ACCÈS LIBRE SUR INTERNET

Date	Titre	Thème
26/04/2024	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
27/04/2024	<a href="#">Soudan – Un an après le déclenchement du conflit, l'économie est au point mort</a>	Afrique sub-saharienne
28/04/2024	<a href="#">L'Observatoire financier des entreprises agroalimentaires – Viandes</a>	Agroalimentaire
25/04/2024	<a href="#">Une intrigante croissance chinoise</a>	Asie
19/04/2024	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
18/04/2024	<a href="#">Afrique sub-saharienne – Une reprise économique fragile et des défis en suspens</a>	Afrique sub-saharienne
17/04/2024	<a href="#">Hong Kong – Un pas de plus vers la Chine</a>	Asie
17/04/2024	<a href="#">Fintech Outlook   Premier trimestre 2024 – À la croisée des chemins</a>	Fintech
16/04/2024	<a href="#">Italie – Scénario 2024-2025 : 2024, alea jacta est</a>	Italie
16/04/2024	<a href="#">Royaume-Uni – Scénario 2024-2025 : début d'un cycle de croissance molle</a>	Royaume-Uni
16/04/2024	<a href="#">Italie – Scénario 2024-2025 : 2024, alea jacta est</a>	Italie
16/04/2024	<a href="#">France – Une moindre hausse du taux d'intérêt moyen sur la dette des entreprises qu'en zone euro</a>	France
12/04/2024	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
11/04/2024	<a href="#">Espagne – Les prix de l'immobilier résistent en 2023</a>	Zone euro
11/04/2024	<a href="#">France – Scénario 2024-2025 : la reprise à l'horizon</a>	France
10/04/2024	<a href="#">Royaume-Uni – Le marché immobilier voit le bout du tunnel</a>	Royaume-Uni
10/04/2024	<a href="#">Espagne – Scénario 2024-2025 : résilience de l'activité</a>	Zone euro
10/04/2024	<a href="#">Géo-économie – Tensions et recompositions</a>	Géo-économie
09/04/2024	<a href="#">Zone euro : l'inflation clôt le trimestre sur une baisse</a>	Zone euro
05/04/2024	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
05/04/2024	<a href="#">Monde – Scénario macro-économique 2024-2025 : normalisation(s) ?</a>	Monde, scénario
05/04/2024	<a href="#">Dérapage des finances publiques en France, une incidence à long terme</a>	France
04/04/2024	<a href="#">Sénégal – Bassirou Diomaye Faye élu, le choix de la rupture</a>	Afrique sub-saharienne
03/04/2024	<a href="#">Espagne – Les carburants et l'électricité soutiennent l'inflation de mars</a>	Zone euro

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 :** 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.