

Perspectives

N°20/341 – 22 décembre 2020

ZONE EURO – Scénario macro-économique 2021-2022

Entre promesses et menaces

- Une vague d'optimisme monte suite aux annonces sur la disponibilité rapide d'un vaccin. Cependant, la résistance de la diffusion de la pandémie aux dernières mesures de restriction de la mobilité nous alerte sur la ténacité du lien entre virus et mobilité.
- Notre conviction est que ce lien ne sera pas cassé de suite et notre scénario reste pris en étau entre les promesses à moyen terme et les menaces du court terme. Nous prévoyons une croissance du PIB de 3,8% en 2021 et de 3,9% en 2022.
- Les tentatives de maîtriser la deuxième vague de la pandémie empêchent une bonne clôture de l'année 2020 et l'estent la croissance en 2021. Nous anticipons une baisse de l'activité de 3% au quatrième trimestre et une croissance annuelle moyenne de -7,4% en 2020.
- Le rebond inscrit au premier trimestre 2021 (+1,8%) permet une récupération incomplète de la baisse d'activité de fin d'année. L'écart du PIB au niveau pré-crise sera encore de 5,6% à la fin du T1 2021.
- Des forces contraires impactent le scénario. D'un côté, l'incertitude sur la maîtrise de la pandémie continuera de peser sur les décisions de dépense tant de consommation que d'investissement, y compris au deuxième semestre de 2021.
- L'impact de la crise sur les défaillances et le chômage se rendra progressivement visible en 2021, car les mesures de soutien aux revenus sont prolongées sur les premiers mois de 2021.
- De l'autre côté le soutien à l'économie reste massif. La BCE a rajouté un assouplissement mesuré en décembre, se laissant encore des marges de manœuvre pour agir, mais en signalant une présence durable sur les marchés et une volonté de maintenir les taux bas tout au long de la courbe. Le soutien budgétaire s'annonce plus important que prévu dans les projets de budget pour 2021.
- Fin 2022, le PIB de la zone euro aura comblé son déficit de croissance par rapport à la fin 2019 (+0,7%). Mais le risque de fragmentation reste encore élevé : l'Allemagne et la France auraient retrouvé un PIB supérieur de 1,2% et 0,5% respectivement à celui de la fin 2019 ; en revanche, celui-ci serait encore inférieur de 0,7% en Italie et de 3,3% en Espagne

L'arbitrage économie-santé

Le profil de notre scénario en 2021 est encore largement déterminé par la diffusion du virus. La disponibilité d'un vaccin ne modifie pas ce profil, mais réduit le risque extrême attaché au scénario. La vigueur de la croissance dépendra encore très crucialement du degré de soutien des politiques économiques. Nous prévoyons une croissance du PIB de 3,8% en 2021 et de 3,9% en 2022.

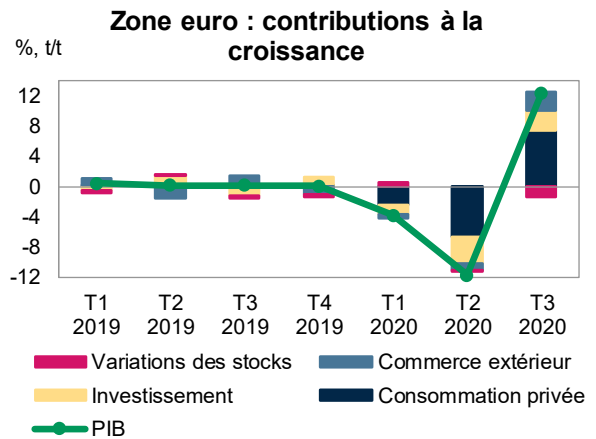
Un profil encore dicté par l'épidémie : nos hypothèses

Bien que les signes d'une nouvelle diffusion de la pandémie fussent déjà visibles à l'époque du chiffrage de notre scénario en septembre, nous faisons l'hypothèse, alors plausible et consensuelle, d'une diffusion contenue du virus, contrôlée par des comportements de distanciation sociale, par l'identification rapide des cas positifs grâce à l'élargissement de la capacité de test et par d'éventuels confinements localisés. Contrairement à cette hypothèse, la dynamique de la pandémie s'est envolée et nous sommes de nouveau confrontés à la question de la gestion du confinement, tout aussi généralisé ou « aménagé », soit-il. La diversité dans la temporalité et l'ampleur du déploiement de la deuxième vague conduisent pour l'instant à des stratégies moins invasives pour l'activité, voire différenciées sur le territoire national.

Le calibrage du scénario doit forcément reposer sur des hypothèses sanitaires scientifiquement plausibles et sur des actions portant sur la mobilité et l'activité cohérentes avec les premières. Ces hypothèses sanitaires et les options de mobilité qui y sont attachées sont entourées d'un degré élevé d'incertitude, les premières étant fortement dépendantes de la réussite des deuxièmes. Il est très plausible que l'endiguement de la contagion soit plus long à obtenir qu'au printemps dernier, le confinement « aménagé » permettant, en effet, une mobilité encore importante des personnes. Si le dernier trimestre de 2020 est caractérisé par une croissance négative, la préservation d'un grand nombre d'activités économiques par le confinement « aménagé » permettra néanmoins d'en réduire l'impact délétère sur la croissance. La modification progressive des comportements de consommation et de vente dans le commerce permettrait aussi une adaptation plus rapide aux nouvelles mesures de restrictions de la mobilité, avec un moindre effet de baisse de la consommation. Aussi, le rebond qui se dessine au premier trimestre 2021, à la sortie du confinement, pourrait ne pas être calé sur l'exemple de l'été 2020, mais s'annoncer plus modéré, du fait à la fois de mesures plus durables de distanciation sociale et de comportements d'autocensure dans la mobilité. L'acquis de croissance fin 2020 pour l'année 2021 serait alors assez faible. Sur cet acquis, c'est une dynamique de croissance modeste qui va se construire, notamment durant tout le premier semestre, qui pourrait être caractérisé par de nouveaux arbitrages dans la gestion de vagues successives de recrudescence avec des mesures fortes et précoces à chaque reprise épidémique. L'expérience du confinement du printemps met en effet en évidence certaines dimensions nouvelles du compromis entre sécurité sanitaire et croissance économique. On a appris notamment que les pertes d'activité économique sont globalement « linéaires » et les contaminations « exponentielles » par rapport au temps, et qu'il pourrait y avoir une prime aux actions précoces en réponse aux nouvelles poussées.

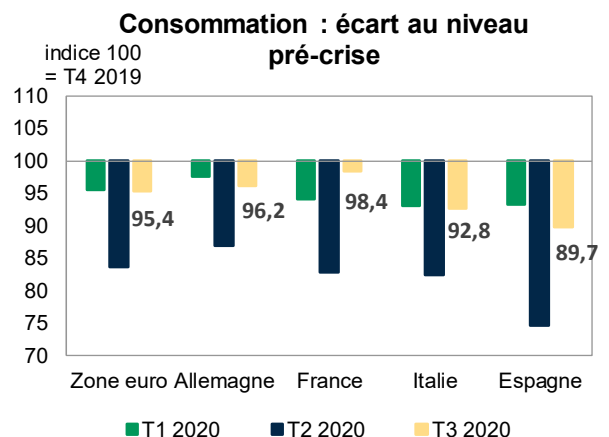
Le rebond du PIB au troisième trimestre a été spectaculaire et plus robuste qu'anticipé : +12,5% sur le trimestre, après la chute de 11,7% au deuxième trimestre. En dépit de ce fort rebond, le PIB est encore inférieur de 4,4% à son niveau de fin 2019. L'acquis de croissance laissé à l'année 2020 demeure fortement négatif (à -6,6%).

Après avoir amputé la croissance de 10,6 points au deuxième trimestre, **la demande intérieure** a contribué très positivement à la croissance au troisième trimestre (+11,3 points).



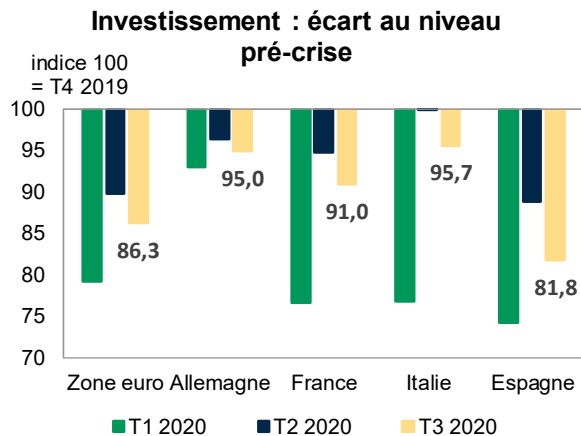
Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

La consommation privée (+14% troisième trimestre/deuxième trimestre) et **la consommation publique** (+4,8%) se sont rapidement redressées après leur repli au deuxième trimestre (-12,4% et -2,2% respectivement). La consommation des ménages est encore inférieure de 4,6% à son niveau de fin 2019. C'est en France qu'elle a le plus récupéré ; elle est plus en retard en Allemagne et encore bien davantage en Italie et en Espagne.



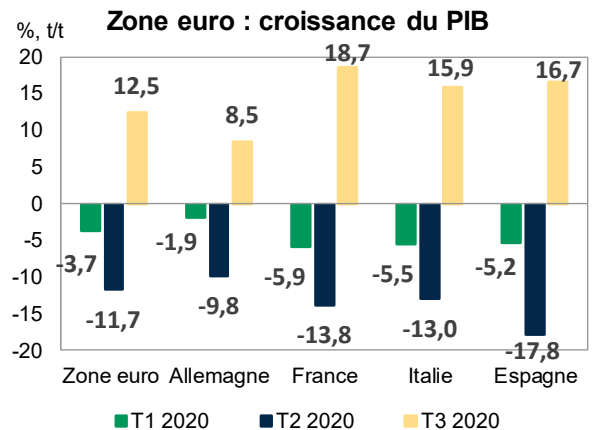
Sources : Crédit Agricole S.A.

Le rebond de **l'investissement** a été aussi important (+13,4%), mais insuffisant pour compenser la chute du deuxième trimestre (-16%). L'investissement reste donc plus en retrait et inférieur de 10,2% à son niveau d'avant-crise dans la zone euro. Si en Italie le niveau du T4 2019 a été récupéré et dépassé, en Allemagne l'écart s'est fortement réduit, tandis qu'en France et en Espagne il demeure très important.



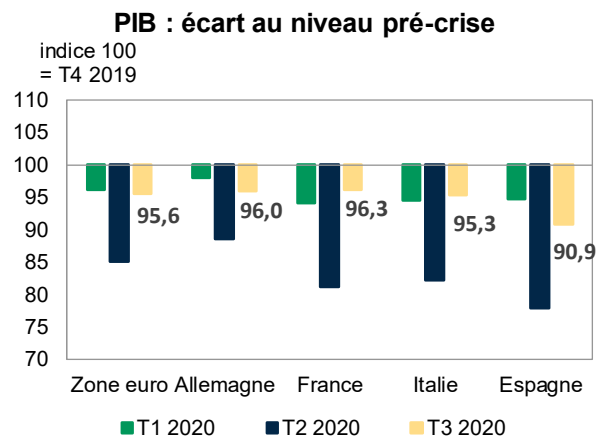
Enfin, **le commerce extérieur en biens et services** a apporté une contribution positive à la croissance au T3 (de 2,4 points), mettant ainsi fin à trois trimestres consécutifs où il a freiné la progression du PIB. Le rebond des exportations a été significatif (+17,1%, après -18,9% au T2). Cependant, le niveau des exportations est encore inférieur de 8,7% au niveau d'avant-crise. L'Italie et l'Allemagne ont su mieux combler les pertes sur la demande étrangère que la France et l'Espagne, qui affichent encore un retard important par rapport au niveau du T4 2019.

La demande domestique adressée à l'étranger a été bien moins dynamique que la demande étrangère. **Les importations** ont crû de 12,3% (après -18,2% au T2) et leur niveau reste en retrait de 10,9% par rapport au niveau pré-crise. L'écart est important dans tous les pays, mais notamment en Espagne, où toutes les composantes de la demande domestique affichent une récupération très partielle.



Le rebond a donc été très vigoureux, mais inégal parmi les grandes économies de la zone : il s'étage de +18,7% en France à +8,5% en Allemagne, en passant par +15,9% en Italie et +16,7% en Espagne.

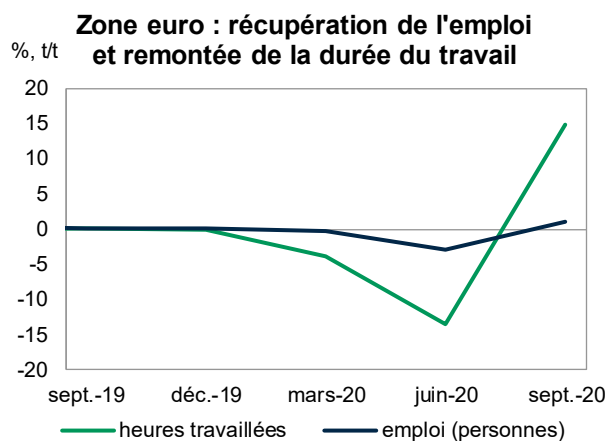
L'écart par rapport au niveau pré-crise est moins différencié : en France, en Allemagne, en Italie, il est « contenu » (autour de -4%) avec, de nouveau pour exception, l'Espagne (-9,1%).



Ces différences de performances entre pays sont, notamment, le résultat d'évolutions sectorielles très contrastées : récupération rapide de l'activité industrielle en Italie et en Espagne, mais à la traîne en France et plus encore en Allemagne ; activité dans le commerce toujours très déprimée en Espagne et, dans une moindre mesure, en Italie ; construction dépassant son niveau d'avant-crise en Italie, mais y étant encore inférieur en Allemagne, en France et surtout en Espagne.

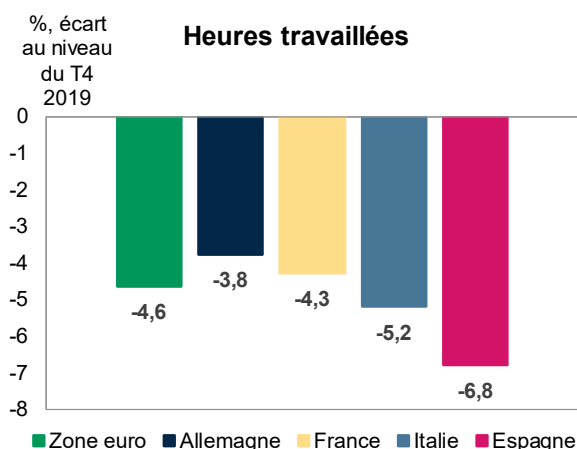
Un marché de l'emploi en trompe-l'œil

L'emploi a crû de 1% au troisième trimestre (après -3% au deuxième trimestre), mais le nombre de personnes employées est inférieur de 3,6 millions à son niveau pré-crise. **Le seul chiffre de l'emploi ne raconte en effet pas la totalité de l'histoire, car la durée du travail s'est beaucoup contractée sous l'effet des dispositifs de chômage partiel.** Le recul des heures travaillées a atteint 26% en Espagne, 15,3% en Italie et 14,8% en France au deuxième trimestre 2020. Si l'on cumule la baisse du nombre de personnes employées et celle des heures travaillées, alors le résultat est plus cohérent avec le repli de l'activité.



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

Le redressement rapide des heures travaillées au troisième trimestre (+14,8%, après -13,6% au deuxième trimestre) devance légèrement celui de l'activité, mais demeure incomplet et laisse la durée effective inférieure de 4,6% à son niveau pré-crise. À la différence du PIB, cet écart est du même ordre dans chacune des grandes économies de la zone.



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

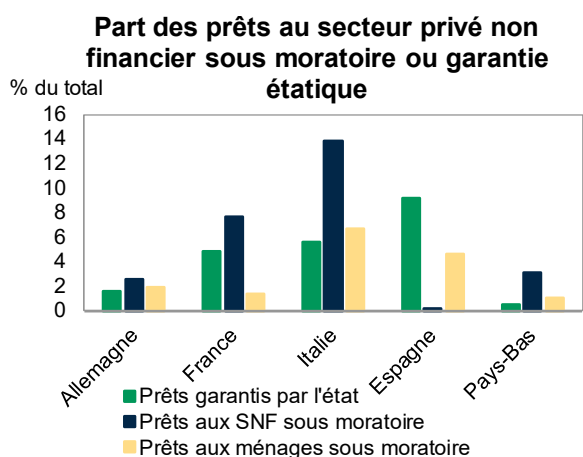
Le taux de chômage a légèrement baissé dans la zone euro en octobre à 8,4%, poursuivant ainsi le lent repli entamé en août. La zone compte

1,9 million de chômeurs de plus qu'au mois de février avant la diffusion de la pandémie, soit 1,2 point de taux de chômage supplémentaire. **Mais les chiffres du chômage ne relatent pas non plus la totalité de l'impact de la crise.** Les mesures visant à limiter les pertes d'emploi ont conduit à des absences temporaires, plutôt qu'à des licenciements. De plus, les personnes, ne pouvant pas chercher de travail ou n'étant pas disponibles en raison des mesures de confinement, n'ont pas pu être comptabilisées comme des chômeurs. Une part importante des personnes qui étaient déjà inscrites dans les agences pour l'emploi n'étaient plus en recherche active d'emploi ou n'étaient plus disponibles pour travailler parce qu'elles devaient, par exemple, s'occuper de leurs enfants pendant cette période. **L'indicateur de sous-utilisation de main-d'œuvre ou du halo du chômage a donc fortement augmenté au cours du deuxième trimestre dans la zone euro.** Il a atteint 8,3% de la population active (élargie) en Allemagne, 15,3% en France, 23,6% en Italie et 25% en Espagne. Ces indicateurs ne sont pas encore disponibles pour le troisième trimestre dans la zone euro, à l'exception de la France, où le halo du chômage s'est fortement réduit au troisième trimestre, retrouvant presque son niveau de fin 2019. Dans d'autres grandes économies, les baisses d'activité diminuent et la population active se rapproche du niveau d'avant la pandémie. Mais si, en octobre, le nombre d'actifs est supérieur de 0,2% au niveau d'avant-crise en Allemagne, il est encore inférieur de 1,3 % en Italie et en Espagne au troisième trimestre. **En dépit de ce retour sur le marché du travail et dans l'emploi, les dégâts de la crise sur l'emploi se matérialiseront plus tardivement : nous prévoyons une hausse du taux de chômage en 2021 (10,1%, après 8,2% en 2020) et une stabilisation en 2022 (10,2%).**

Attention à la lame de fond !

Les performances de l'emploi seront forcément liées à celles de la rentabilité et à l'état de santé financière des entreprises. La baisse de l'activité a eu un coût immédiat sur la rentabilité des entreprises. **Dans la zone euro, les marges bénéficiaires ont chuté de 6% au premier trimestre 2020 et de 18% au deuxième.** Cependant, au deuxième trimestre 2020, les défaillances d'entreprises ont baissé de 41,7% sur un an en moyenne. Le taux de défaillance des indépendants a pour sa part augmenté, tout en restant proche de sa moyenne de long terme. En revanche, la baisse de 28,5% du nombre de nouvelles entreprises enregistrées au cours du printemps doit alerter. Car **ces évolutions sont redevables des suspensions des déclarations de faillite, mais aussi largement des mesures de prévention** qui, à défaut de pallier la baisse du chiffre d'affaires, ont permis de pallier les risques de liquidité.

Les sociétés non-financières (SNF) ont ainsi pu préserver leur trésorerie : leurs actifs liquides ont augmenté de 9,6% au premier trimestre et de 18% au deuxième. Les dispositifs de chômage partiel et de report des charges ont contribué à limiter les coûts liés à la réduction temporaire d'activité. Les garanties étatiques sur les prêts ont permis d'allonger les maturités, de payer les intérêts, les dépenses de fonctionnement et d'ajuster la production au nouvel environnement. **La part des prêts faisant l'objet de garanties d'État était de 1,6% en Allemagne, de 4,8% en France, de 5,6% en Italie et de 9,2% en Espagne au deuxième trimestre 2020.** Pour les grandes entreprises, ces prêts comptent pour 3,8% du total en moyenne en zone euro ; pour les PME, 14,3%. Les moratoires sur les prêts aux SNF ont aussi joué un rôle. Leur part est de 2,6% du total des prêts en Allemagne, de 7,7% en France, de 13,9% en Italie et de 0,2% en Espagne. L'impact de ces politiques a été plus important en Italie et en Espagne, où le stress de liquidité serait intervenu plus rapidement qu'en France ou en Allemagne.



Sources : BCE, Crédit Agricole S.A.

Mais ces mesures sont temporaires et favorisent la hausse de l'endettement. Elles se sont donc accompagnées d'un abaissement des notations ou de perspectives de notation d'un certain nombre d'émetteurs *corporate* ; la probabilité de défaut sur les prêts aux SNF a augmenté de 2% fin 2019 à 2,6% en septembre 2020, la hausse étant quatre fois plus importante pour les PME que pour les grandes entreprises (selon AnaCredit).

Durant la phase initiale de la pandémie, les entreprises ont augmenté leur endettement bancaire principalement pour couvrir leurs dépenses courantes, avec des prêts de maturité inférieure à un an. Au deuxième trimestre, l'endettement bancaire est resté à un niveau élevé, pendant que l'endettement de marché des entreprises atteignait des niveaux records encouragés par l'action stabilisatrice de la BCE sur les marchés. Avec le

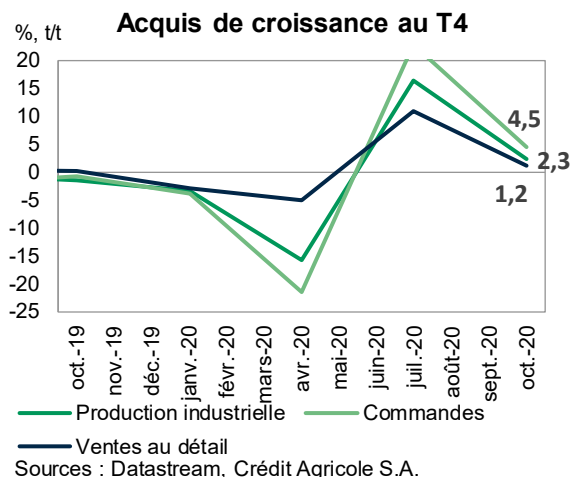
rebond de l'activité de l'été, les émissions *corporate* et le flux d'endettement bancaire ont ralenti, tout en demeurant soutenus. Entre-temps, les sociétés non-financières ont allongé la maturité moyenne de leurs prêts (la part des flux nets de crédits de maturité supérieure à cinq ans a augmenté de 57% en moyenne en 2019 à 100% en septembre 2020), en réduisant ainsi leurs besoins de refinancement immédiat et en consolidant les conditions de financement actuelles très favorables. Le volume des garanties étatiques a dépassé le montant net des nouveaux crédits, ce qui suggère que des crédits existants ont été transformés en prêts garantis, notamment en Italie et en Espagne.

Malgré une remontée du risque sous-jacent, les conditions de crédit restent favorables. Les garanties publiques ont réduit les risques de perte et contenu la pression à la hausse sur les taux, causée par des probabilités de défaut plus élevées. **Mais les conditions de crédit pourraient se tendre rapidement avec la fin de ces dispositifs notamment dans les secteurs les plus touchés par la crise, où la dette nette a augmenté et où le risque de refinancement s'est fortement accru.**

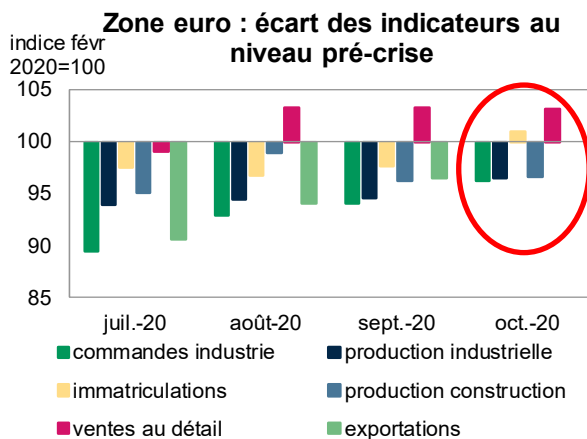
T4 2020-T1 2021: maîtriser la nouvelle vague

Les tentatives de maîtrise de la deuxième vague de la pandémie empêchent une bonne clôture de l'année 2020 et l'estent la croissance en 2021. Nous anticipons une baisse de l'activité de 3% au quatrième trimestre et une croissance annuelle moyenne de -7,4% en 2020. Nous prévoyons que le profil en « V » du PIB au tournant de l'année sera très peu profond, car des mesures de restrictions de la mobilité et virus ne sera pas définitivement cassé ou du moins affaibli.

Nous connaissons encore peu l'impact que les nouvelles mesures de réduction de l'activité et de fermeture d'activités ont eu sur la croissance du dernier trimestre 2020. Les ventes au détail d'octobre ont rebondi, après la faiblesse de septembre et sont désormais supérieures de 3,1% au niveau de février. C'est le cas aussi des immatriculations de voitures neuves, supérieures de 2% au niveau pré-crise.



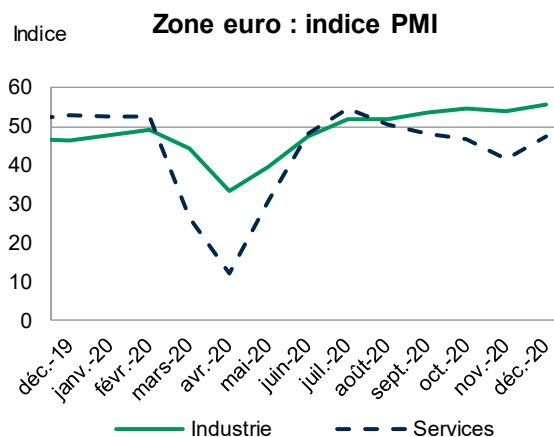
Les indicateurs côté offre sont plus en retard, mais la production dans la construction était en hausse de 0,5% en octobre, réduisant son écart avec le niveau d'avant la crise (-3,4%). Le fort rebond de la production industrielle d'octobre (+2,1% sur le mois) offre à la croissance du T4 un acquis de 2,3% et réduit l'écart à la période pré-crise aussi à 3,5%.



Ce dynamisme reflète une bonne tenue du cycle manufacturier avec une croissance bien plus rapide de la production à la fois de biens intermédiaires et de biens d'investissement. Le rebond est particulièrement marqué en Allemagne et en France (où néanmoins la production est encore plus faible qu'au niveau pré-crise de 5,6% et 3,5% respectivement), dans une moindre mesure en Italie et en Espagne (où en revanche l'écart creusé par la crise est presque effacé, à 2,2% et 0,9% respectivement).

Les commandes manufacturières encore en hausse continuent de se rapprocher de leur niveau pré-crise et les dernières enquêtes de décembre signalent une quasi-stabilisation de l'activité après la forte baisse de novembre. Le renforcement de la croissance de la production dans l'industrie manufacturière a compensé la nouvelle baisse de l'activité du secteur des services et permis un

redressement de l'indice PMI composite d'activité. Dans le secteur manufacturier, la hausse de la production s'est renforcée et s'est accompagnée d'une accélération de la hausse des nouvelles commandes et des ventes à l'exportation, qui ont enregistré leur deuxième plus forte augmentation depuis trois ans. Dans les services, l'activité a diminué pour un quatrième mois consécutif, mais le rythme de la contraction s'est nettement replié et la baisse des nouveaux contrats était en net ralentissement.

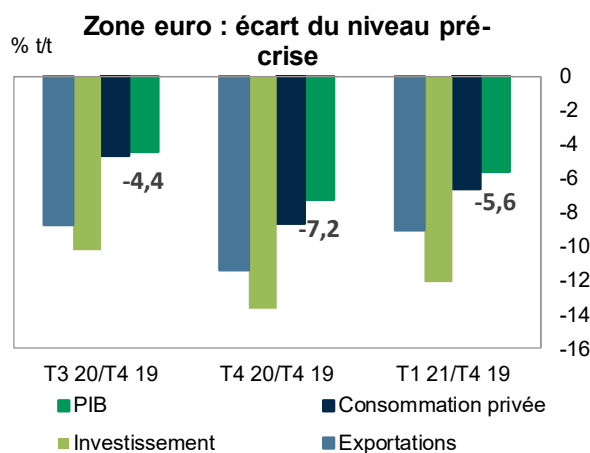


L'indice PMI se situe en moyenne au quatrième trimestre à 48,4, un niveau inférieur à celui du troisième trimestre (52,4), mais néanmoins très supérieur à celui du trimestre précédent (31,3). Le signal que l'impact économique de la deuxième vague épidémique a été nettement moins sévère que celui de la première est confirmé par les indicateurs de mobilité à haute fréquence, qui annoncent un repli de l'activité de 2,5% au quatrième trimestre.

Nous anticipons une baisse de l'activité de 3% au quatrième trimestre et une croissance annuelle moyenne de -7,4% en 2020. Toutes les composantes de la demande intérieure, à l'exception de la consommation publique, participent à cette baisse. La demande extérieure nette est aussi affaiblie par la diminution de la demande européenne, mais garde une contribution à peine positive à la croissance du PIB. **Au T4 2021, le PIB a creusé un nouvel écart à son niveau d'avant-crise, se situant à -7,2% du T4 2019.**

Le rebond inscrit au premier trimestre 2021 (+1,8%) permet une récupération incomplète de la baisse d'activité de fin d'année. Il intègre un relâchement très progressif des mesures restrictives jusqu'au printemps, afin de limiter la propagation du virus, sans pour autant paralyser l'activité. **L'écart du PIB au niveau pré-crise sera encore de 5,6% à la fin du T1 2021.** Le profil en « V » modéré de la zone euro est largement

redevable de celui inscrit dans le scénario France, qui intègre un impact plus négatif du deuxième confinement, du fait de sa nature plus restrictive qu'ailleurs. Ainsi, le rebond attendu au T1 2021 y est aussi plus marqué.



Des forces contraires impactent le scénario

L'hypothèse d'un relâchement partiel des contraintes de mobilité pèse sur le profil de croissance de la totalité du premier semestre avec une progression du PIB limitée à +0,9% au deuxième trimestre 2021.

L'incertitude sur la maîtrise de la pandémie continuera de peser sur les décisions de dépense tant de consommation que d'investissement, y compris au deuxième semestre de 2021. L'enquête de la BEI nous signale que près de la moitié des entreprises de l'UE retarderaient, abandonneraient ou diminueraient leurs plans d'investissement. **La croissance de l'investissement serait modeste (2,5% en 2021 et 4,6% en 2022, après -9,7% en 2020) et principalement tirée par l'investissement public et l'investissement en construction.** L'investissement productif serait concentré dans le remplacement d'équipements ou dans l'innovation et, marginalement, dans l'expansion des capacités. Avec une croissance de 3,6% en 2021 et 3,7% en 2022 après -8,3% en 2020, **la récupération de la consommation privée serait plus aboutie ; une partie de l'épargne accumulée en 2020 serait néanmoins conservée pour motif de précaution** (chômage, érosion du soutien public aux revenus).

Certaines dispositions générales continueront d'impacter favorablement les entreprises¹, mais le panorama des soutiens à l'activité varie actuellement entre les pays selon qu'ils aient ou non été prolongés : à titre d'illustration, prolongation des dispositifs de chômage partiel dans la plupart des pays, interdiction de licenciement reportée au premier trimestre 2021 en Italie et en Espagne, mais pas de reconduction des reports de charges et des prêts garantis par l'État, dans certains pays, à la fin 2020.

Echéance des mesures	France	Allemagne	Italie	Espagne
PGE enregistrement demandes	juin-21	déc-20	déc-20	juin-21
Moratoire prêts	mars-21	mars-21	mars-21	mars-21
Suspension déclaration de faillite	août-20	déc-20	sept-21	mars-21
Chômage partiel	déc-21	déc-21	mars-21	janv-21
Interdiction de licenciement	non	non	mars-21	janv-21
Exemption/report contributions et impôts	déc-20	mars-21	avr-21	févr-21

Notre scénario table sur une prorogation de la plupart des mesures de soutien à l'économie ainsi que sur des mesures additionnelles. Les autorités européennes ont largement alerté sur les risques d'un retrait précoce des mesures de soutien. La BCE estime que l'ensemble des politiques adoptées (report des taxes et cotisations, soutien direct aux agents privés, chômage partiel, moratoire et garanties publiques sur les prêts, politiques macro-prudentielles et ajustement de la *forbearance*) a contribué positivement à la croissance du PIB à hauteur de 3,4 points en 2020. La contribution positive de ces dispositifs serait identique en 2021. Ces dispositifs seront cependant progressivement retirés au deuxième semestre 2021 au fur et à mesure de la levée de l'incertitude sur l'évolution sanitaire et des contraintes de

mobilité. La matérialisation du risque sur le bilan des entreprises va intervenir dans une phase de normalisation de l'activité. Ce risque sera mitigé par la forte impulsion budgétaire positive qui sera renforcée par la montée en puissance des fonds européens du NGEU. **La remontée des défaillances et du chômage justifie néanmoins en 2022 un profil de croissance inférieur à 1% par trimestre et une croissance de +3,9% en moyenne annuelle. Fin 2022, le PIB de la zone euro aura comblé son déficit de croissance par rapport à la fin 2019 (+0,7%). Mais le risque de fragmentation reste encore élevé : fin 2022, l'Allemagne et la France auraient retrouvé un PIB supérieur de 1,2% et 0,5% respectivement à celui de la fin 2019 ; en revanche, celui-ci serait**

¹ Par exemple, l'EBA a permis l'extension au premier trimestre du régime de traitement prudentiel exceptionnel des moratoires sur les prêts différant *de facto* l'entrée en défaut, y

compris dans les pays où la suspension des déclarations de faillite n'a pas été prolongée.

encore inférieur de 0,7% en Italie et de 3,3% en Espagne.

Baisser le déficit en maintenant le soutien à l'économie : le défi des budgets en 2021

En 2020, l'effort d'impulsion à l'économie fourni par la politique budgétaire a été à la hauteur du défi : 3,7 points de PIB en moyenne dans la zone euro pour contrer une perte de produit national de 7 points.

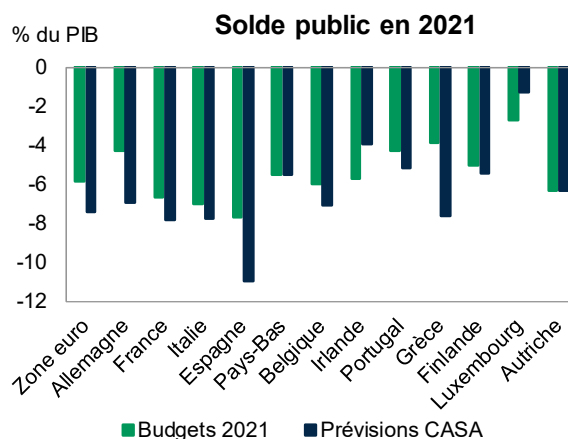
La réponse des États n'a pas toujours été proportionnelle aux dégâts causés par la pandémie aux économies. Pour certains pays fortement endettés, des considérations de crédibilité quant à la soutenabilité de leurs finances publiques ont prévalu et ont limité leur action. C'est le cas notamment de l'Espagne et du Portugal, où malgré un plus fort impact de la crise, les mesures déployées, qu'elles soient enregistrées comme structurelles ou temporaires, ont été moins importantes qu'ailleurs. La dégradation plus importante du déficit due à la conjoncture a, en effet, limité leurs marges de manœuvre. En revanche, des pays tels que l'Allemagne et les Pays-Bas, ayant connu une moindre baisse de l'activité, ont répondu massivement par des mesures de soutien. En France, le déficit structurel est bien en forte hausse ; mais en plus, une dégradation temporaire du déficit est annoncée avec des mesures « one-off » qui contribuent à garantir une impulsion budgétaire fortement positive.

Les États membres dont la position budgétaire est plus solide ont donc généralement fourni un soutien budgétaire plus direct, tandis que les États membres dont la position budgétaire est plus faible ont eu tendance à recourir davantage au soutien de la liquidité. Ces mesures n'ont pas d'impact immédiat sur le déficit global, mais constituent un passif éventuel, si elles venaient à se matérialiser. Leur montant atteint 20% du PIB dans la zone euro, principalement sous forme de garanties étatiques et plus marginalement sous forme de reports d'impôts et de cotisations. La Commission européenne estime à 25% l'utilisation de ces garanties au mois d'octobre 2020.

Cet effort a été rendu possible par la suspension temporaire des règles de supervision budgétaire du Pacte de stabilité, conférant des marges budgétaires aux États. Cette suspension sera encore en vigueur en 2021, puisque les autorités européennes appellent les États à ne pas retirer trop vite leur soutien à l'économie.

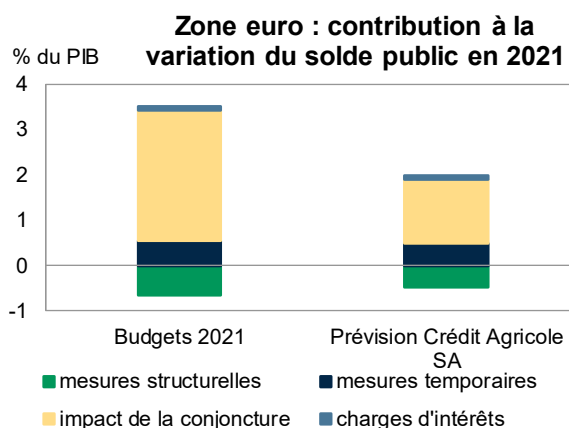
Les projets de budget pour 2021 présentés par les États à la Commission européenne le 15 octobre prévoient, en effet, un écart de production encore négatif en 2021, ce qui

justifie que les mesures discrétionnaires de soutien à l'économie ne soient pas retirées trop tôt. Selon les projets budgétaires les mesures structurelles de soutien fournies en 2021 vont représenter le même montant qu'en 2020 mais la meilleure situation conjoncturelle permettrait de réduire le déficit dans la zone euro.



Sources : Budgets 2021, Crédit Agricole S.A.

Les projections de déficit des projets de budget sont néanmoins déjà obsolètes ; l'impulsion budgétaire positive sera vraisemblablement plus élevée dans certains pays, notamment en Allemagne où une fin prématurée du soutien budgétaire était prévue.



Sources : Budgets 2021, Crédit Agricole S.A.

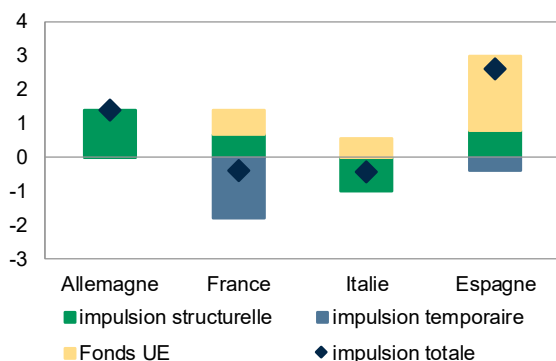
En 2021, les mesures structurelles de soutien à l'activité se réduisent légèrement par rapport à 2020, mais elles restent importantes et compensent le retrait des mesures temporaires. Ainsi, on peut affirmer que la reconnaissance d'une crise plus durable aura conduit les gouvernements à pérenniser une partie des mesures anticipées initialement comme transitoires. C'est le cas notamment en France où néanmoins la baisse des mesures provisoires est plus importante que la remontée du déficit structurel réduisant ainsi l'impulsion fournie à l'économie. **Dans tous les pays,**

la reprise de l'activité contribuera positivement à la baisse du déficit.

Les fonds européens n'interviendront que marginalement pour financer la relance en 2021.

Peu de pays les ont comptabilisés dans leurs budgets pour 2021. D'un côté, les retards dans la négociation du fonds *Next Generation EU* (NGEU) ont laissé initialement peu de visibilité sur les montants exacts et les délais sur lesquels les pays pouvaient compter. De l'autre, les contraintes d'affectation attachées à ces fonds demandent l'élaboration de plans précis de dépenses et la mobilisation d'une importante capacité administrative, avant validation de la Commission européenne. Néanmoins, les fonds comptabilisés par certains États fournissent une impulsion budgétaire importante en complément de l'impulsion nationale, notamment en Espagne et dans une moindre mesure en France et en Italie.

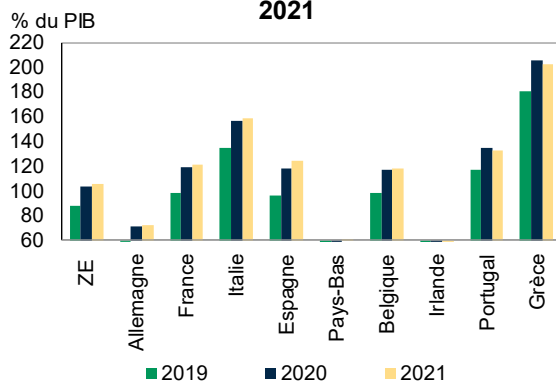
% du PIB Sources de l'impulsion budgétaire en 2021



Sources : Budgets 2021, Crédit Agricole S.A.

Si l'existence d'un déficit jouera encore négativement sur l'accumulation de la dette, cet effet sera en partie compensé par l'écart entre le taux d'intérêt payé sur la dette et le taux de croissance de l'économie, qui deviendrait négatif. La reprise prévue de l'activité permet, en effet, d'inverser cet écart « critique » et de limiter la hausse de la dette en 2021.

Dette publique encore en hausse en 2021



Sources : Crédit Agricole S.A.

La BCE fournit une dernière assurance contre le durcissement monétaire

La communication de la BCE s'est concentrée sur les risques à moyen terme pesant sur les entreprises et les banques, en cas de retrait précoce du soutien massif des autorités nationales. Charrier l'économie sur la berge opposée, et sûre, sans se laisser emporter par le courant de la crise, avec comme **principale boussole des conditions financières favorables**, tel est son message et l'esprit des mesures annoncées. Elle envoie un signal très clair de présence substantielle mais, surtout, durable.

Elle justifie doublement cette présence : impact plus prononcé de la deuxième vague sur le scénario à court terme et incertitude encore élevée accompagnée de risques baissiers. Les comportements de prudence des agents privés et la faiblesse des bilans des entreprises pèsent, en effet, sur les projections de la BCE qui révisé à la baisse la croissance du PIB en 2021 (de 5% à 3,9%) et anticipe une croissance de 4,2% en 2022 et de 2,1% en 2023. Dans ce contexte de croissance faible, l'inflation n'est attendue qu'à 1,4% en 2023. À moyen terme, la reprise doit donc être soutenue par l'expansion budgétaire et le maintien de conditions financières favorables. Le ralentissement de la croissance du crédit aux entreprises en octobre est surveillé avec attention car, s'il est dû à de moindres besoins urgents de liquidité, il résulte aussi de la baisse de l'investissement et d'un durcissement des conditions d'octroi.

La deuxième vague pandémique ayant différé la date de la reprise, la BCE juge nécessaire de **maintenir le niveau de soutien fourni au cours des derniers mois, en facilitant l'octroi de crédit à des conditions favorables au bénéfice des banques qui relèveront le défi.**

La BCE veut éviter la spirale que générerait une réduction du crédit avec le progressif retrait des garanties étatiques et des moratoires sur les prêts. **C'est l'objectif du recalibrage des conditions** de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (**TLTRO III**). La BCE a ainsi allongé de douze mois, jusqu'en juin 2022, la période pendant laquelle des conditions très favorables s'appliqueront : 50 points de base (pb) en dessous du taux de refinancement pour tous les encours et 50 pb en dessous du taux de dépôt pour tout encours net égal au niveau des encours octroyés entre octobre 2020 et décembre 2021. La condition préalable pour bénéficier de cette forte incitation à prêter est claire : ne pas diminuer le soutien existant. Trois opérations supplémentaires seront par ailleurs effectuées (juin, septembre, décembre 2021), mais au taux de refinancement pour les encours en réduction par rapport à leur niveau au cours de la période de référence. Le

Conseil des gouverneurs a, de plus, décidé d'augmenter le montant total que les contreparties seront autorisées à emprunter lors des TLTRO III de 50% à 55% de leur encours de prêts éligibles, mesure qui **redonne de l'oxygène aux banques de la périphérie, plus proches de la limite initiale**. Les mesures d'assouplissement du collatéral adoptées en avril 2020 sont également prolongées jusqu'en juin 2022.

Afin de garantir un « coupe-circuit » de liquidité sur le marché monétaire, la BCE a aussi annoncé quatre opérations supplémentaires de refinancement (PELTRO) de mars à décembre 2021 d'une durée d'un an.

Il convient également **d'éviter les tensions sur le marché souverain au moment où les dégâts causés par le deuxième confinement obligent les États à déployer un effort budgétaire additionnel en 2021, où les émissions s'annoncent plus importantes que prévu et la réduction des bilans publics moins rapide**. Telle est la motivation de **l'enveloppe additionnelle de 500 Mds € consacrée au PEPP** qui porte le programme à un total de 1 850 Mds € et de l'extension de **l'horizon des achats nets jusqu'à fin mars 2022. Les réinvestissements des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance sont aussi prolongés au moins jusqu'à la fin de 2023**. C'est la dynamique de la pandémie et le calendrier du déploiement des vaccins qui définissent cet horizon, avec l'anticipation d'une immunité collective atteinte fin 2021 et une véritable reprise amorcée début 2022 et soutenue à ses débuts par la BCE. La BCE veut donc **éviter toute repentification précoce de la courbe, en maintenant un contrôle strict sur son inclinaison dans toutes les juridictions**. Pour cela, elle se dit prête à faire le plein usage de sa

flexibilité et à ne pas considérer comme un obstacle l'absence de limite d'achats qu'elle s'est imposée.

Ces annonces **éloignent toute perspective de normalisation de la politique monétaire dans le moyen terme**. D'ici là, les conclusions de la révision de la stratégie de la BCE interviendront pour nous éclairer sur ce que doit être une stratégie de normalisation dans le nouveau monde *post*-pandémie et dans l'environnement de taux naturels très bas.

Choc de réallocation, défis de gouvernance et risques de fragmentation

La crise de la Covid-19 a bouleversé et accéléré l'agenda européen de transformation structurelle. L'UE s'est dotée d'un instrument puissant pour accompagner cette transformation et les plans de relance nationaux qui devraient être finalisés au cours du T1 2021 en seront la déclinaison nationale. Cette transformation engendrera des ruptures (redistribution sectorielle de la valeur ajoutée et de l'emploi, modification des tendances de productivité et de compétitivité, impact sur la population active, sur la distribution des revenus et sur le partage profits/revenus du travail). **Les pays seront plus ou moins bien positionnés pour aborder ces changements en fonction de leurs spécificités structurelles (spécialisation, compétitivité, insertion dans les chaînes globales et européennes de la valeur, qualification de la main-d'œuvre)**. **Les politiques d'accompagnement et les modifications de la gouvernance qui en suivront joueront un rôle-clé dans leur réussite**. La capacité des pays à intégrer les nouvelles filières européennes, à s'approprier le saut technologique et à produire la meilleure gouvernance pour gérer l'énorme dépense publique et embarquer le secteur privé forgera la hiérarchie de la sortie de crise. ■

Prévisions de croissance Crédit Agricole S.A.

Zone Euro - (15)	Taux trimestriel (t/t, %)												Taux annuel (a/a, %)			
	2020				2021				2022				2019	2020	2021	2022
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	-3,7	-11,7	12,5	-3,0	1,8	0,9	1,3	1,1	0,9	0,9	0,8	0,7	1,3	-7,4	3,8	3,9
Consommation des ménages	-4,5	-12,4	14,1	-4,2	2,2	0,8	1,3	1,1	0,9	0,8	0,8	0,6	1,4	-8,2	3,7	3,7
Consommation publique	-0,6	-2,2	4,9	0,6	0,9	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	1,9	0,9	4,0	1,6
FBCF totale	-5,7	-16,0	13,8	-3,8	1,8	1,1	1,5	1,3	1,1	1,0	0,9	0,8	5,7	-9,5	2,7	4,6
Exportations de B&S	-3,8	-18,9	17,2	-2,9	2,6	1,8	2,0	1,9	1,9	1,7	1,6	1,5	2,5	-11,1	5,7	7,5
Importations de B&S	-3,0	-18,2	12,0	-3,4	2,9	1,6	1,6	1,8	1,8	1,6	1,5	1,4	3,9	-11,0	3,1	6,9
Variations de stocks, en points de PIB	0,6	0,4	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	0,3	-0,2	-1,0	-1,0
<i>Contributions à la croissance</i>																
Demande intérieure hors stocks	-3,8	-10,6	11,5	-2,9	1,8	0,8	1,1	0,9	0,8	0,7	0,7	0,5	2,3	-6,3	3,4	3,3
Variations de stocks	0,6	-0,2	-1,4	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	-0,5	-0,8	0,0
Commerce extérieur	-0,5	-0,9	2,6	0,1	0,0	0,2	0,3	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	-0,5	-0,4	1,4	0,6

	Taux trimestriel (t/t, %)												Taux annuel (a/a, %)			
	2020				2021				2022				2019	2020	2021	2022
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Zone euro	-3,7	-11,7	12,5	-3,0	1,8	0,9	1,3	1,1	0,9	0,9	0,8	0,7	1,3	-7,4	3,8	3,9
Allemagne	-1,9	-9,8	8,5	-1,4	0,8	0,8	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,6	-5,7	2,5	3,4
France	-5,9	-13,8	18,7	-4,8	3,1	1,0	1,3	1,1	0,8	0,8	0,6	0,5	1,5	-9,2	5,9	3,6
Italie	-5,5	-13,0	15,9	-3,9	1,7	0,7	1,4	0,9	1,0	1,0	1,0	0,4	0,3	-9,2	4,0	3,9
Espagne	-5,2	-17,8	16,7	-4,8	1,9	1,1	1,9	1,9	1,6	1,2	1,0	0,7	2,0	-12,0	3,0	5,9
Pays-Bas	-1,5	-8,5	7,7	-1,4	1,3	0,9	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	1,6	-4,1	3,1	3,3
Belgique	-3,4	-11,8	11,4	-4,5	3,7	1,4	1,6	1,2	0,8	0,6	0,6	0,6	1,7	-7,5	4,5	3,7
Irlande	-3,5	-3,2	11,1	-0,6	0,8	2,0	1,4	1,4	1,2	1,1	1,1	1,1	5,9	3,1	7,5	5,2
Portugal	-4,0	-13,9	13,3	-2,4	1,2	1,1	2,0	1,3	1,1	0,9	0,6	0,4	2,2	-8,3	3,9	4,5
Grèce	0,1	-14,1	2,3	-2,6	1,5	1,5	3,5	2,9	1,7	1,2	0,6	0,4	1,6	-10,0	0,2	7,4
Finlande	-1,5	-3,9	3,3	-1,0	1,1	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	1,1	-3,4	1,6	1,8
Luxembourg	-1,4	-10,3	11,9	-4,0	4,0	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	2,3	-3,8	4,8	2,5
Autriche	-2,8	-11,6	12,0	-0,1	1,2	0,5	0,6	0,6	0,9	0,9	0,9	0,9	1,4	-6,4	4,5	3,1
Slovénie	-4,7	-9,8	12,4	-1,7	1,0	0,2	2,2	2,0	0,7	0,7	0,7	0,7	3,1	-6,1	4,7	4,4
Malte	-2,7	-17,1	12,7	-0,7	1,4	1,2	1,1	0,3	1,7	2,6	1,1	1,1	5,3	-8,7	3,5	5,7

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
18/12/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
18/12/2020	<u>Allemagne – Scénario 2021-2022 : une croissance subordonnée au risque sanitaire et au soutien de la politique budgétaire</u>	UE
18/12/2020	<u>Royaume-Uni – Scénario 2021-2022 : des combats à gagner avant toute reprise durable</u>	Royaume-Uni
17/12/2020	<u>Monde – Scénario macro-économique 2021-2022 : au-delà d'une reprise chaotique, des cicatrices durables</u>	Monde
17/12/2020	<u>Monde – Scénario macro-économique 2021-2022 : prévisions économiques et financières</u>	Monde
16/12/2020	<u>France – Scénario 2021-2022 : quelle sortie de crise ?</u>	France
11/12/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
10/12/2020	<u>France – Prévoir le PIB dans cette crise atypique : quelques éléments d'explication</u>	France
10/12/2020	<u>France – Immobilier résidentiel : un marché plutôt résistant face au coronavirus</u>	France, immobilier
09/12/2020	<u>Zone euro – Conjoncture flash : les composantes du PIB au T3 2020</u>	UE
09/12/2020	<u>La bête qui guette : BEAST, le scénario risque de la BCE et ses implications</u>	UE
09/12/2020	<u>Inde – Une convalescence à surveiller</u>	Asie
08/12/2020	<u>Quel avenir pour les plateformes françaises du crowdlending ?</u>	Banques, informatique
07/12/2020	<u>Brésil – Une singulière histoire de rating ou "Je t'aime, moi non plus"</u>	Amérique latine
04/12/2020	<u>Brexit : dernières actualités et conseils de préparation pour les entreprises françaises</u>	Brexit
04/12/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
03/12/2020	<u>Italie – Conjoncture, Flash PIB : composantes au T3 2020</u>	Italie
02/12/2020	<u>Entreprise, où est la crise ?</u>	UE
01/12/2020	<u>Qatar – Un plan de soutien massif pour contenir la crise</u>	Moyen-Orient

Crédit Agricole S.A. — Direction des Études Économiques

12 place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la Publication : Isabelle Job-Bazille

Rédacteur en chef : Armelle Sarda

Documentation : Dominique Petit - **Statistiques :** Robin Mourier

Secrétariat de rédaction : Fabienne Pesty

Contact: publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/>

iPad : application **Etudes ECO** disponible sur App store

Android : application **Etudes ECO** disponible sur Google Play

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.