

## ZONE EURO : LES ENQUÊTES SUR UNE PENTE DESCENDANTE MAIS NON GLISSANTE

L'actualité conjoncturelle a été particulièrement riche la semaine dernière. Le premier résultat important, si l'on regarde dans le rétroviseur, est la publication des premières estimations de la croissance au T4 2021 en France, en Allemagne et en Espagne. Les performances sont contrastées : baisse de 0,7% t/t du PIB allemand, nouvelle forte progression de 2% t/t du PIB espagnol et hausse de 0,7% t/t du PIB français. La contraction du PIB allemand est conforme aux estimations déduites de la publication le 14 janvier dernier des comptes nationaux annuels 2021. La croissance française s'avère légèrement supérieure à nos attentes (+0,6%), une surprise d'autant plus positive que les contraintes d'offre et les pressions inflationnistes faisaient craindre un chiffre plus bas. La croissance espagnole a dépassé plus nettement nos attentes (+1,1%), un dynamisme plus en ligne avec celui du marché du travail. Au T4 2021, le PIB espagnol se situe toutefois encore 4% sous son niveau du T4 2019 de pré-pandémie, le PIB allemand creuse l'écart (-1,5%), tandis que le PIB français se hisse un peu plus au-dessus de ce niveau (+0,9%). Il reste très loin néanmoins de la performance américaine, la croissance du PIB outre-Atlantique se situant 3,1% au-dessus de son niveau d'avant-Covid après un T4 encore très dynamique et meilleur qu'attendu (+1,7% t/t quand nous tablions sur +1,3% t/t).

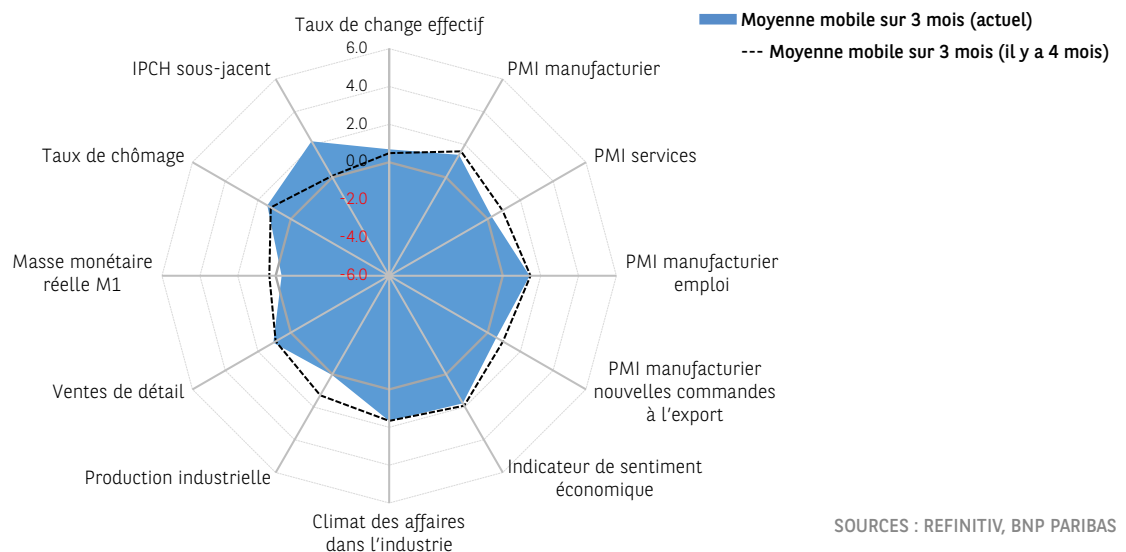
Si l'on regarde ensuite devant nous, les enquêtes de confiance du mois de janvier s'inscrivent dans la continuité des derniers mois : leur fléchissement se poursuit mais elles font aussi toujours preuve d'une certaine résistance (la zone en bleu est à peine en retrait par rapport à celle délimitée par les pointillés). L'indicateur du sentiment économique de la Commission européenne a reculé en janvier mais beaucoup moins qu'en décembre, à la faveur d'une détérioration nettement moins marquée de la confiance des consommateurs et du secteur des services ; elle est contrebalancée par un rebond dans le commerce de détail, même si les indicateurs de confiance dans la construction et l'industrie se joignent au mouvement de baisse.

De même, le PMI composite de Markit a moins reculé en janvier qu'en décembre, à la faveur d'une baisse moindre du PMI des services et d'un rebond du PMI manufacturier. Le rebond de ces mêmes indicateurs en Allemagne et de l'indice Ifo, mais aussi la poursuite de leur baisse en France (y compris de l'indice INSEE) laissent la même impression en demi-teinte, où le positif (avec notamment les signes d'une amorce de détente des délais de livraison et des pressions sur les prix des intrants) l'emporterait toutefois légèrement sur le négatif.

La confiance des ménages a tendance à moins capter l'attention que les enquêtes sur le climat des affaires. Il faudra néanmoins la surveiller de près dans les prochains mois. Un décrochage plus marqué sous le poids de l'inflation est, en effet, à craindre. Le dynamisme du marché du travail est certes un élément amortisseur important (en novembre 2021, le taux de chômage est tombé à un point bas historique de 7,2%) mais le risque est que l'inflation continue de surprendre à la hausse et que sa morsure sur la confiance et l'activité se fasse plus nette. Le mois de janvier pourrait marquer le pic tant attendu de l'inflation (réponse ce mercredi 2 février avec la publication par Eurostat de son estimation flash). Mais l'incertitude reste grande et les pressions inflationnistes assez fortes : même si le pic est atteint, nous ne nous attendons pas à ce que l'inflation redescende rapidement.

Hélène Baudchon

### ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -6 et +6. Sur le radar, la zone en bleu indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés). Un élargissement de la zone bleue indique une amélioration de l'indicateur d'activité.