



ZONE EURO SCÉNARIO 2024-2025

UN RECALIBRAGE DES RISQUES

Octobre 2024

Paola MONPERRUS-VERONI

AGIR CHAQUE JOUR DANS VOTRE INTÉRÊT
ET CELUI DE LA SOCIÉTÉ



ÉTUDES ÉCONOMIQUES GROUPE

SOMMAIRE

1 | **Un recalibrage des risques**

2 **Le scénario en bref**

3 **Dernières évolutions conjoncturelles**

4 **Ménages**

5 **Entreprises**

6 **Politique économique**

7 **Risques**

8 **Le scénario en chiffres**

UN RECALIBRAGE DES RISQUES

Les points-clés du scénario

- ▲ La situation économique et financière des agents privés demeure solide
- ▲ Un potentiel de rattrapage de la consommation pas encore épuisé
- ▲ Plusieurs facteurs plaident pour une baisse modérée du taux d'épargne
- ▲ Une politique monétaire moins restrictive

- ▼ Ralentissement de la croissance des deux principales zones partenaires
- ▼ Affaiblissement marqué de l'activité manufacturière
- ▼ Un recalibrage des risques avec un risque baissier sur la croissance excédant le risque haussier sur l'inflation
- ▼ Une politique budgétaire plus restrictive

	2022	2023	2024	2025
PIB (a/a, %)	3,4	0,5	0,8	1,3
Demande intérieure (contribution au PIB, pp)	3,4	0,9	0,2	1,0
Variation des stocks (contribution au PIB, pp)	0,1	-0,5	-0,6	-0,1
Exportations nettes (contribution au PIB, pp)	0,0	0,1	1,2	0,4
Consommation des ménages (a/a, %)	4,9	0,8	0,7	1,2
Investissement (a/a, %)	2,1	1,1	-2,6	0,9
Inflation (a/a, %)	8,4	5,4	2,3	1,9
Taux de chômage (%)	6,8	6,6	6,5	6,4
Solde budgétaire (% du PIB)	-3,8	-3,7	-3,2	-2,8

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

Notre « narration », construite autour d'une reprise tirée par la demande intérieure et notamment par la consommation privée, est mise à l'épreuve. Les réalisations du premier semestre 2024 n'ont pas apporté la confirmation de ce scénario. Si les fondamentaux d'une reprise du pouvoir d'achat des ménages sont toujours validés, l'arbitrage des ménages continue de s'opérer en faveur d'une hausse du taux d'épargne au détriment de la consommation.

En l'absence du moteur des dépenses privées, la faiblesse de l'activité limite le potentiel de redressement de la productivité et les gains attendus de rentabilité, contraignant les perspectives de renforcement de l'investissement productif. **Le redressement de la demande intérieure est reporté mais se matérialiserait à un rythme plus modéré que celui précédemment anticipé.** Le scénario qui se dessine bénéficie donc encore en 2024 d'effets d'acquis positifs (+0,5% au deuxième trimestre), mais inscrit la trajectoire de croissance sur un rythme inférieur au potentiel.

Nous prévoyons une croissance du PIB à 0,8% en 2024 et à 1,3% en 2025. Le processus désinflationniste se poursuivrait avec une inflation inférieure à la cible de la BCE en 2025 (1,9%, après 2,3% en 2024).

LE SCÉNARIO EN BREF

UNE REPRISE OUI, MAIS PAS LÀ OÙ ELLE ÉTAIT ATTENDUE

Notre « narration », construite autour d'une reprise tirée par la demande intérieure et notamment par la consommation privée, est mise à l'épreuve. Les réalisations du premier semestre 2024 n'ont pas apporté la confirmation de ce scénario. Si les fondamentaux d'une reprise du pouvoir d'achat des ménages sont toujours validés, l'arbitrage des ménages continue de s'opérer en faveur d'une hausse du taux d'épargne au détriment de la consommation.

En l'absence du moteur des dépenses privées, la faiblesse de l'activité limite le potentiel de redressement de la productivité et les gains attendus de rentabilité, contraignant les perspectives de renforcement de l'investissement productif. **Le redressement de la demande intérieure est reporté, mais se matérialiserait à un rythme plus modéré que celui précédemment anticipé.** Le scénario qui se dessine bénéficie donc encore en 2024 d'effets d'acquis positifs (+0,5% au deuxième trimestre), mais inscrit la trajectoire de croissance sur un rythme inférieur au potentiel. **Nous prévoyons une croissance du PIB à 0,8% en 2024 et à 1,3% en 2025. Le processus désinflationniste se poursuivrait avec une inflation inférieure à la cible de la BCE en 2025 (1,9%, après 2,3% en 2024).**

Si la situation économique et financière des agents privés demeure solide et le marché de l'emploi résilient, le ralentissement marqué de l'activité manufacturière est un facteur de risque pour la croissance. Si l'emploi manufacturier et dans la construction ont moins ralenti que dans les services marchands et gardent un rythme encore positif au T2, l'affaiblissement de l'activité présente un risque pour les perspectives d'emploi du secteur. Nous retenons l'hypothèse d'une faible remontée du taux de chômage fondée sur des enquêtes qui indiquent une rétention d'emploi par

les entreprises supérieure à la moyenne de long terme, notamment dans l'industrie. La normalisation de la croissance de la population active y contribuerait aussi. Le taux de chômage remonterait légèrement en fin d'année 2024, pour redescendre et s'établir à 6,4% en moyenne annuelle en 2025, après 6,5% en 2024.

Au cours des prochains trimestres, les baisses anticipées des taux directeurs et la poursuite de la diminution du taux sur les nouveaux prêts devraient atténuer la perte de pouvoir d'achat immobilier et diminuer l'épargne nécessaire pour compenser ces pertes. Grâce à la poursuite de la progression des revenus réels et à la reconstitution de la richesse réelle, favorisées par la baisse de l'inflation, **la consommation des ménages marquerait ainsi une accélération début 2025 pour retrouver un rythme d'expansion plus soutenu à +1,2% en moyenne annuelle en 2025, après +0,7% en 2024.**

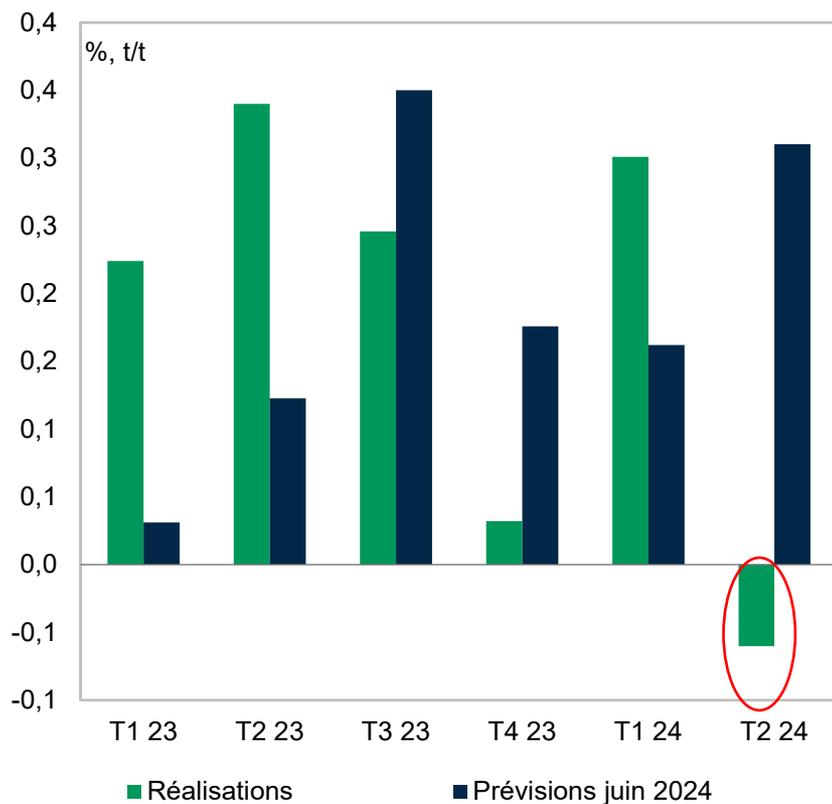
La prévision sur l'investissement est assortie de plus d'incertitude ; elle **table** cependant aussi **sur une reprise fin 2024 autorisant une croissance positive en 2025 à +0,9%, après -2,6% en 2024 grâce à la détente progressive des conditions de financement, à une demande européenne un peu plus dynamique et à une moindre pression des coûts salariaux unitaires sur les marges.**

Dans un contexte de ralentissement de la croissance des deux principales zones partenaires (États-Unis et Chine), **l'accélération de la croissance de la zone euro reposera principalement sur la redynamisation de sa demande intérieure.** Nous avons opéré un recalibrage des risques avec **un risque baissier sur la croissance excédant le risque haussier sur l'inflation.**

LE SCÉNARIO EN BREF

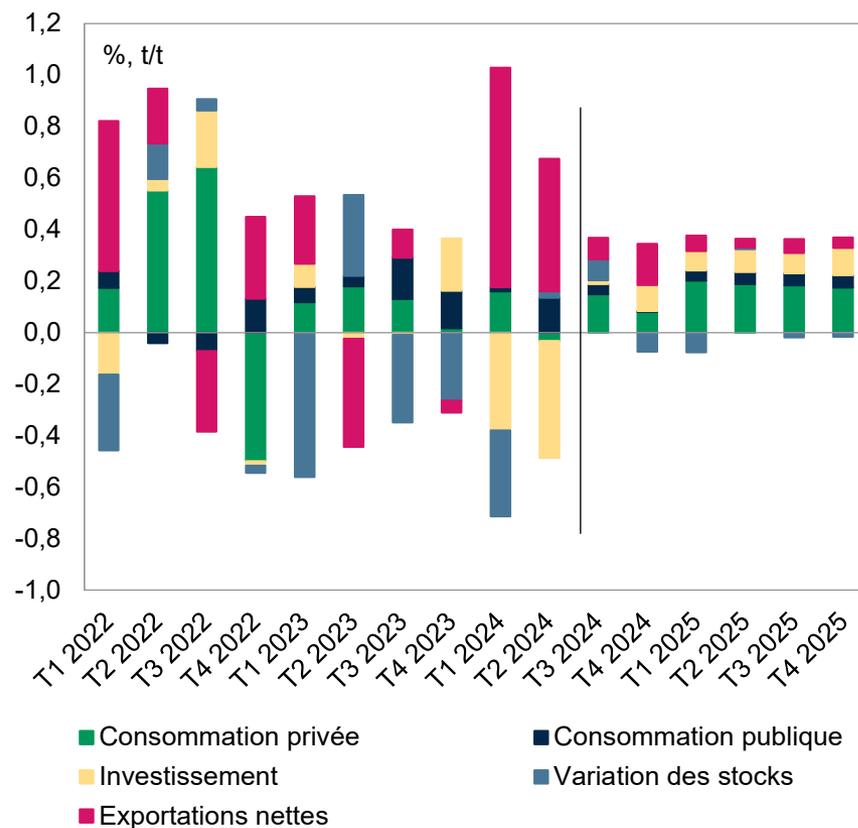
UNE REPRISE OUI, MAIS PAS LÀ OÙ ELLE ÉTAIT ATTENDUE

Consommation des ménages



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

Contributions à la croissance du PIB



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

INTRODUCTION

LE CONTEXTE INTERNATIONAL

Dans un contexte de ralentissement de la croissance des deux principales zones partenaires (États-Unis et Chine), l'accélération de la croissance de la zone euro reposera principalement sur la redynamisation de sa demande intérieure. Aux États-Unis nous anticipons un net fléchissement de la croissance situé vers la fin de l'année sans toutefois désormais dégénérer en récession. La croissance atteindrait 2,5% en 2024, un rythme identique à celui de 2023, pour se tasser ensuite vers 1,3% en 2025. L'inflation totale se situerait en moyenne autour de 2,9% en 2024, puis à 2,2% en 2025. En Chine, le plan de relance pour redynamiser une économie dont les ressorts sont détendus permettrait d'atteindre une croissance à 4,7% en 2024 et 4,2% en 2025. Malgré la faiblesse de la demande, un contrôle de l'offre devrait permettre au marché pétrolier de retrouver progressivement un équilibre avec des prix à 80 dollars le baril.

Le processus d'assouplissement monétaire se poursuivrait donc. Aux États-Unis, la baisse cumulée atteindrait 100 points de base

en 2024 puis, de nouveau, 100 points de base en 2025. Le taux passerait ainsi de 4,5% fin 2024 à 3,5% au troisième trimestre 2025. La BCE maintiendrait le rythme de baisse initié en juin et septembre : une baisse de taux par trimestre, par pas de 25 points de base jusqu'à atteindre, en septembre 2025, un niveau à 2,50% pour le taux de dépôt. Un mouvement puissant de repli des taux d'intérêt a déjà pris place et le potentiel de baisse supplémentaire est limité. Aux États-Unis, les taux à dix ans atteindraient 3,80% fin 2024, puis 3,60% fin 2025. Dans la zone euro, le rendement du Bund avoisinerait 2,15% fin 2024, puis 2,30% fin 2025. hors choc supplémentaire l'écart OAT-Bund se maintiendrait à 80 points de base. Nous maintenons à court terme nos perspectives de dépréciation de l'euro face au dollar. Nos prévisions à trois et six mois sont cependant moins baissières qu'elles ne l'étaient avec un €/ \$ qui passe de 1,08 fin 2024 à 1,12 fin 2025.

Hypothèses de cadrage internationales

	2023	2024	2025	2023				2024				2025			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB monde (a/a, t/t, %)	3,3	3,0	2,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PIB États-Unis (a/a, t/t, annualisé, %)	2,5	2,5	1,3	2,8	2,5	4,4	3,2	1,6	3,0	1,7	0,5	0,8	1,4	1,7	2,0
PIB zone euro (a/a, t/t, %)	0,5	0,8	1,3	0,5	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,4	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4
PIB Chine (a/a, t/t, %)	5,2	4,7	4,2	1,8	0,8	1,5	1,2	1,6	0,6	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0
Taux de dépôt BCE (fin de période, %)	4,00	3,25	2,50	3,00	3,50	4,00	4,00	4,00	3,75	3,50	3,25	3,00	2,75	2,50	2,50
Taux des fonds Réserve fédérale (fin de période, %)	5,50	4,50	3,50	5,00	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,00	4,50	4,00	3,75	3,50	3,50
Taux de change (moyenne, EUR/USD)	1,08	1,09	1,10	1,07	1,09	1,09	1,08	1,09	1,08	1,10	1,08	1,08	1,09	1,10	1,12
Brent (moyenne, USD/baril)	82,2	80,9	80,5	82,2	77,9	85,9	83,0	81,9	85,0	78,9	78,0	75,0	80,0	82,0	85,0

Sources : BAE, BCE, Eurostat, FMI, Refinitiv, Réserve fédérale, Crédit Agricole SA / ECO

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

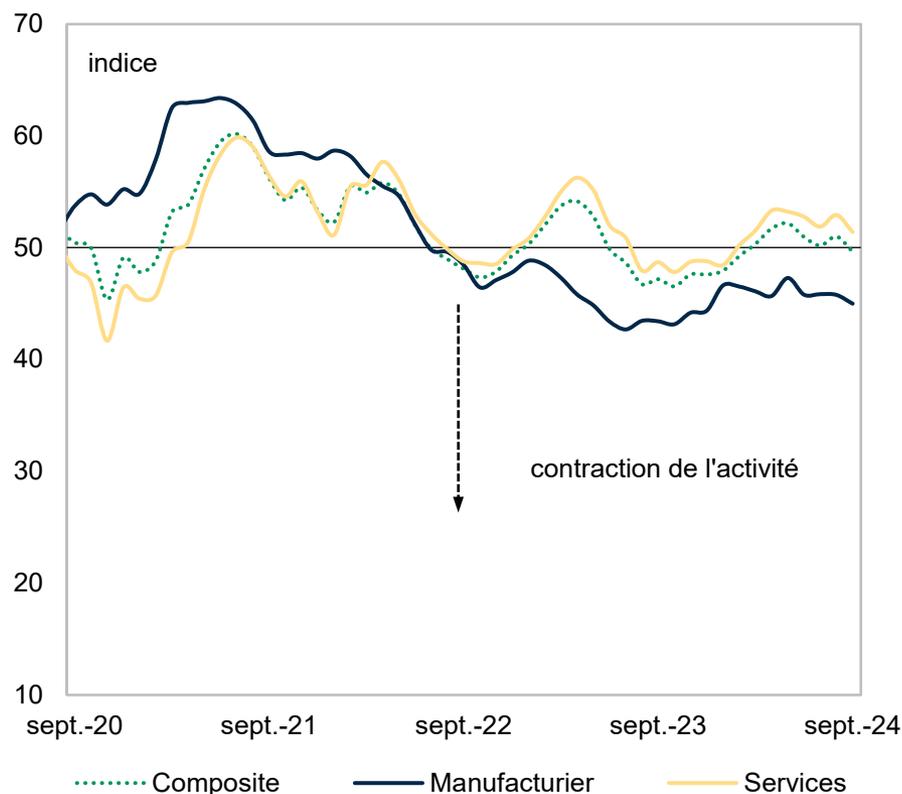
LES DÉBOIRES DE L'INDUSTRIE AFFAIBLISSENT L'ACTIVITÉ DE LA ZONE

L'activité dans l'industrie était encore en léger repli au T2 2024, un repli toutefois compensé par le rythme de progression positif de la valeur ajoutée dans les services (+0,2% sur le trimestre pour les services marchands, +0,1% pour les services non marchands). Or, ce rythme est en voie d'affaiblissement et risque de ne plus pouvoir compenser longtemps les déboires de l'industrie, s'ils persistent. La croissance de l'emploi (+0,2%) reste plus soutenue que celle de l'activité et la baisse de la productivité, en cours depuis la fin 2022, se poursuit au deuxième trimestre.

La forte baisse de 2,1 points de l'indice PMI de la zone euro de septembre, à 48,9 seulement, est pour moitié due à la France, reflétant les retombées *post-JO* et une possible sous-évaluation qui pourrait s'inverser en octobre. Le reste de la région a sensiblement ralenti. L'Allemagne ressort comme le maillon le plus faible, mais son PMI a déjà signalé une contraction modeste au cours des deux-trois dernières années, sans que cela n'entraîne une pause plus marquée dans l'économie.

Les enquêtes auprès des consommateurs ne signalent pas une reprise immédiate des dépenses des ménages, notamment en ce qui concerne les principaux achats et la baisse du taux d'épargne.

Indices PMI : contraction de l'activité À la fin du T3 2024



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

LES MÉNAGES

L'INFLATION HORS ZONE DE DANGER ET EN SOUTIEN AU POUVOIR D'ACHAT

Le processus de désinflation est bien entamé et devrait se poursuivre à l'horizon de la prévision. Nous prévoyons une inflation globale de la zone euro de 2,35% en 2024, 1,93% en 2025 et 1,79% en 2026. Nous prévoyons une inflation sous-jacente de 2,82% en 2024, 2,17% en 2025 et 1,91% en 2026. Si début 2023, la composante énergétique a commencé à contribuer négativement à l'inflation, au S2 2023 et S1 2024 ce sont les produits alimentaires et les biens de base qui sont revenus progressivement à leur trajectoire d'avant la pandémie. Le seul facteur qui continue d'alimenter l'inflation est l'inflation des services.

Nous avons été surpris par la baisse de la trajectoire des biens de base au cours des derniers mois. L'indice des biens de base hors vêtements s'établit même à 0,3% en glissement annuel, en septembre, en ligne avec les niveaux d'avant la pandémie. Celui des biens industriels hors énergie, à 0,4%, n'est guère plus élevé. L'inflation mondiale des biens de base devrait rester légèrement inférieure à sa tendance d'avant la pandémie au cours des prochains trimestres. Premièrement, une stratégie de croissance agressive tirée par les exportations de la Chine fait baisser ses prix à l'exportation. Deuxièmement, la normalisation des stocks qui a soutenu la désinflation des biens est encore en cours en Europe. Aussi, la crise des porte-conteneurs s'atténue un peu plus vite que prévu. Les coûts de transport maritime se sont effondrés un peu plus vite que prévu en raison d'une offre accrue de conteneurs, de la fin de la saison estivale chargée et d'une demande relativement modérée.

Avant la récente escalade des tensions entre Israël et l'Iran, les prix du pétrole brut étaient assez faibles, le pétrole brut Brent approchant 70-72 USD/baril, le niveau le plus bas en près de trois ans, car

l'Arabie saoudite envisageait une augmentation de sa production de brut et la demande mondiale n'était pas particulièrement forte. En une semaine, les prix du pétrole brut ont rebondi d'environ 10%, passant de 72 USD/ baril à 79 USD/ baril, ce qui n'est pas grand-chose, compte tenu de la situation géopolitique. Le rebond des prix du pétrole a mécaniquement poussé nos prévisions à la hausse pour les douze prochains mois, sans que cela ne modifie notre évaluation de la situation. Au-delà de la prise en compte de la volatilité des prix de l'énergie, la capacité d'approvisionnement importante parmi les membres de l'OPEP, notamment l'Arabie saoudite, la faible discipline concernant la réduction volontaire de l'offre chez les producteurs et le rôle des États-Unis en tant que premier producteur de pétrole, nous confortent dans cette vision.

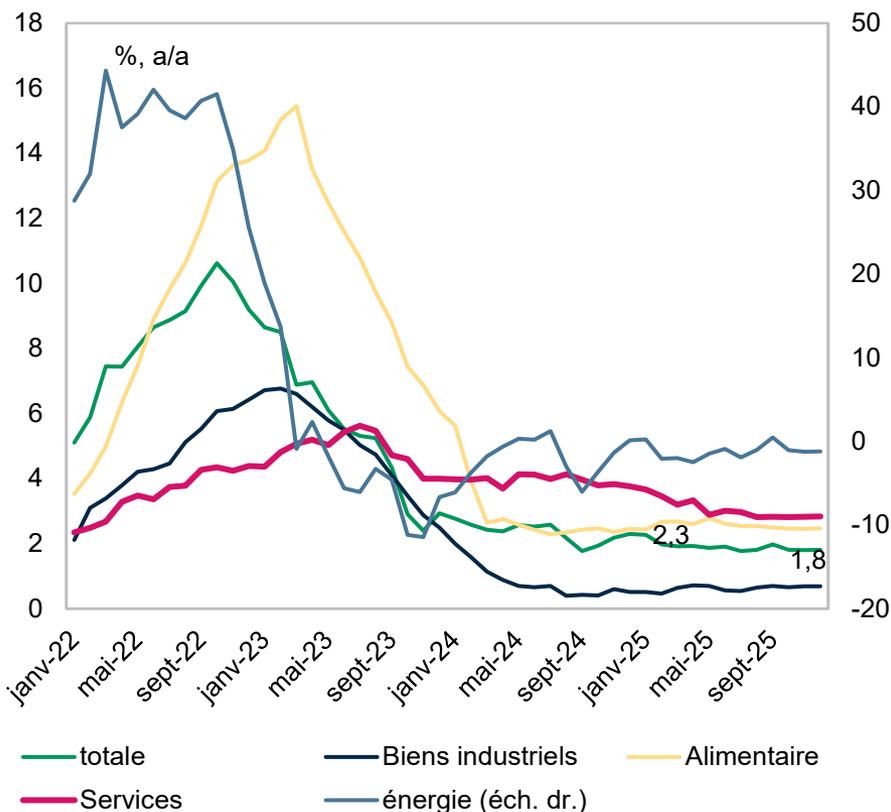
L'inflation des services est encore élevée. À 4% en septembre, elle devrait s'atténuer dans les prochains mois. Nous prévoyons qu'elle atteindra 3,8% d'ici la fin de l'année, avant de tomber sous les 3% d'ici la mi-2025. Le principal moteur serait la vague plus faible de réinitialisations (par exemple, assurance automobile, loyer) au début de l'année prochaine, mais aussi l'assouplissement progressif et continu des services à forte intensité de main-d'œuvre. La fin de la saison estivale et des Jeux olympiques devrait entraîner une baisse significative des prix liés au tourisme,

La décélération en cours des salaires se poursuivrait limitant ainsi l'inflation dans les services intenses en main d'œuvre. Par ailleurs, la désinflation limite le transfert sur les prix de vente de la croissance des coûts salariaux, en comprimant les marges. Les profits unitaires ne contribuent plus à l'inflation éloignant ainsi le risque d'une spirale prix-salaires.

LES MÉNAGES

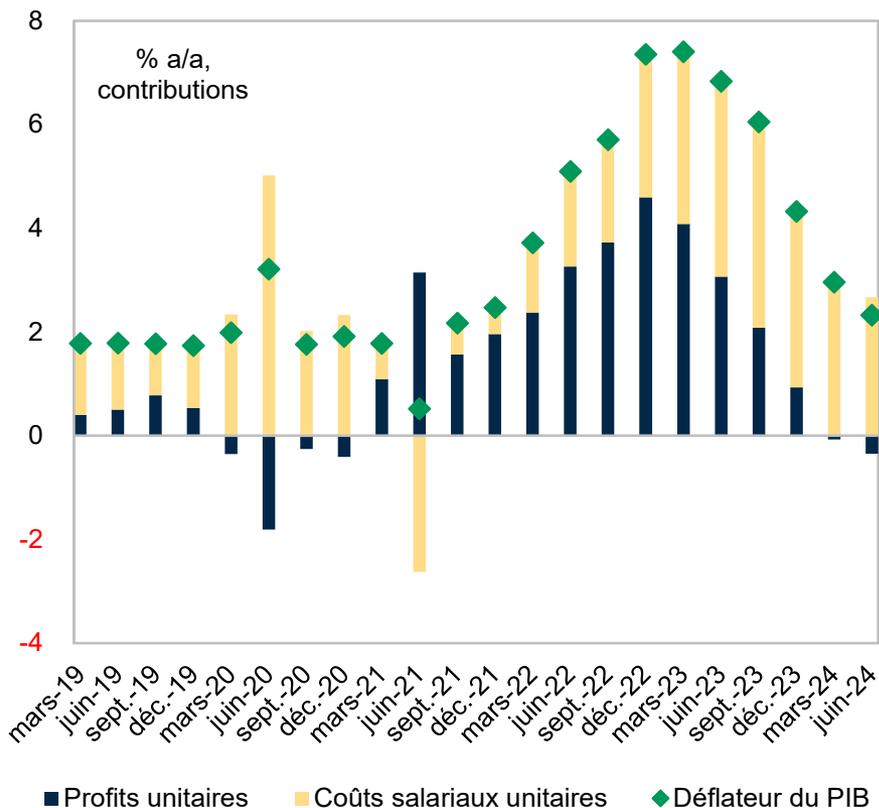
L'INFLATION HORS ZONE DE DANGER ET EN SOUTIEN AU POUVOIR D'ACHAT

L'inflation en baisse dans toutes ses composantes



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

Les profits ne contribuent plus à l'inflation



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



LES MÉNAGES

DES FONDAMENTAUX SOLIDES QUI NE SE TRADUISENT PAS PAR PLUS DE CONSOMMATION

Négative en Allemagne (-0,2%), à peine positive en France (+0,1%) et en Italie (+0,2%), la consommation privée a été un peu plus dynamique en Espagne (+0,3%) au deuxième trimestre. Globalement, sa déprime a inscrit le taux d'épargne de la zone euro sur une nouvelle hausse.

Pourtant, **le revenu disponible des ménages continue de progresser tant en termes nominaux (+4,8% sur un an) que réels (+3%). Il est porté par des créations d'emplois encore positives (+0,9% sur un an) et des heures travaillées encore en hausse (+1%),** bien qu'en ralentissement. Le salaire par tête se maintient sur un rythme de progression soutenu (4,3% sur un an), bien qu'en voie d'affaiblissement, notamment dans le secteur de la construction. Il demeure dynamique dans les services.

Les revenus du capital ont aussi fortement progressé depuis 2022 pour l'excédent d'exploitation des ménages et depuis 2021 pour les revenus de la propriété. Pour le premier, l'effet positif de l'inflation sur les loyers imputée a fortement joué. Pour les seconds, c'est la comptabilisation en comptabilité nationale des revenus d'intérêt au taux interbancaire, qui intègre immédiatement la hausse des taux directeurs dans les revenus des ménages, avant la remontée des taux sur les crédits et les dépôts. **Cette remontée des revenus de la propriété de nature « comptable » ne se retrouve pas entièrement dans les revenus effectifs des ménages. Leur revenu disponible est ainsi surestimé, ce qui peut expliquer le retard de la consommation par rapport au revenu disponible.**

En dépit de la remontée de l'épargne **l'investissement physique des ménages a continué de se dégrader. Il a baissé de 0,6% en valeur, faisant baisser le taux d'investissement à 9,2% au deuxième trimestre 2024.** Celui-ci reste néanmoins supérieur à sa moyenne pré-pandémique.

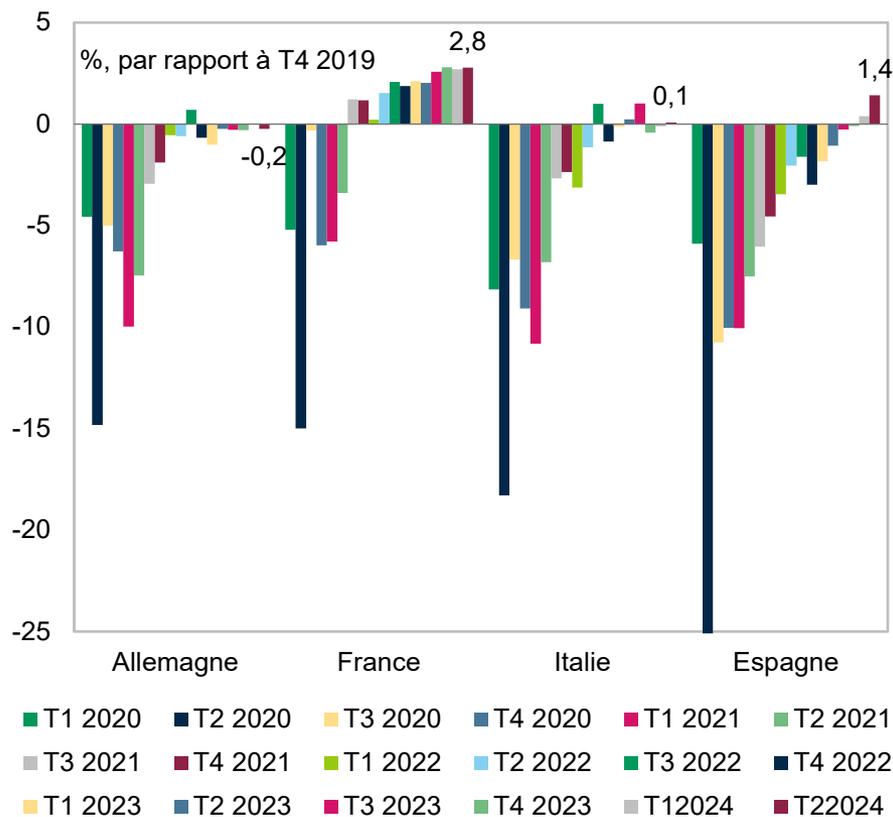
La capacité de financement des ménages poursuit sa remontée et continue d'alimenter la richesse financière. La réallocation vers des dépôts à plus long terme qui a suivi la remontée des taux d'intérêt est encore en cours, mais elle se fait à un moindre rythme. La baisse de l'encours passif s'interrompt au T2. Celui-ci progresse à un rythme inférieur à celui du revenu disponible, permettant aux ménages d'afficher **un taux d'endettement encore en baisse (52,4% contre 54,5% un an auparavant).** **Les crédits aux ménages ont progressé au rythme de 0,4% sur un an au T2, mais ce rythme s'est renforcé au cours de l'été (0,6% en août).** Cette croissance est freinée par les remboursements, tandis que la croissance des nouveaux prêts gagne en dynamisme.

Face à ces fondamentaux économiques et financiers solides des ménages, quel potentiel de rebond de la consommation? Les dépenses des ménages ont bien récupéré leur niveau d'avant la pandémie au printemps 2022, mais la montée de l'inflation ayant suivi la guerre en Ukraine en a affaibli le rythme depuis. Ainsi quatre ans et demi après le Covid, la consommation n'est que de 1,7% supérieure à son niveau d'avant la crise. La consommation de biens durables présente encore un potentiel de rebond en France, où elle a peu récupéré depuis le double choc (Covid et Ukraine). Celle en services est loin d'avoir achevé sa récupération en Allemagne et en Italie. Dans tous les pays, les dépenses en biens de consommation non durables sont celles qui ont le plus baissé, notamment depuis 2022. particulièrement affectées par la hausse des prix alimentaires et de l'énergie. Si la baisse de l'inflation de ces composantes peut redynamiser ce type de consommation, des ajustements structurels ont pu se produire, en particulier concernant la consommation d'énergie.

LES MÉNAGES

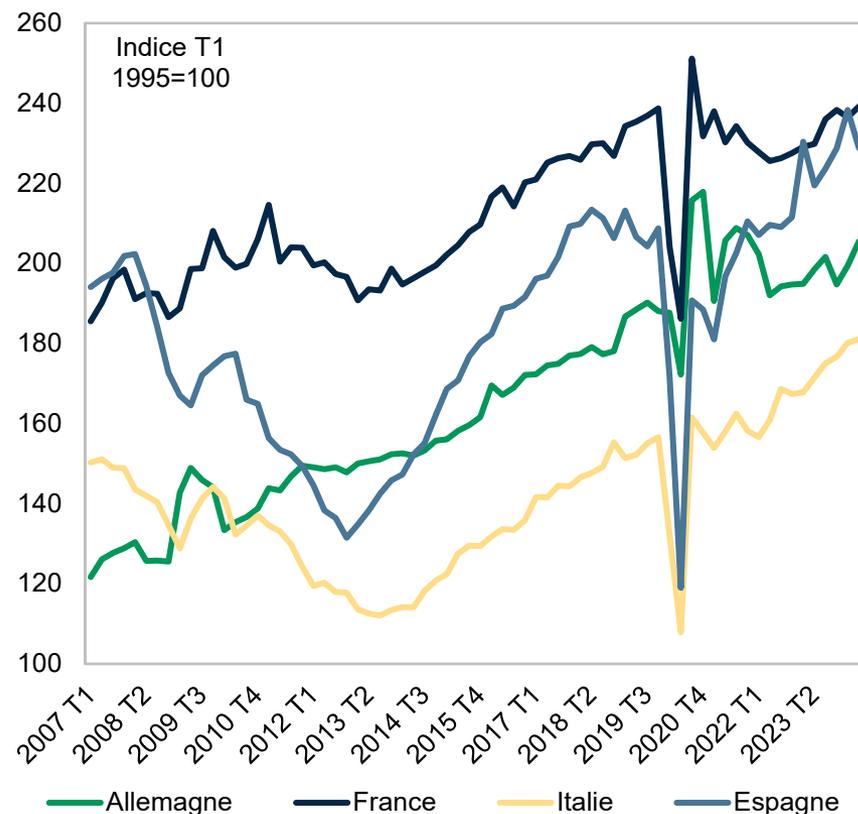
QUEL POTENTIEL DE REBOND POUR LA CONSOMMATION ?

Consommation des ménages : écart au niveau pré-crise



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

Consommation en biens durables

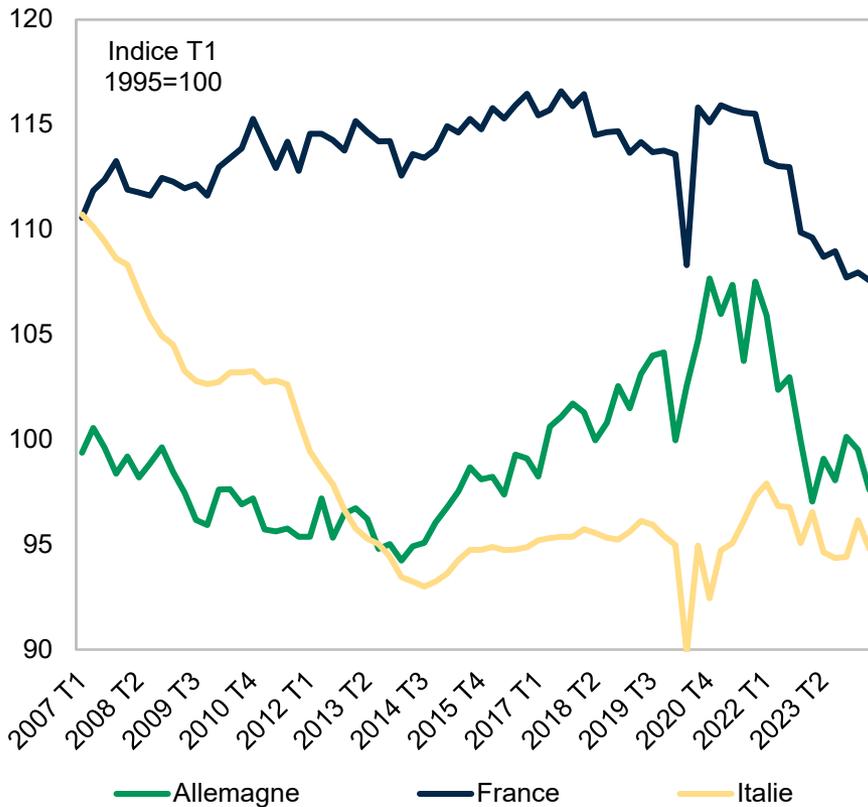


Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A./ECO

LES MÉNAGES

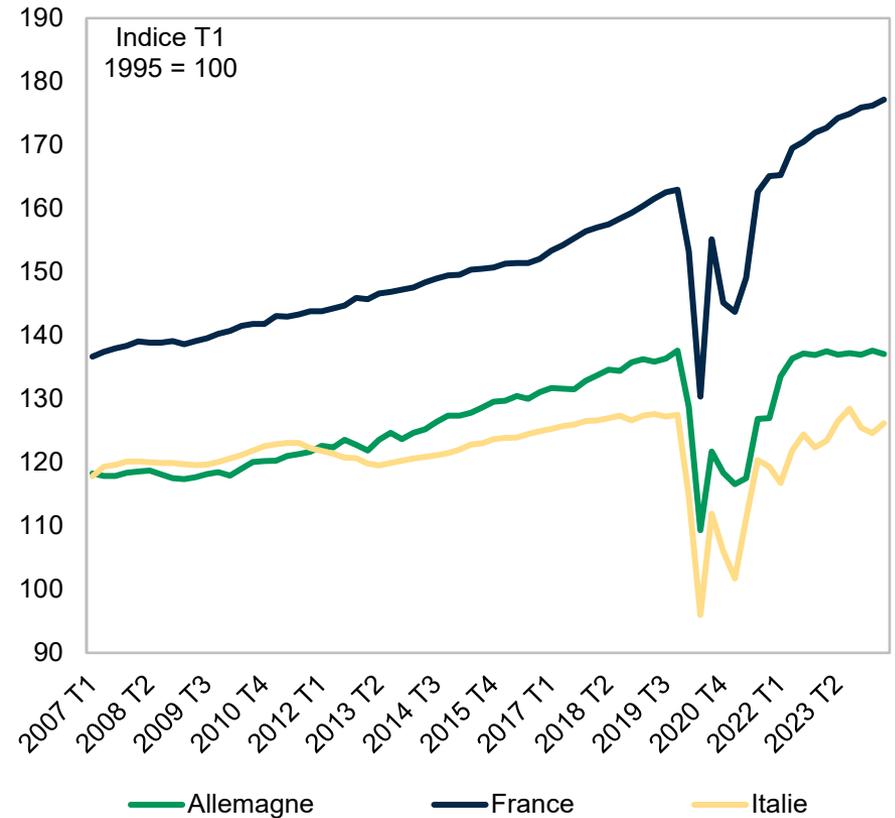
QUEL POTENTIEL DE REBOND POUR LA CONSOMMATION ?

Consommation en biens non durables



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

Consommation en services

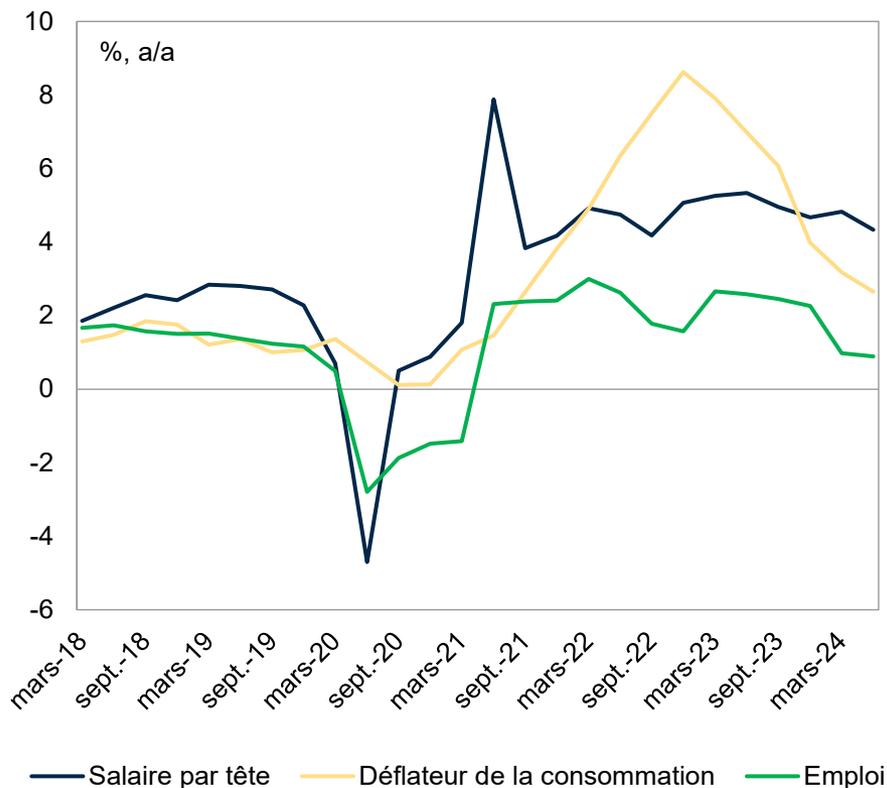


Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A./ECO

LES MÉNAGES

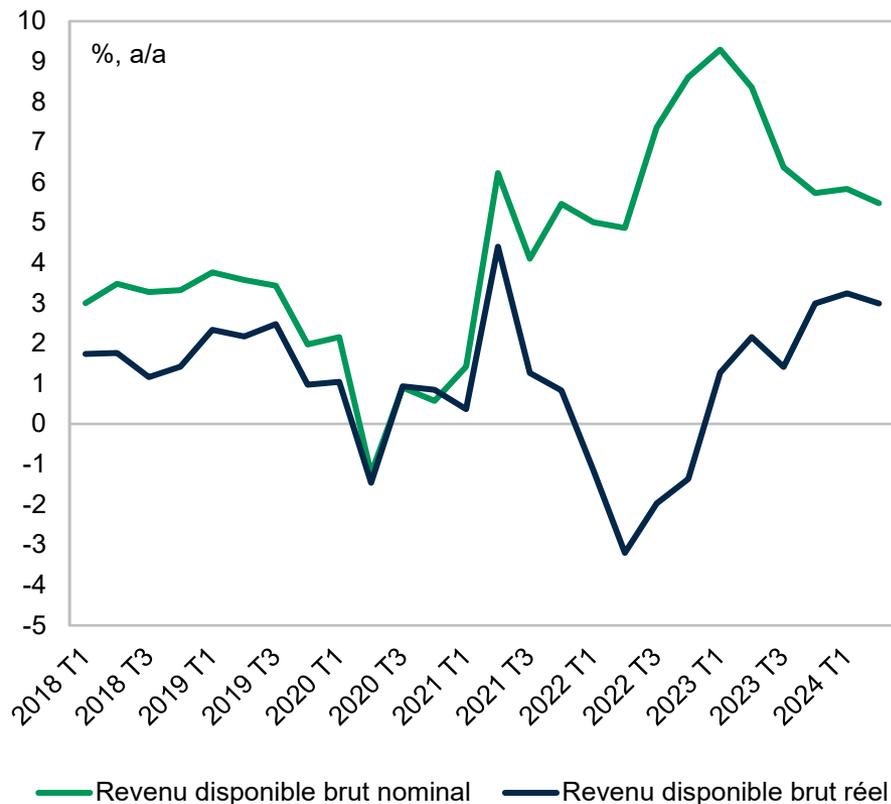
DES FONDAMENTAUX SOLIDES

Emploi et salaires réels soutiennent la croissance des revenus



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

Croissance des revenus réels

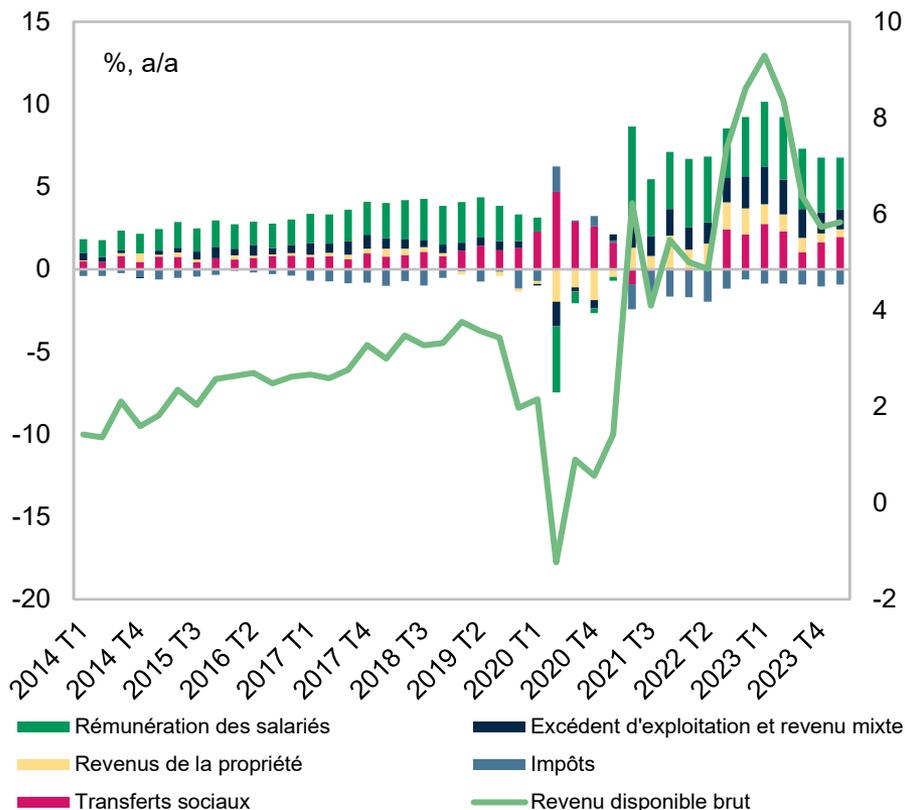


Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A./ECO

LES MÉNAGES

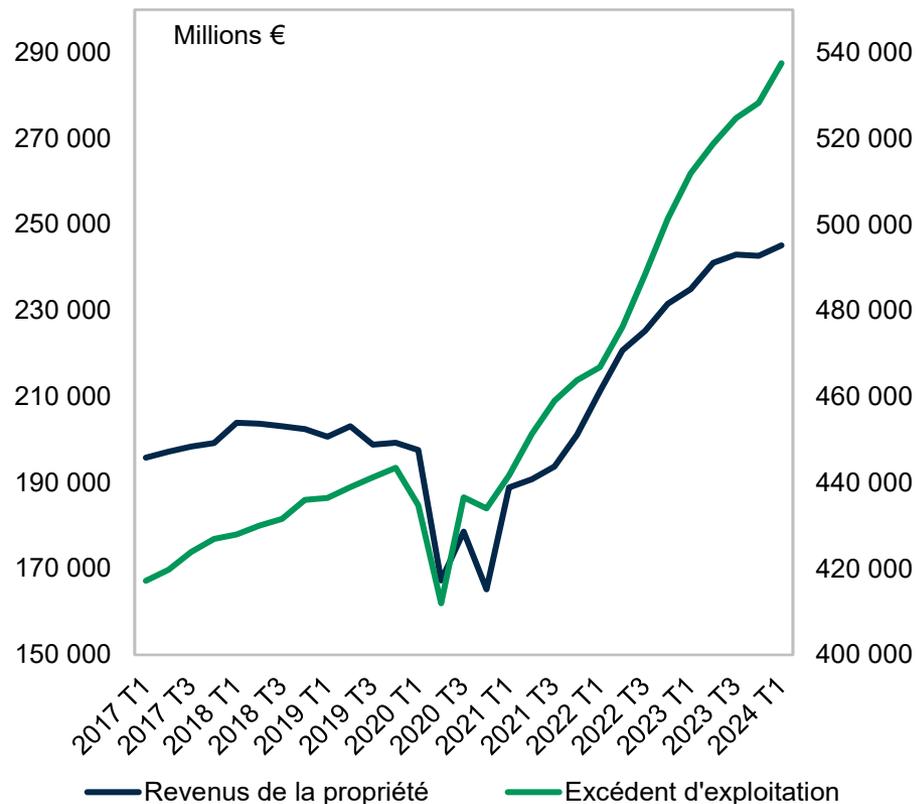
DES FACTEURS EXCEPTIONNELLS

Contributions à la croissance du revenu disponible



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

Les revenus du capital en forte hausse



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

LES MÉNAGES

ÉPARGNER OU NE PAS ÉPARGNER : TELLE EST LA QUESTION – QUATRE RÉPONSES

Le taux d'épargne est, reparti à la hausse dans toutes les grandes économies de la zone, malgré les gains réalisés par les revenus réels. Après avoir esquissé une érosion en 2022, l'épargne excédentaire cumulée après la pandémie a donc recommencé à croître. Le taux d'épargne se situe à 15,7% dans la zone euro, un niveau bien supérieur à sa moyenne pré-pandémique.

Quatre facteurs expliquent cet arbitrage favorable à l'épargne.

Tout d'abord, une **hausse de l'épargne de précaution** qui répond à l'incertitude : incertitude qui entoure certaines variables économiques victimes de chocs violents, notamment l'inflation, mais aussi l'environnement de politique économique, budgétaire et monétaire, sans oublier plus largement les nouvelles tendances géopolitiques.

Ensuite, une nécessité d'épargner davantage pour **reconstituer les encaisses réelles**, érodées par l'inflation, comme le montre le stock de richesse financière : ce dernier s'est réduit, en termes réels, depuis la fin 2021 et ne se redresse que depuis la fin 2023, retrouvant à peine son niveau d'avant la pandémie. Par ailleurs, cette érosion a été bien plus marquée pour les déciles inférieurs de la distribution de la richesse, pour lesquels la progression de la richesse nominale a été moindre que pour les déciles supérieurs.

Aussi, l'épargne accrue répond aussi au besoin de **reconstituer le pouvoir d'achat immobilier** qui a été réduit par des effets négatifs combinés à des prix et des taux d'intérêt, excédant les effets positifs liés au revenu. La croissance très faible des encours de crédit logement (encore négative en France et en Espagne) indique qu'une partie de cette épargne est utilisée pour des remboursements qui compensent la reprise des nouveaux crédits.

Enfin, la forte hausse du revenu disponible des ménages s'explique aussi par **la remontée des revenus de la propriété et de l'excédent d'exploitation**. Ces revenus sont **perçus par les ménages dans la partie haute de la distribution du revenu** qui se caractérisent par une moindre propension à consommer. Ces revenus sont donc plus probablement épargnés.

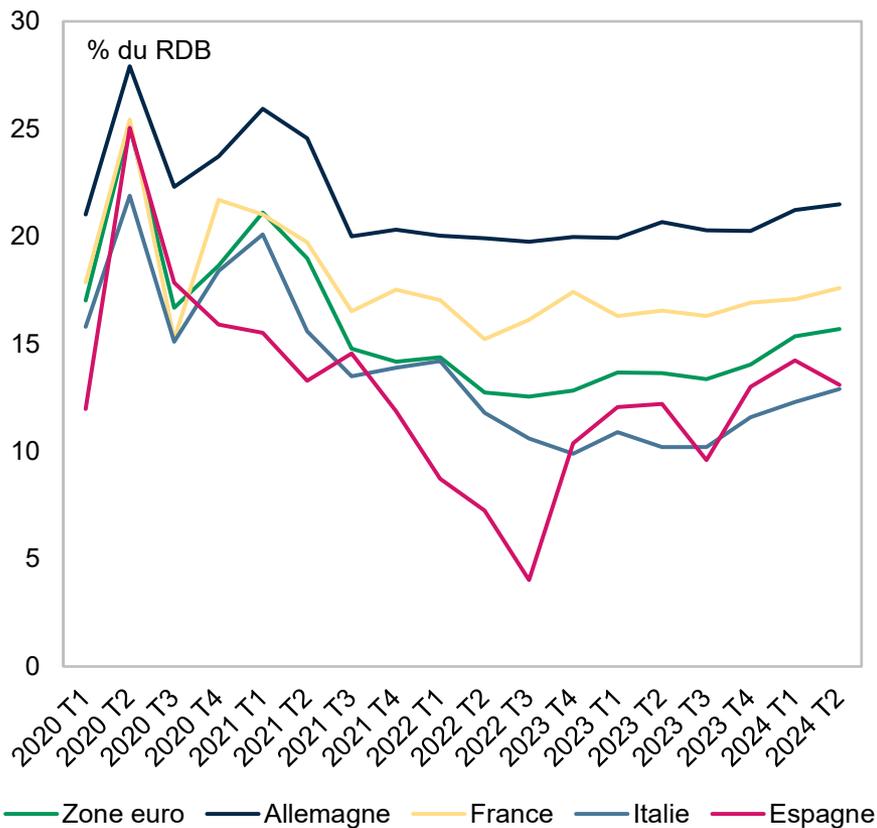
Au cours des prochains trimestres, les baisses anticipées des taux directeurs et la poursuite de la diminution du taux sur les nouveaux prêts devraient atténuer ce phénomène limiter la perte de pouvoir d'achat immobilier. La baisse des taux pourrait aussi faciliter la réallocation des actifs vers des produits plus liquides et disponibles pour la consommation. La baisse de l'inflation devrait aussi mettre fin à l'érosion de la richesse réelle et limiter l'épargne nécessaire à la reconstitution des encaisses réelles. Et surtout le processus avancé de désinflation devrait soutenir la confiance des ménages et limiter l'épargne de précaution. Cependant, l'affaiblissement du marché du travail pourrait compenser cet effet positif sur la confiance. D'autre part, nous n'attendons qu'une faible mobilisation de l'épargne excédentaire, cette dernière étant concentrée auprès des déciles hauts de la distribution, présentant une faible propension à consommer.

Ces facteurs nous conduisent à prévoir une accélération modeste de la consommation des ménages début 2025 qui retrouverait un rythme d'expansion un peu plus soutenu à +1,1% en moyenne annuelle en 2025, après +0,7% en 2024.

LES MÉNAGES

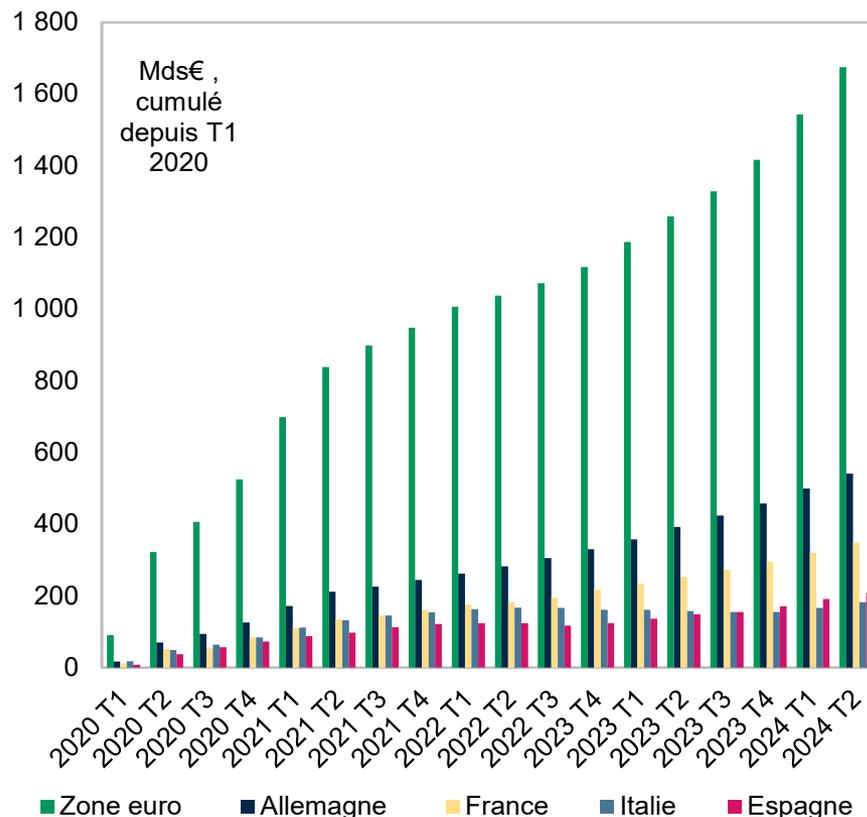
TAUX D'ÉPARGNE : EN HAUSSE

Taux d'épargne



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

Surplus d'épargne

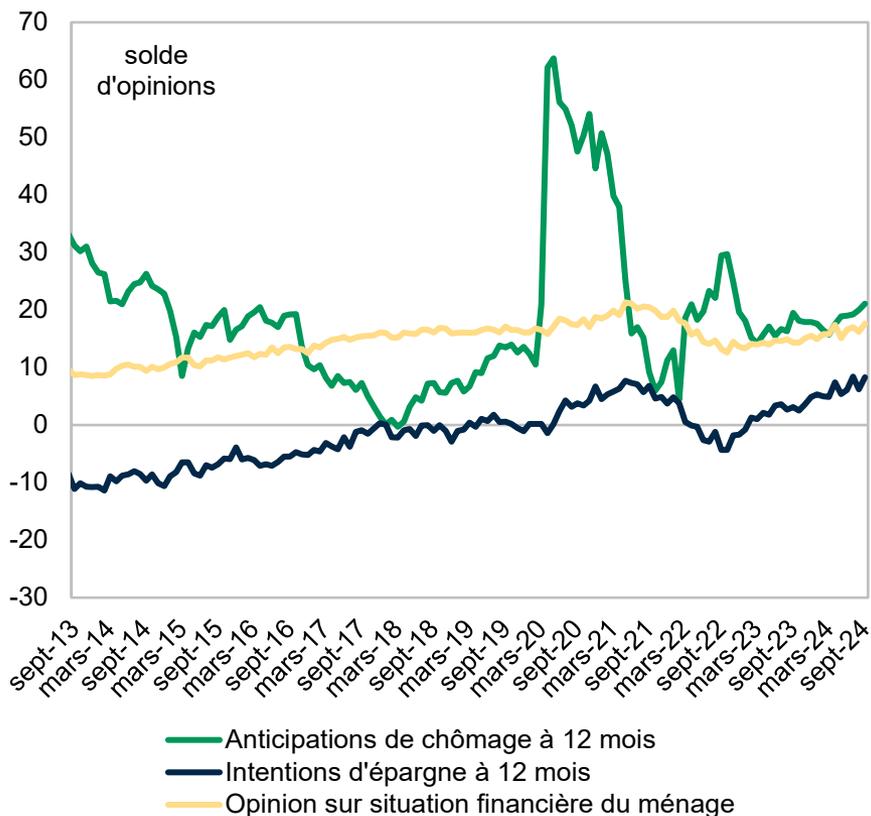


Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A./ECO

LES MÉNAGES

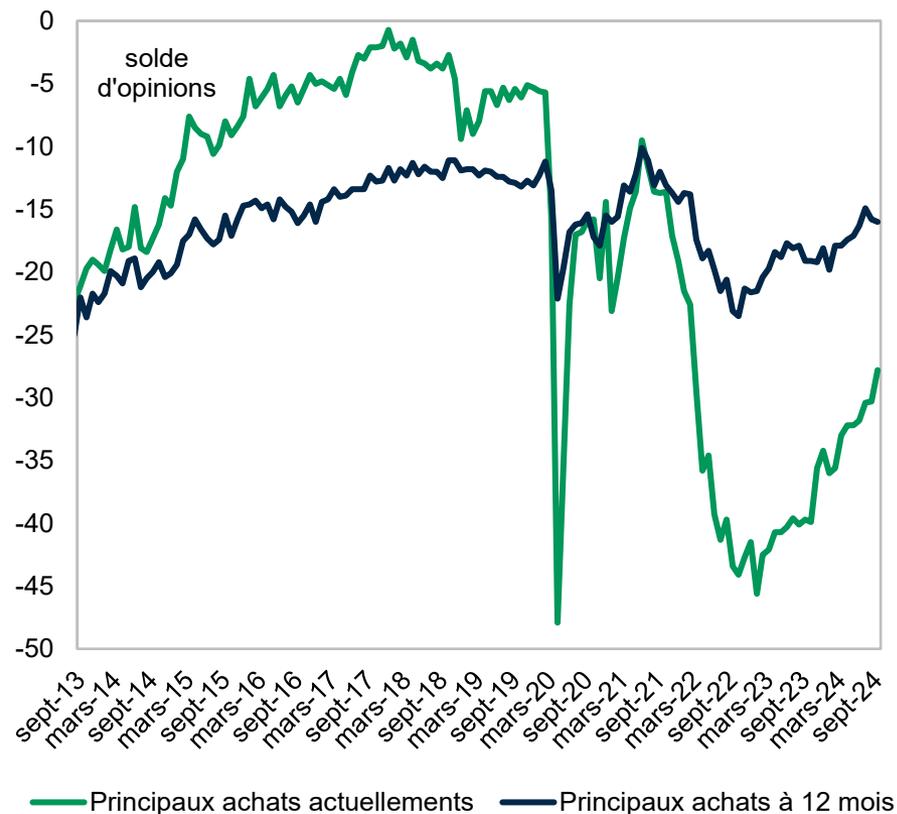
PAS DE DIRECTION CLAIRE DES ENQUÊTES

Pas de redressement à court terme de la propension à consommer



Sources : Commission européenne, Crédit Agricole S.A./ECO

Absence de direction claire des intentions d'achat

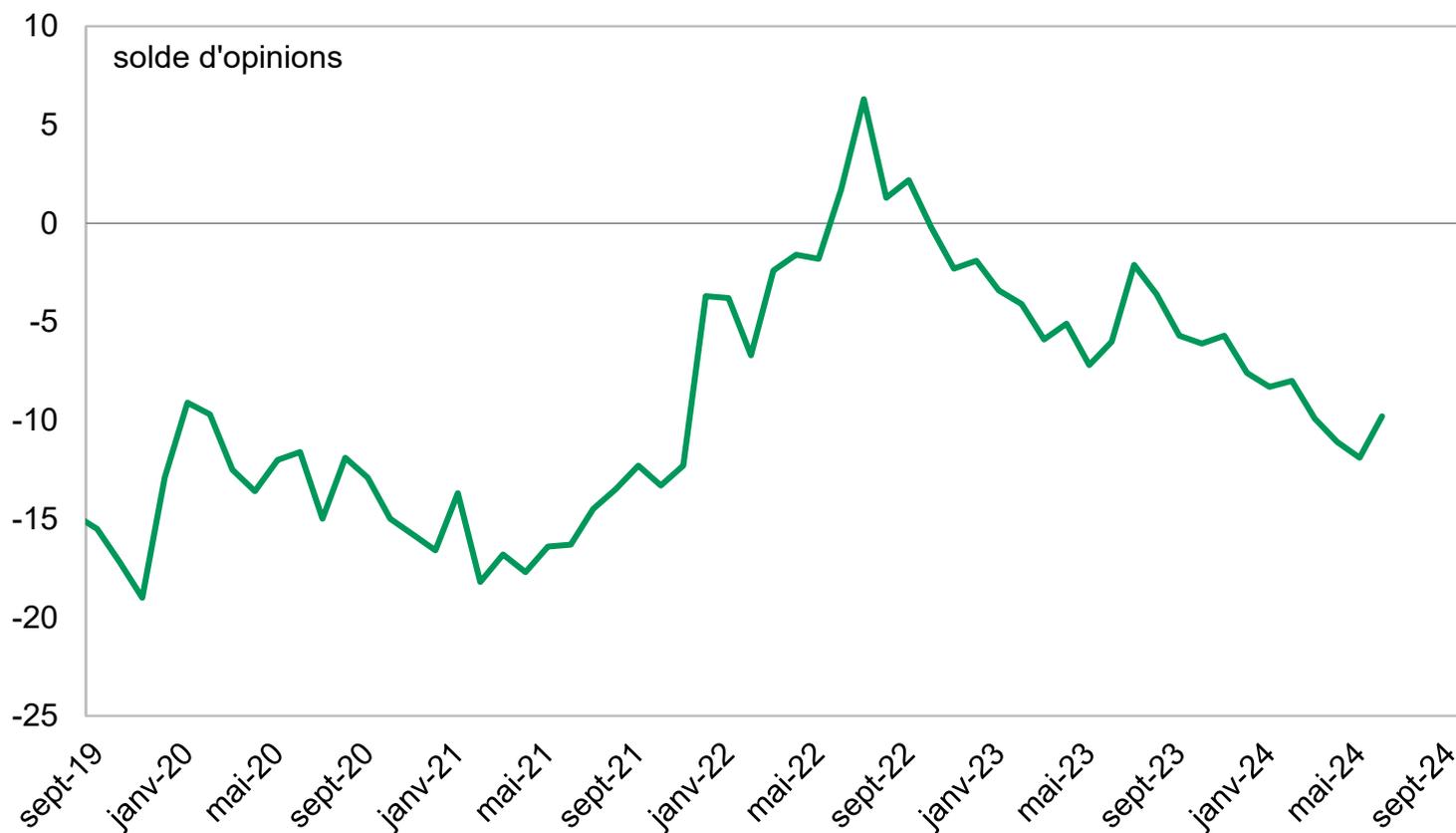


Sources : Commission européenne, Crédit Agricole S.A./ECO

LES MÉNAGES

L'ÉPARGNE DE PRÉCAUTION ALIMENTÉ PAR L'INCERTITUDE

Indice d'incertitude des ménages

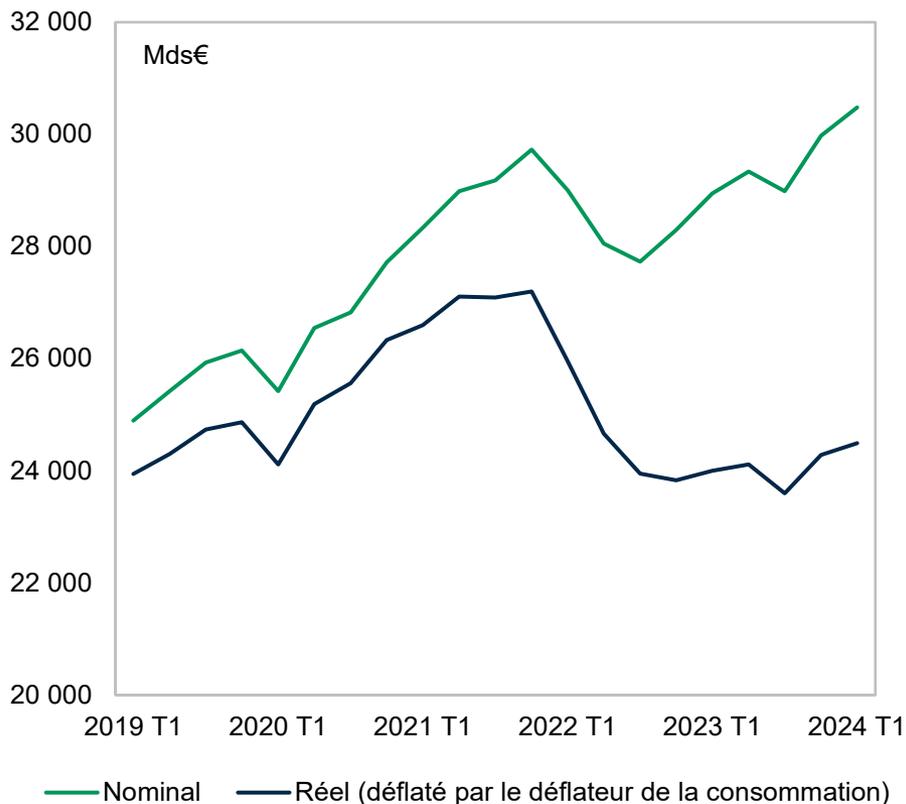


Sources : Commission européenne, Crédit Agricole S.A./ECO

LES MÉNAGES

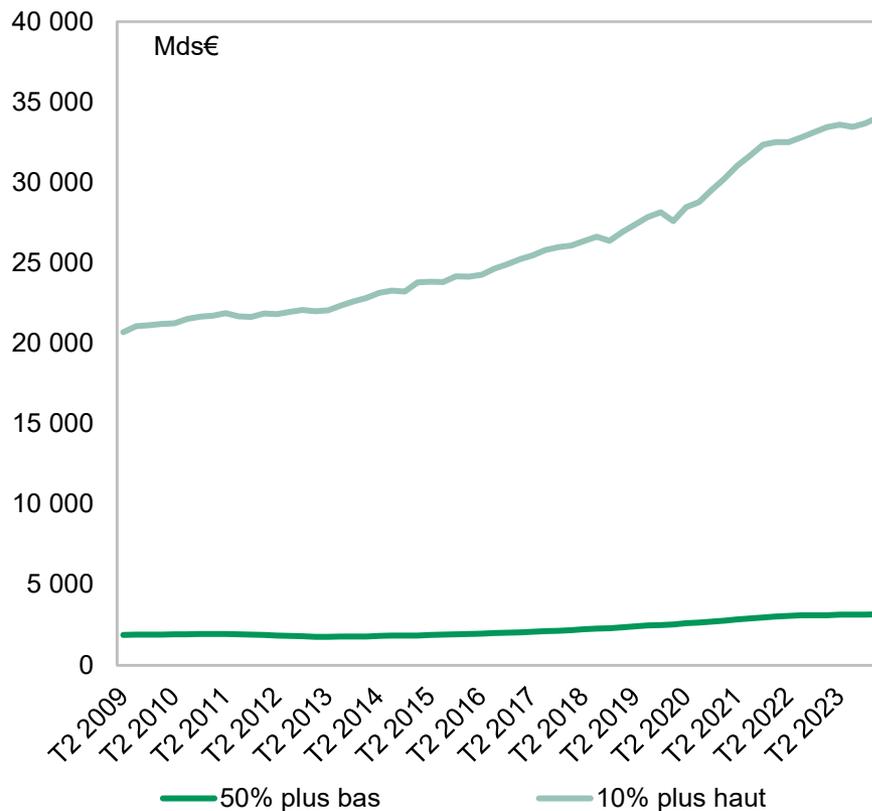
TAUX D'ÉPARGNE : RECONSTITUER LES ENCAISSES RÉELLES

Patrimoine financier des ménages érodé par l'inflation



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

La richesse financière a augmenté surtout pour les ménages les plus riches

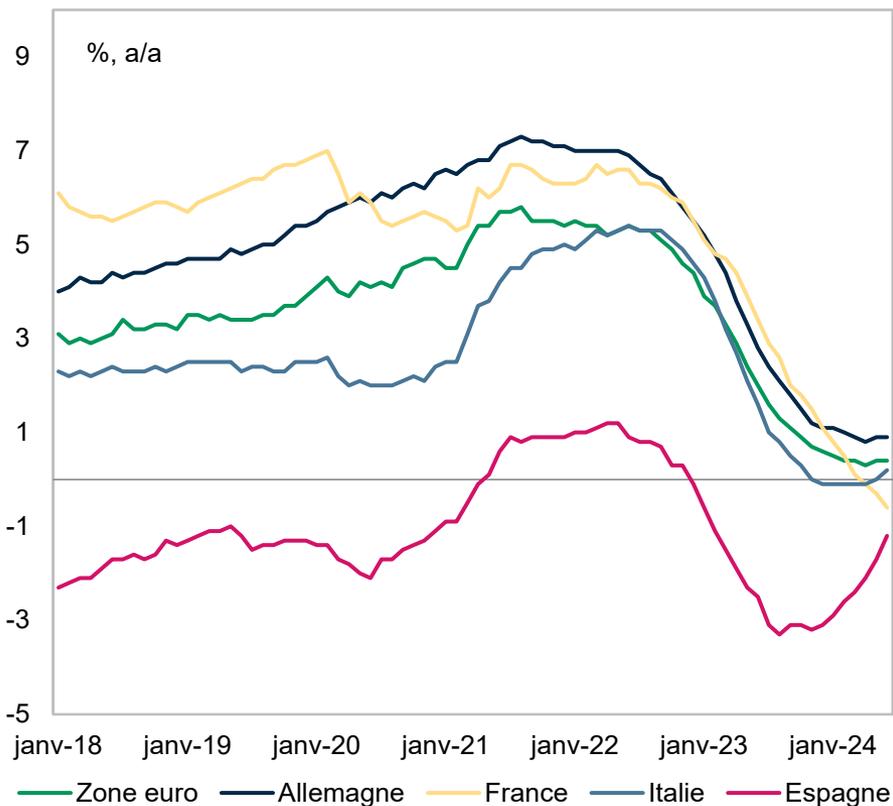


Sources : BCE, Crédit Agricole S.A./ECO

LES MÉNAGES

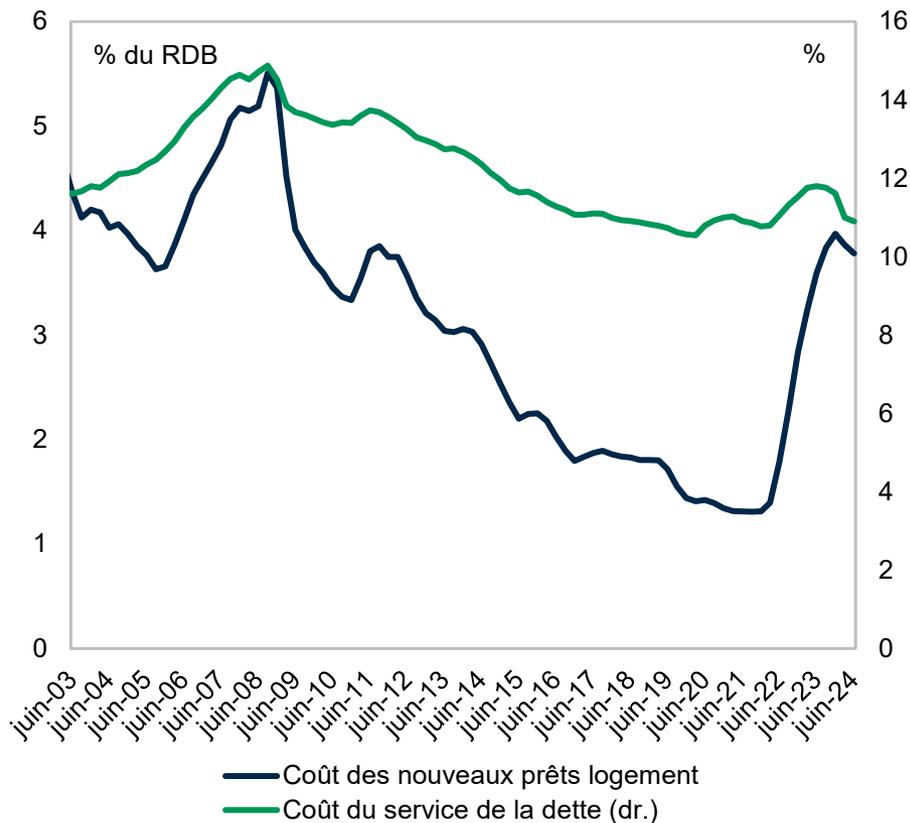
TAUX D'ÉPARGNE : RECONSTITUER LE POUVOIR D'ACHAT IMMOBILIER

Encours de crédit habitat : une faible progression malgré la reprise des nouveaux crédits



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

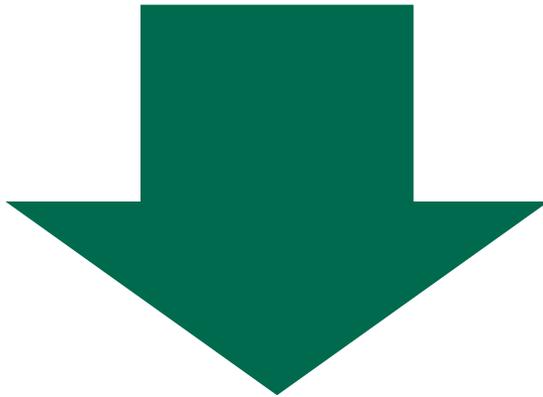
La baisse des coûts entamée



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

TAUX D'ÉPARGNE

UNE MODESTE BAISSE EN PRÉVISION ET UN TAUX SUPÉRIEUR AU NIVEAU PRÉ-PANDÉMIQUE



Baisse du taux d'épargne

Hausse de la confiance avec la baisse de l'inflation

Baisse des taux et réallocation vers des actifs plus liquides et disponibles pour la consommation

Moins de revenus de la propriété par rapport aux revenus du travail dans la composition du revenu disponible

Fin de la reconstitution des encaisses réelles

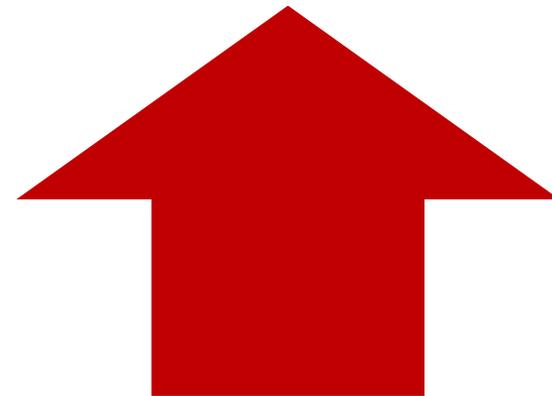
Moins d'érosion du pouvoir d'achat immobilier

Hausse du taux d'épargne

Incertitude

Affaiblissement du marché du travail

Peu de mobilisation de l'épargne excédentaire (déciles hauts de la distribution, faible propension à consommer)



LES ENTREPRISES

LE REDRESSEMENT DE L'INVESTISSEMENT ENCORE CONTRAINT PAR DE NOMBREUX OBSTACLES

Le partage de la valeur ajoutée est encore défavorable aux marges. Au deuxième trimestre, le taux de marge s'est de nouveau replié à 38,8% (après 39,1%), les rémunérations versées ayant progressé plus vite que la valeur ajoutée. Le repli de productivité, s'est rajouté à la dynamique encore soutenue des coûts salariaux pour pousser les coûts salariaux unitaires et éroder les marges. L'environnement désinflationniste ne permet plus de reporter ces hausses sur les prix de vente.

La conséquence a été un nouveau recul du taux d'investissement des sociétés non financières à 21,3% après 22,3%. La contraction de l'investissement a été significative en volume au T2 2024 (-2,2%) mais à relativiser une fois pris en compte l'impact de la forte baisse de l'investissement en Irlande (-65%), sans lequel le repli ne serait que de 0,3%. La dynamique de l'investissement en machines et équipements (-0,9%) demeure très affaiblie surtout en Allemagne ; celle de l'investissement en matériel de transport (+2,4%) est la combinaison d'un fort recul en Allemagne et d'évolutions plus positives en Espagne, Italie et surtout aux Pays-Bas et au Portugal. Enfin, l'accumulation de capital dans la construction reste toujours freinée par le logement (-1,3%), tandis que l'investissement en autres constructions progresse positivement (0,4%).

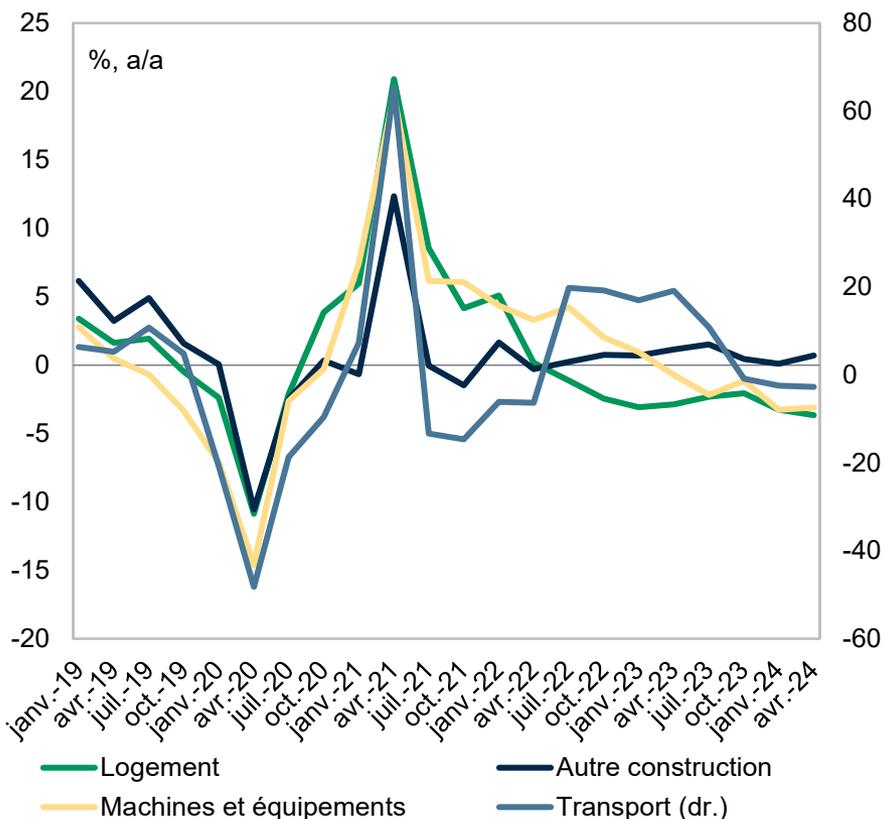
Au deuxième trimestre, toutes les composantes étaient en repli d'environ 3% sur un an, à l'exception des autres constructions (BTP). Les perspectives d'investissement en machines et équipements restent détériorées par la faiblesse de la demande et un taux d'utilisation des capacités en baisse qui justifient de moindres besoins d'expansion des capacités. Sous l'effet de la progression toujours dynamique des coûts salariaux et du repli de la productivité, la rentabilité s'est, en outre, dégradée depuis l'été 2023. C'est sur la détente progressive des conditions de financement, sur une demande européenne un peu plus dynamique et sur une moindre pression des coûts salariaux unitaires sur les marges que s'appuie notre scénario de reprise de l'investissement. Des besoins toujours importants liés aux deux transitions et la phase finale de déboursement et dépense des fonds européens du NGEU soutiendront également ce scénario. Quant à la composante logement, la baisse des taux sur les nouveaux prêts et la reprise des nouveaux crédits renforcent les perspectives d'une stabilisation progressive de l'investissement des ménages.

La prévision sur l'investissement est assortie d'une importante incertitude ; elle table cependant aussi sur une reprise fin 2024 autorisant une croissance positive en 2025 à +0,9%, après -2,6% en 2024.

LES ENTREPRISES

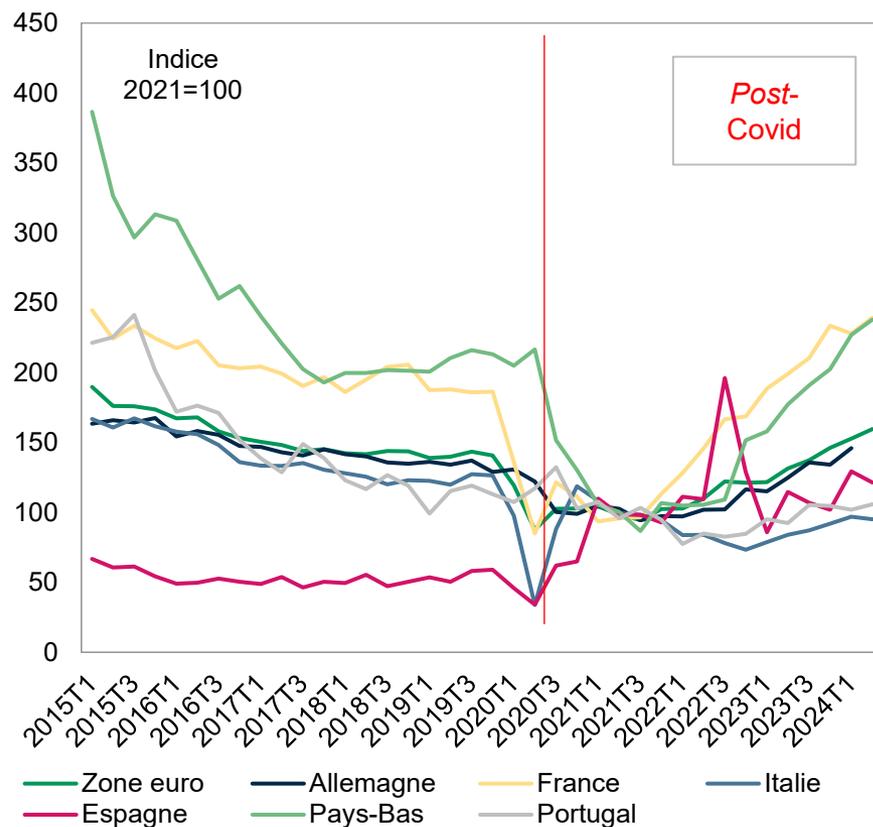
BAISSE DES MARGES ET COÛTS FINANCIERS ÉLEVÉS PÈSENT SUR L'INVESTISSEMENT ET LES DÉFAILLANCES

Investissement par type d'actif physique



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

Défaillance par pays



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

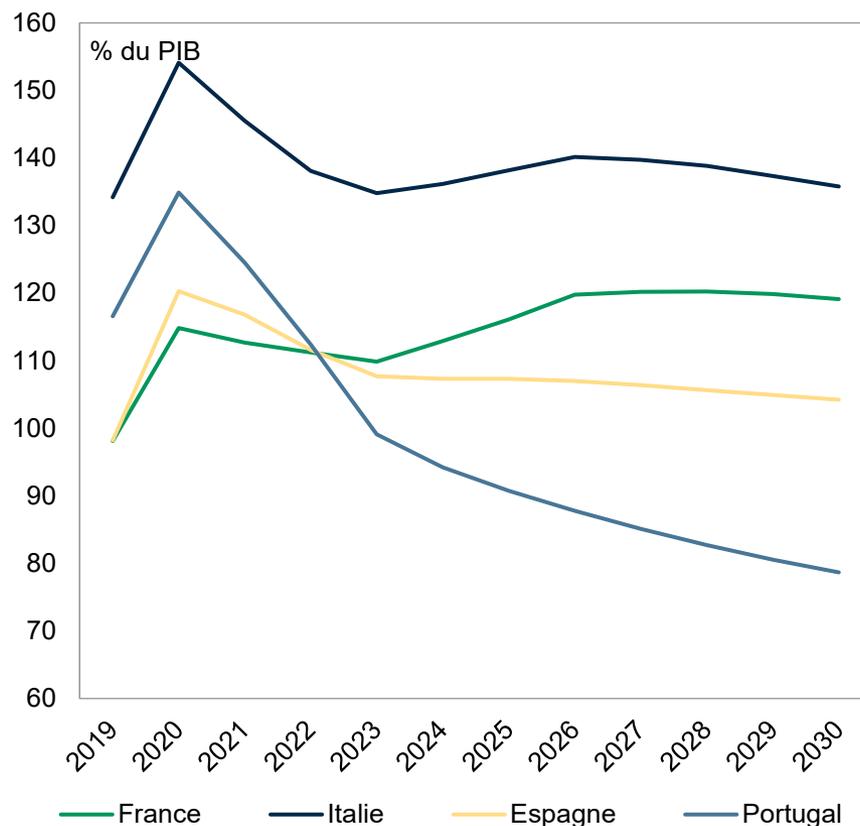
LA POLITIQUE ÉCONOMIQUE

PASSAGE DE TÉMOIN ENTRE LE BUDGÉTAIRE ET LE MONÉTAIRE

L'environnement de politique économique n'est pas encore favorable à la croissance. Notre scénario de baisse des taux directeurs n'a été que partiellement incorporé dans la partie longue de la courbe et le taux réel présente encore une orientation restrictive au regard, notamment, d'une inflation attendue en septembre inférieure à la cible et d'une croissance inférieure au potentiel. L'environnement désinflationniste est renforcé par la faiblesse de la demande intérieure et pose la question d'un réglage ultérieur de notre scénario de baisse des taux.

Tandis que l'impulsion négative de la politique monétaire diminuerait progressivement (au rythme de 25 points de base de baisse par trimestre jusqu'en septembre 2025), l'orientation de la politique budgétaire devrait devenir plus restrictive avec une impulsion budgétaire au moins aussi négative en 2025 qu'en 2024. Si des mesures plus indolores ont caractérisé la réduction des déficits en 2024 (retrait des mesures de soutien pour les coûts de l'énergie), ce sont des arbitrages plus difficiles qui s'imposeront en 2025 sur les dépenses. Les nouvelles règles impliquent des ajustements importants pour certains pays au moins jusqu'en 2030 et participent à une révision à la baisse de notre prévision de croissance de moyen terme. Au regard des récentes évolutions de la dette publique ces arbitrages sont indispensables. Des trajectoires différentes se dessinent néanmoins à moyen terme entre les pays membres de la zone euro les plus endettés.

Dette publique : plus facile pour certains que pour d'autres

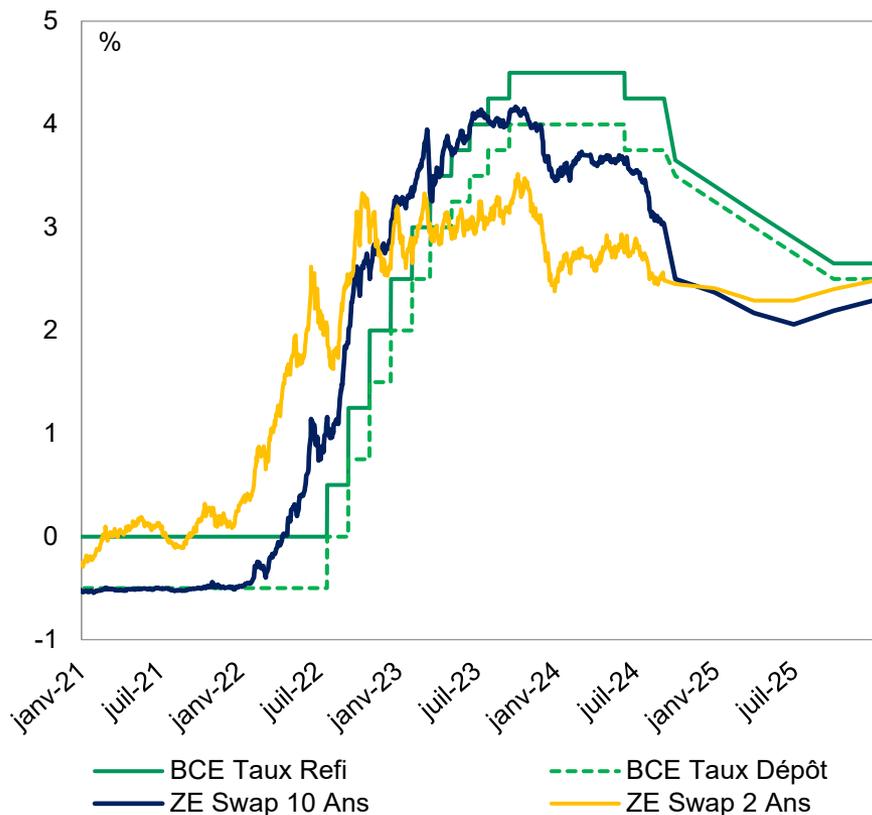


Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A./ECO

LA POLITIQUE ÉCONOMIQUE

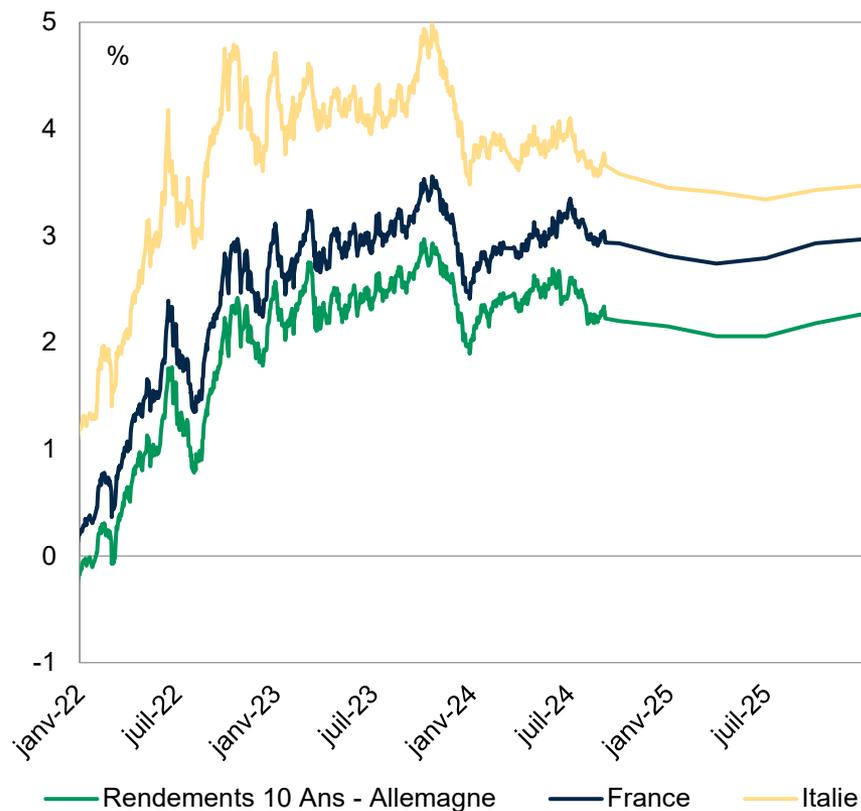
NORMALISATION MONÉTAIRE AVEC UN RÉÉQUILIBRAGE DES RISQUES

Normalisation monétaire graduelle et repli modéré des taux d'intérêt



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

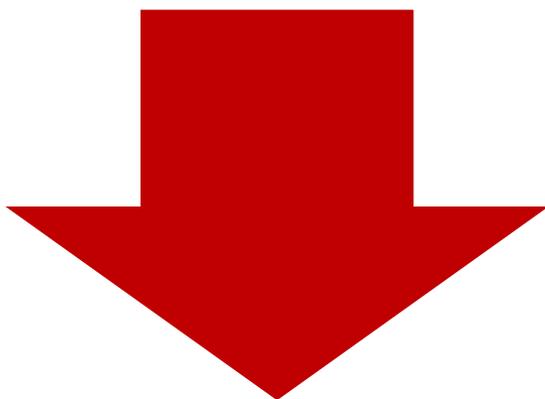
Taux souverains – Prévision revue à la baisse



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

RISQUES : RECALIBRAGE DE L'ÉQUILIBRE

UN RISQUE BAISSIER SUR LA CROISSANCE EXCÉDANT LE RISQUE HAUSSIER SUR L'INFLATION



Risques baissiers sur l'activité

Ralentissement accru des principaux partenaires

Une hausse indifférenciée des tarifs par la nouvelle administration américaine

La faiblesse de l'industrie s'aggrave

La dégradation des marges non compensée par la baisse des charges d'intérêts

Peu de mobilisation de l'épargne excédentaire (déciles hauts de la distribution, faible propension à consommer)

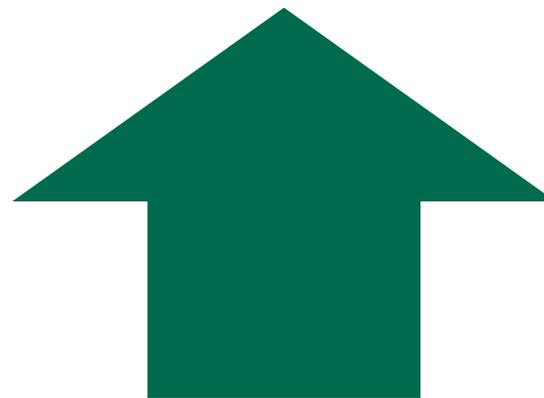


Risques à la hausse sur l'activité

Mobilisation de l'épargne excédentaire favorisée par la baisse des taux et de l'inflation

Baisse plus rapide et plus importante des taux par la BCE

Une demande adressée à la zone euro plus dynamique



LE SCÉNARIO EN CHIFFRES

NOTRE PRÉVISION EN DÉTAIL

Scénario Zone euro – Octobre 2024 Un recalibrage des risques

	2022	2023	2024	2025	2023				2024				2025			
					T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB (a/a, t/t, %)	3,4	0,5	0,8	1,3	0,0	0,1	0,1	0,1	0,3	0,2	0,4	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4
Demande intérieure (contribution au PIB, pp)	3,2	0,9	0,1	1,0	0,3	0,2	0,3	0,4	-0,2	-0,4	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Consommation des ménages (a/a, t/t, %)	4,9	0,8	0,7	1,2	0,2	0,3	0,2	0,0	0,3	-0,1	0,3	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4
Consommation publique (a/a, t/t, %)	1,1	1,2	1,6	0,6	0,3	0,2	0,7	0,7	0,1	0,6	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Investissement (a/a, t/t, %)	2,1	1,1	-2,6	0,9	0,4	-0,1	0,0	1,0	-1,8	-2,2	0,1	0,5	0,4	0,5	0,4	0,6
Variation des stocks (contribution au PIB, pp)	0,1	-0,5	-0,6	-0,1	-0,6	0,3	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Exportations nettes (contribution au PIB, pp)	0,0	0,1	1,2	0,4	0,3	-0,4	0,1	0,0	0,9	0,5	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,0
Exportations (a/a, t/t, %)	7,4	-0,3	2,1	3,1	-0,5	-1,1	-1,1	0,3	1,1	1,4	0,6	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7
Importations (a/a, t/t, %)	8,2	-0,6	-0,4	2,5	-1,1	-0,3	-1,5	0,5	-0,6	0,5	0,5	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7
Inflation (a/a, %)	8,4	5,4	2,3	1,9	8,0	6,2	5,0	2,7	2,6	2,5	2,2	2,1	2,1	1,9	1,9	1,8
Inflation sous-jacente (a/a, %)	3,9	4,9	2,8	2,2	5,5	5,5	5,1	3,7	3,1	2,8	2,8	2,6	2,4	2,2	2,0	2,0
Taux de chômage (%)	6,8	6,6	6,5	6,4	6,6	6,5	6,6	6,5	6,5	6,5	6,4	6,5	6,4	6,4	6,3	6,4
Solde courant (% du PIB)	-0,1	1,7	2,8	2,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Solde budgétaire (% du PIB)	-3,8	-3,7	-3,2	-2,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dette publique (% du PIB)	93,8	91,5	92,1	94,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

LE SCÉNARIO EN CHIFFRES

NOTRE PRÉVISION PAR PAYS

	2022	2023	2024	2025	2023				2024				2025			
					T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Zone euro	3,4	0,5	0,8	1,3	0,0	0,1	0,1	0,1	0,3	0,2	0,4	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4
Allemagne	1,4	-0,1	0,1	0,8	0,1	-0,2	0,2	-0,4	0,2	-0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
France	2,6	1,1	1,1	1,0	0,0	0,7	0,1	0,4	0,3	0,2	0,4	0,0	0,3	0,2	0,2	0,4
Italie	4,1	1,0	0,8	0,8	0,4	-0,1	0,3	0,1	0,3	0,2	0,3	0,2	0,1	0,3	0,2	0,3
Espagne	6,2	2,7	2,7	1,8	0,7	0,2	0,7	0,7	0,9	0,8	0,3	0,2	0,5	0,5	0,5	0,2
Pays-Bas	5,0	0,1	0,7	1,3	-0,2	-0,3	-0,4	0,2	-0,3	1,0	0,4	0,6	0,1	0,2	0,2	0,2
Belgique	3,0	1,4	1,1	1,2	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,4	0,2	0,2	0,4
Irlande	8,7	-5,7	-1,4	6,0	-5,5	-1,0	-1,9	-1,7	0,6	-1,0	2,0	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6
Portugal	7,0	2,5	1,6	2,1	1,4	0,0	-0,1	0,8	0,6	0,2	0,2	0,4	0,3	0,9	0,9	0,7
Grèce	5,7	2,0	2,3	2,0	0,0	0,9	0,1	0,4	0,8	1,1	0,4	0,1	0,6	0,7	0,5	0,2
Finlande	1,3	-1,2	-0,3	1,5	0,1	0,3	-1,2	-0,6	0,3	0,3	0,4	0,0	0,5	0,5	0,5	0,5
Luxembourg	1,4	-1,1	1,2	2,3	0,3	0,1	-1,1	0,1	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6
Autriche	4,9	-0,7	0,3	1,8	0,1	-1,1	-0,4	0,1	0,1	-0,4	1,2	1,2	0,2	0,2	0,1	0,1
Slovénie	2,9	1,9	1,3	1,8	0,6	1,1	-0,1	0,8	-0,1	0,2	0,7	0,6	0,3	0,3	0,6	0,6
Malte	4,4	7,8	4,6	4,1	2,7	2,6	1,3	0,3	2,2	0,4	0,7	0,7	1,5	1,4	0,9	0,6

CONSULTEZ NOS DERNIÈRES PARUTIONS EN ACCÈS LIBRE SUR INTERNET

Date	Titre	Thème
11/10/2024	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
11/10/2024	Inde – Pour Narendra Modi, cent premiers jours au goût amer	Asie
10/10/2024	Oman – Laboratoire fiscal de l'après-pétrole ?	Moyen-Orient
10/10/2024	Serbie – Que nous révèle l'analyse des flux commerciaux et d'investissement de l'alignement du pays ?	PECO
09/10/2024	France – Ce que l'on sait du projet de loi de finances pour 2025	France
07/10/2024	Fintech Outlook 9 premiers mois de l'année 2024 – L'heure américaine	Fintech
04/10/2024	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
04/10/2024	Monde – Scénario macro-économique 2024-2025 : des équilibres délicats	Monde
03/10/2024	La Banque centrale chinoise s'évertue à relancer une croissance en berne	Asie
02/10/2024	Émirats arabes unis – L'invention du « libéralisme stratégique » ?	Moyen-Orient
01/10/2024	France – Consommation en biens, confiance et inflation, amélioration en cours pour les ménages	France
01/10/2024	Avenir de l'Europe / Face à face Union européenne - Chine : quels choix respectifs ?	Europe
27/09/2024	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
26/09/2024	L'Arabie saoudite a-t-elle les moyens de ses ambitions ?	Moyen-Orient
26/09/2024	Corée du Sud – Entre les États-Unis et la Chine, la Corée du Sud cherche la troisième voie commerciale	Asie
24/09/2024	France – Croissance en hausse en 2025-2026 selon la BdF...	France
23/09/2024	Royaume-Uni – La BoE privilégie une approche graduelle dans son processus d'assouplissement monétaire	Royaume-Uni
20/09/2024	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
20/09/2024	Turquie – La lutte contre l'inflation a-t-elle pris le pas sur la croissance ?	PECO
20/09/2024	Immobilier commercial en France – Situation et perspectives : les valeurs d'actifs ont arrêté de baisser au T2 2024	Immobilier commercial
19/09/2024	Maroc – La croissance, au cœur des enjeux de réformes	Afrique et Moyen-Orient
19/09/2024	Le protectionnisme à l'américaine	USA/Chine
19/09/2024	Allemagne – Après un premier semestre tempéré, un mois de juillet froid modère les perspectives de l'industrie	Zone euro
17/09/2024	Visegrad – Une exposition à la Chine qui révèle une dépendance à l'Allemagne	PECO
16/09/2024	France – L'Insee prévoit une croissance de 1,1% cette année	France
13/09/2024	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
13/09/2024	France – Le marché de l'immobilier résidentiel : poursuite de la correction	Immobilier

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

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.