

Perspectives

N°21/142 – 22 avril 2021

ZONE EURO – Scénario macro-économique 2021-2022

Sortie uniforme de la crise sanitaire, sortie différenciée de la crise économique

- La seconde vague épidémique enregistrée en fin d'année s'est traduite dans la zone euro par un nouveau recul de la croissance au T4 2020 (-0,7%).
- Ce repli a creusé le différentiel de croissance entre la zone euro (4% en 2021 et 4,1% en 2022 en prévision) et les autres grandes économies avancées ainsi que l'écart par rapport au niveau du PIB d'avant la crise (- 6,8% fin 2020).
- En 2020, la récupération de la consommation des ménages n'a été que partielle, mais la nouvelle remontée du taux d'épargne au T4 2020 laisse entrevoir une possibilité immédiate de rebond de la consommation au déconfinement. Elle interroge aussi sur les ressorts des dépenses une fois le soutien public épuisé, notamment dans les pays où la croissance des revenus est encore négative.
- La sous-utilisation de la main-d'œuvre qui a fortement diminué au cours de l'été s'est stabilisée en fin d'année à un niveau très élevée par rapport à celui d'avant-crise. Le taux de chômage en baisse cache encore ces effets des retraits importants d'activité, qui justifient une remontée du taux de chômage dès la reprise de l'activité.
- La récupération de l'investissement est plus avancée, bien que différenciée entre pays et bénéficie d'une reprise très rapide de l'investissement en construction.
- Malgré le retard dans le déploiement de la campagne vaccinale enregistré au T1, la fourniture massive de doses anticipée au T2 va permettre d'atteindre les objectifs de vaccination de façon uniforme dans les principales économies de la zone.
- Entretemps, au premier semestre, la zone euro va profiter du dynamisme du cycle manufacturier mondial, ce qui limiterait le repli du PIB au T1 2021 (-0,6%). La réouverture partielle des activités au mois de mai va permettre d'afficher une croissance positive au T2 (+1,1%), en amont du plus fort rebond anticipé à l'été (+2,4%), avec la reprise de la consommation de services et la réouverture des flux touristiques dans la zone.
- La politique budgétaire va maintenir son soutien à la reprise, avec des mesures supplémentaires en 2021 qui vont empêcher une (trop précoce) amélioration des déficits publics. Ce nouvel effort est permis par la suspension des règles budgétaires européennes jusqu'en 2022, autorisant ainsi le soutien par des mesures principalement à la charge des budgets nationaux, dans l'attente que les versements liés au Plan de relance européen se déploient, plus massivement, à partir de 2023.
- La politique monétaire continue de se montrer très attentive aux conditions de financement des agents privés et publics, et se refuse à toute complaisance avec une révision injustifiée des anticipations d'inflation par les marchés.
- Notre scénario retient une pleine récupération de la consommation et des exportations fin 2022, mais pas de l'investissement. Ainsi la reprise serait incomplète, la demande intérieure n'ayant pas retrouvé son niveau d'avant-crise à

l'horizon de notre scénario. Elle serait aussi hétérogène. Si la moyenne de la zone euro, tout comme la France et l'Allemagne retrouveraient leur niveau de PIB pré-crise à la mi-2022, l'Italie et l'Espagne seraient encore en deçà, fin 2022.

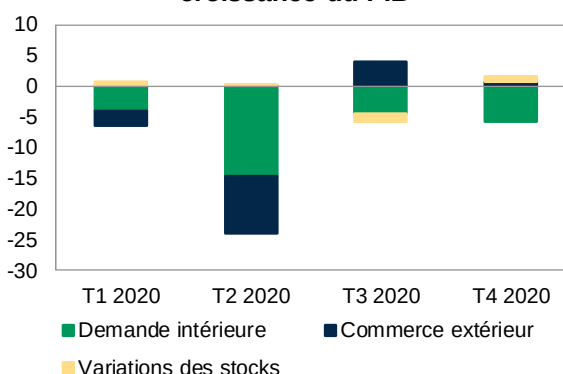
- Les risques sont plus équilibrés qu'il y a quelques mois. La gestion centralisée de la campagne de vaccination devrait garantir une sortie homogène de la crise sanitaire entre pays. En revanche, la sortie de la crise économique s'avère plus hétérogène, bien que la montée en puissance des fonds européens devrait réduire cette fragmentation.
- La principale source de risque pesant sur notre scénario provient des pressions croissantes sur la solvabilité des entreprises et du choix complexe qui se pose aux gouvernements lié au passage de la gestion d'une problématique de liquidité à une problématique de solvabilité.

Avec une contraction du PIB plus sévère en 2020 (-6,8%) et une croissance plus modeste anticipée pour 2021 (4%) et 2022 (4,1%), la crise de la Covid a creusé le différentiel de croissance entre la zone euro et les autres grandes économies avancées. Les nouvelles mesures de restriction à la mobilité et à l'activité conduisent à modérer nos projections pour le début de l'année. Les meilleures perspectives pour le deuxième semestre permettent néanmoins d'anticiper un retour de l'activité au niveau pré-crise plus précoce (au deuxième trimestre 2022) que dans notre scénario de décembre.

T4 2020 : après la chute et le rebond, l'apprentissage de la résilience

La croissance de la zone s'est révélée plus résistante face aux nouvelles mesures de restrictions mises en œuvre depuis le mois de novembre pour dompter la deuxième vague épidémique. Au quatrième trimestre 2020, le repli du PIB a atteint 0,7% sur le trimestre : alors que la hausse de la demande étrangère s'est maintenue et que l'investissement a poursuivi sa dynamique positive, ce recul est principalement imputable à la baisse de la consommation privée.

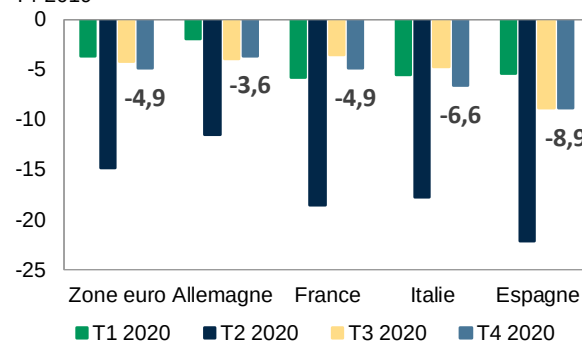
% du PIB Zone euro : contribution à la croissance du PIB



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

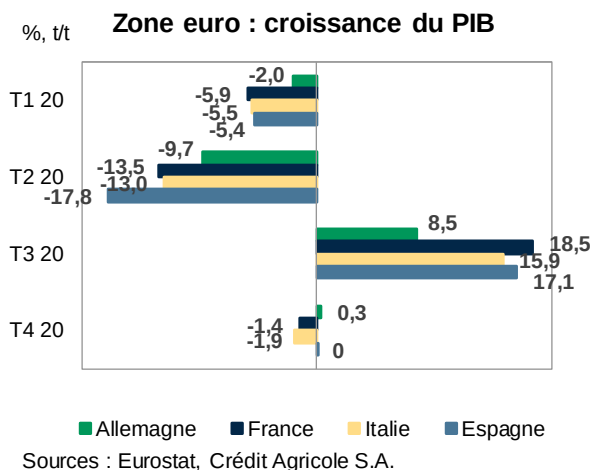
À la fin de l'année 2020, dans la zone euro, l'écart du PIB par rapport à son niveau pré-crise s'est encore creusé (-4,9% par rapport au quatrième trimestre 2019) ; l'ampleur de ce déficit d'activité diffère néanmoins sensiblement parmi les grandes économies : inférieur à la moyenne de la zone euro en Allemagne (-3,6%), égal en France (-4,9%), mais supérieur en Italie (-6,6%) et surtout en Espagne (-9%).

%, par rapport à T4 2019 PIB : écart au niveau pré-crise



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

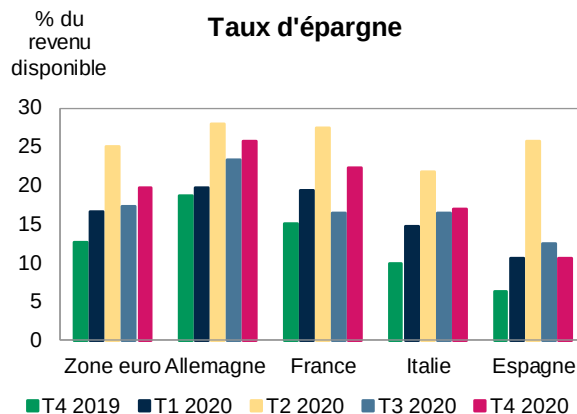
La réponse des économies européennes au confinement de l'automne a été hétérogène : variable selon, d'une part, le calendrier et la sévérité des mesures de restrictions et, d'autre part, la capacité de chaque économie à profiter d'un cycle manufacturier mondial très dynamique (cf. *encadré hypothèses sanitaires*). Le PIB s'est donc replié en Italie (-1,9%) et en France (-1,4%), mais a poursuivi sa croissance en Allemagne (+0,3%) et est stable en Espagne (0%).



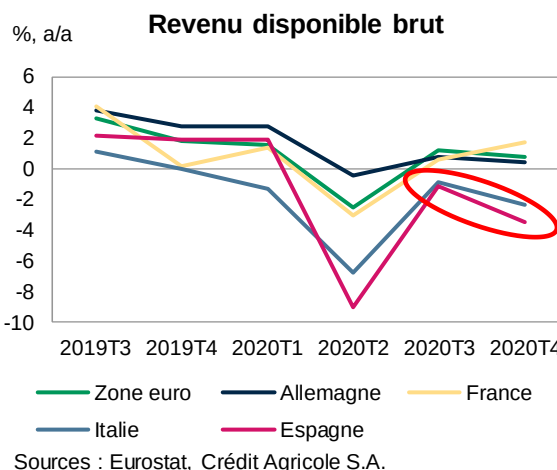
Globalement, **le recul de la consommation des ménages (-3%) a été moins marqué qu'anticipé**, les comportements de dépense s'étant progressivement adaptés aux nouvelles modalités offertes par les commerces. **En dépit de la nouvelle baisse des heures travaillées, la masse salariale a progressé et le repli du revenu disponible (-0,8%) a été limité, soutenu aussi par la dynamique des prestations sociales ainsi que par les reports d'impôts.** Le revenu disponible reste très proche du niveau pré-crise qu'il a retrouvé dès l'été 2020. Ce sont donc les contraintes pesant sur la dépense qui ont engendré une nouvelle remontée du taux d'épargne. Après sa baisse au T3 2021, qui avait accompagné la reprise de l'activité et de la consommation au cours de l'été, **le taux d'épargne des ménages est fortement remonté au T4 2020 (19,8% après 17,3%). C'est son plus haut niveau depuis 1999, après le pic connu au T2 2020 à 25% lors du premier confinement.** La capacité de financement des ménages est aussi en forte hausse à 11,1% et se traduit par une nouvelle accumulation d'actifs liquides, qui à 126,5% du revenu disponible ont engrangé 9 points de hausse depuis un an. La remontée de l'endettement est aussi importante (+5 points sur un an à 62,7%), tirée par l'endettement bancaire (+2,9% sur un an). L'augmentation de la richesse financière et non financière permet néanmoins une nouvelle hausse de la richesse nette des ménages. Cette épargne forcée laisse entrevoir une possibilité immédiate de rebond de la consommation au déconfinement, mais interroge sur les ressorts des dépenses une fois le soutien public épuisé.

Ces interrogations sont plus prégnantes pour certains pays que pour d'autres. Une baisse plus marquée des dépenses des ménages a été observée en France (-5,6%) et en Allemagne (-3,3%), tandis qu'en Espagne la consommation privée s'est inscrite en légère hausse. Le taux d'épargne a enregistré une nouvelle hausse dans

toutes les grandes économies de la zone à l'exception de l'Espagne. Il a augmenté le plus fortement en France (où, au T3 2020, il avait presque retrouvé son niveau d'avant-crise) et en Allemagne, mais dans une moindre mesure en Italie.

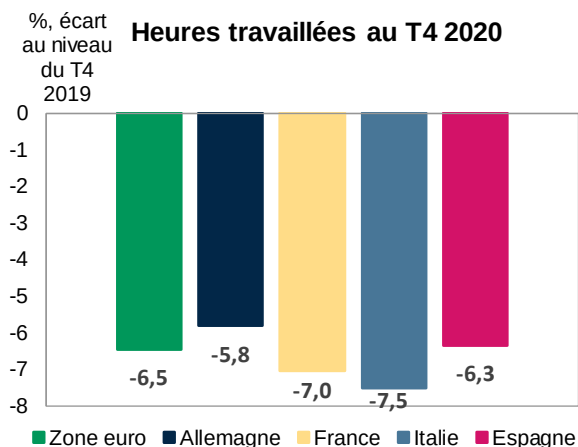


Mais la dynamique des revenus explique aussi ces mouvements : le revenu disponible brut a encore accéléré sur un an en France au T4, il a maintenu une dynamique positive en Allemagne, alors qu'il est encore en repli en Italie et davantage en Espagne, limitant ainsi la capacité d'épargner. Ces écarts dans les revenus et dans les réservoirs d'épargne vont justifier des capacités de rebond différenciées de la consommation des ménages.



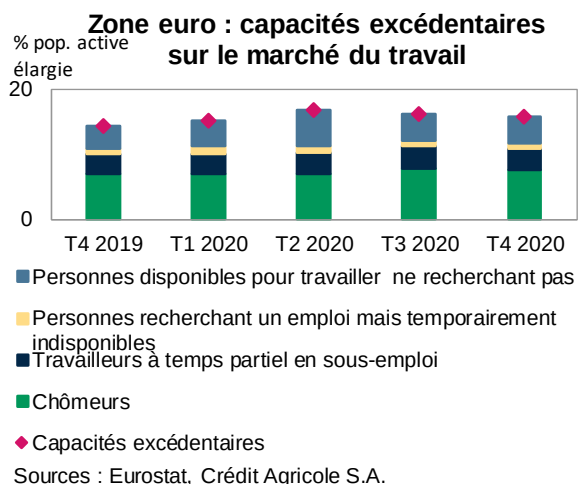
La masse salariale a été soutenue par la remontée de l'emploi (+0,3%), en dépit du **nouveau repli des heures travaillées (-1,6%) au T4 qui a creusé leur écart par rapport à la période pré-crise (-6,5%).**

Si au cours de l'été, la levée des contraintes pesant sur la mobilité a permis aux personnes temporairement absentes du marché du travail de reprendre leur activité, le nombre de personnes absentes car mises à pied a de nouveau augmenté au T4 2020, notamment en France et en Italie.



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

Les personnes indisponibles pour travailler ou chercher un emploi avaient pu rejoindre le marché du travail durant l'été, mais ce retour s'est interrompu au T4 2020. **La sous-utilisation de la main-d'œuvre, qui a fortement diminué au cours de l'été, s'est stabilisée en fin d'année à un niveau très élevée par rapport à celui d'avant-crise.** Si le mouvement de retour sur le marché du travail s'était traduit par une remontée de l'emploi, mais aussi du chômage au cours de l'été, le taux de chômage est ensuite reparti à la baisse, sous l'effet combiné d'une croissance modeste de l'emploi (+0,3% au T4 2020) et d'une croissance encore plus modeste de la population active.



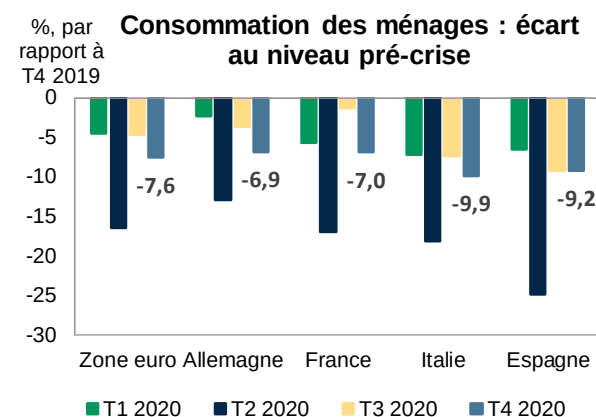
La croissance de l'investissement au T4 2020 est restée positive dans la zone euro (+1,6%) et dans toutes les grandes économies, à l'exception de l'Espagne. Néanmoins, les dynamiques à l'œuvre diffèrent entre pays : l'investissement productif (+0,8% dans la zone euro) n'a progressé qu'en Italie et a accusé le plus fort repli en France ; en revanche, l'investissement en construction (+0,2% dans la zone euro) a tiré l'accumulation du capital en Allemagne et en France, tandis qu'il se repliait en Italie (après une hausse de 41% au troisième trimestre) et plus fortement encore en Espagne.

Le taux de marge des sociétés non financières s'est amélioré au T4 dans la zone euro, retrouvant son niveau de 2017 (40,4%). Il s'est redressé dans toutes les grandes économies de la zone. Il a bénéficié d'une baisse du coût de la main-d'œuvre et des impôts sur la production, nets des subventions, ces dernières incluant le soutien public au titre du chômage partiel. **Cette amélioration de la rentabilité reste donc fictive,** mais permet de soutenir la poursuite de l'investissement des entreprises poussant à la hausse leur taux d'investissement (+23,4%). La capacité de financement continue donc de se redresser (2,3% de la valeur ajoutée) et contribue à entretenir le stock d'actifs liquides des entreprises qui, en un an, a augmenté de 11,6 points de valeur ajoutée. Ces liquidités sont aussi alimentées par la croissance très soutenue du crédit (+3,6% sur un an) et du taux d'endettement bancaire (+17 points), ce qui contribue à la remontée du taux d'endettement des entreprises (84,2%). Les standards de crédit et les termes et conditions sur les nouveaux prêts se sont néanmoins durcis dès l'été, rendant ainsi plus coûteuse la poursuite de l'endettement. Des standards de crédit plus stricts peuvent néanmoins être associés au déclin des demandes de prêts garantis par l'État. La garantie étatique avait, en effet, contribué à un net relâchement des critères d'octroi.

Le bilan de 2020

Sur l'ensemble de l'année 2020, la récupération de la consommation des ménages n'a donc été que partielle (-8,1% en moyenne d'année, avec un retard de -7,6% sur le niveau d'avant-crise).

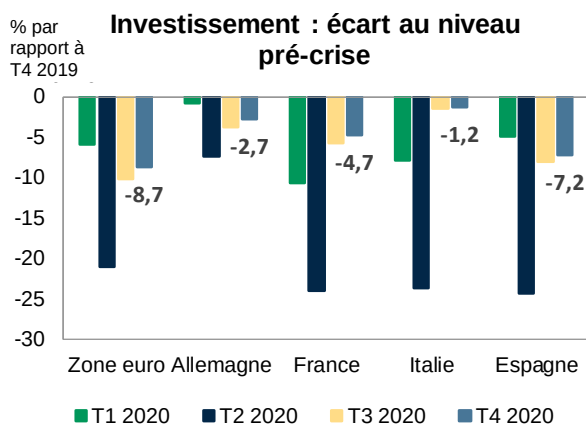
Elle a été plus rapide en Allemagne et en France (où elle n'a gardé qu'un écart de -6,8% et -7% au niveau pré-crise) qu'en Espagne et en Italie (où cet écart est de -9,9% et -9,2% respectivement).



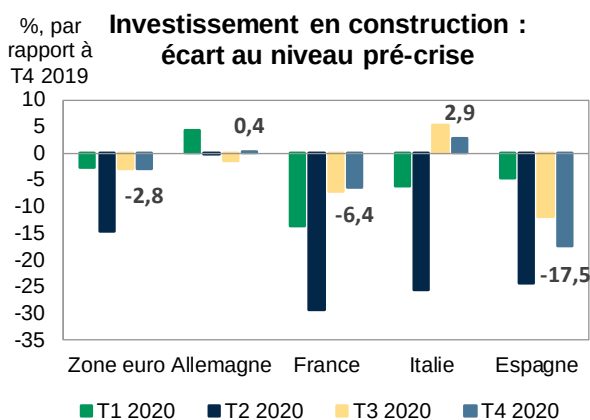
Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

La baisse de l'investissement a été importante sur l'année 2020 (-8,5%) et sa reprise est aussi retardée (-8,7% par rapport au niveau pré-crise)

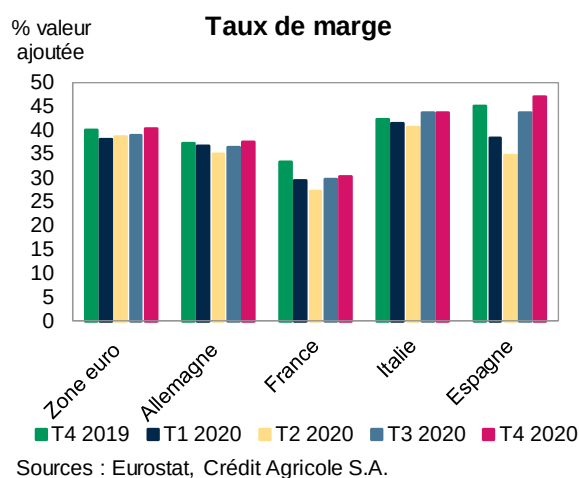
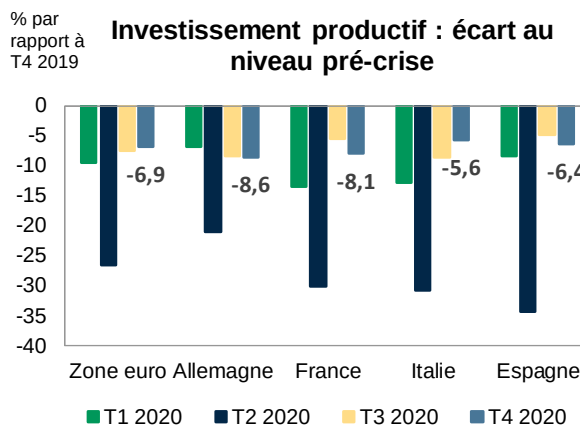
mais elle est globalement plus avancée en Italie (-1,2%) et en Allemagne (-2,7%), tandis qu'elle reste bien en deçà en France (-4,7%) et en Espagne (-7,2%).



Dans la construction, l'accumulation de capital est proche du niveau pré-crise (-2,8%) du fait d'une dynamique très soutenue en Allemagne et en Italie où le niveau de fin 2019 a été déjà dépassé, tandis que la France et surtout l'Espagne marquent un retard plus important.



La récupération est en revanche plus partielle pour l'investissement productif (-6,8%). En Italie et en Espagne la reprise plus rapide de l'investissement productif est soutenue par un taux de marge ayant plus rapidement retrouvé son niveau d'avant-crise, alors que celui-ci demeure encore un peu inférieur en Allemagne et davantage encore en France.



2021 : profiter de la reprise d'autrui, avant d'inscrire la sienne

Notre scénario de croissance introduit une révision à la baisse de la croissance au premier trimestre 2021 (-0,6%) par rapport aux prévisions de décembre, tandis que la réouverture partielle des activités anticipée au milieu du deuxième trimestre permet de relever la croissance du trimestre prochain (+1,1%) (cf encadré hypothèses sanitaires).

Malgré les nouvelles peu réjouissantes sur la situation sanitaire actuelle et les restrictions annoncées, au cours du premier semestre la zone euro profite de la puissance du cycle mondial et du dynamisme affiché par l'activité américaine. L'amélioration globale de la confiance se transmet à la zone, notamment dans l'industrie où la croissance de la production aurait fortement accéléré en mars, selon l'indice PMI qui s'installe à son plus haut niveau depuis 1997. Toutefois, le taux d'utilisation des capacités demeure encore faible au premier trimestre et les contraintes à la production élevées à la fois du côté de la demande comme du côté de l'offre.

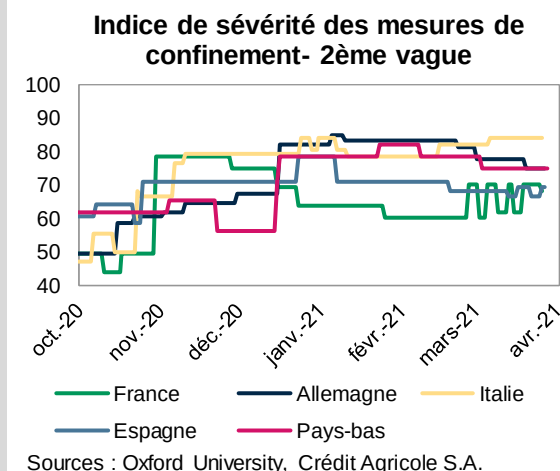
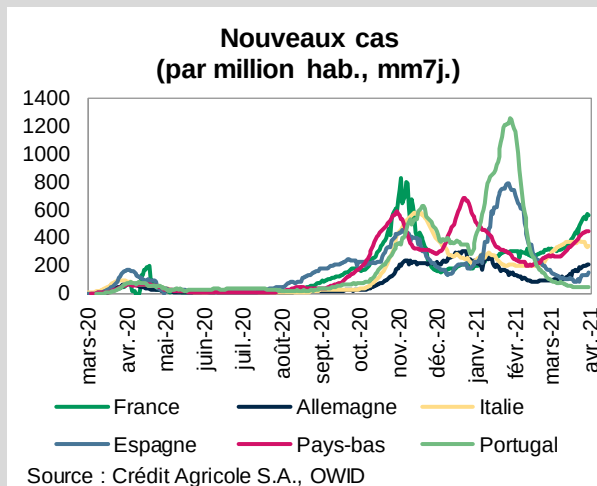
Focus zone euro – Hypothèses sanitaires : une course contre la montre ambitieuse mais réalisable

Si, en fin d'année dernière, la disponibilité de plusieurs vaccins a pu faire converger les anticipations vers une sortie de crise rapide, une reconfiguration des anticipations est vite intervenue. L'apparition de variants du virus, ainsi que les retards dans la production et la distribution des vaccins, ont contribué à une plus grande dispersion des anticipations. Cela a conduit à reformuler l'arbitrage, plus difficile, entre pertes plus durables d'activité et maîtrise d'une pandémie devenue plus complexe. Cet arbitrage entre l'économie et le sanitaire est devenu plus difficile à trancher, influencé par les coûts du premier confinement désormais connus et qui ont dessiné des hiérarchies économiques entre les pays. Les hésitations autour des stratégies de limitation de l'activité et de la mobilité ont caractérisé les réponses aux deuxième et troisième vagues de la pandémie.

Au début du deuxième confinement, les contraintes à la mobilité et les fermetures d'activité ont été les plus restrictives en France et en Italie, dans une moindre mesure en Espagne et bien moins en Allemagne. Mais dès décembre, l'Allemagne et l'Italie ont davantage restreint les activités, suivies par l'Espagne, alors que la France commençait à relâcher les contraintes. En janvier, les restrictions à la circulation et à l'activité demeuraient très sévères en Allemagne, aux Pays-Bas et en Italie, où néanmoins un certain relâchement était opéré, de même qu'en Espagne où les mesures étaient moins restrictives depuis le début de la deuxième vague. La situation en France se caractérisait par des mesures moins contraignantes. Si cette hiérarchie entre pays s'est maintenue en février, en mars, l'Allemagne et les Pays-Bas ont commencé à alléger les contraintes pour ensuite faire marche arrière, tandis que l'Italie et la France les ont durcies davantage. L'Espagne, en revanche, n'a que peu modifié la sévérité des mesures en place.

Si l'on misait sur ces dernières restrictions pour contrôler la propagation du virus, c'est désormais sur la stratégie vaccinale que l'on compte pour dessiner le calendrier de réouverture de l'économie. Bien que plus lent qu'ailleurs, ce calendrier s'annonce néanmoins homogène entre les pays de l'Union européenne (UE). La stratégie adoptée par l'UE pour l'approvisionnement en vaccins a progressivement évolué avec l'abandon du principe du chacun pour soi, qui avait caractérisé les premières semaines de la pandémie, au profit d'un esprit de coopération plus fort. Les capitales européennes ont ainsi chargé la Commission européenne d'acheter des vaccins et de soutenir un effort coordonné pour les distribuer. La Commission s'est assurée de la production en quantité suffisante de vaccins dans l'Union, en concluant, au nom des États membres de l'UE, des accords et des contrats d'achat anticipé avec les fabricants afin que tous les États aient un accès abordable aux vaccins contre la Covid-19. Le montant dépensé est financé par les 2,7 milliards d'euros de l'instrument de soutien d'urgence.

La Commission a d'abord proposé aux pays la solution la plus équitable pour l'attribution des doses de vaccin : se fonder sur une répartition au *pro rata* de la population de chaque État membre. Mais les États ont décidé de s'écarter de cette proposition en introduisant une dose de flexibilité qui permet de prendre en compte la situation épidémiologique et les besoins de vaccination de chaque pays. Ce choix se justifiait également par une série de différences : différences entre les prix des vaccins (entre cinq et dix fois supérieurs pour les vaccins à ARNm par rapport à celui d'AstraZeneca), entre leurs conditions de stockage et entre les chances présumées des laboratoires d'aboutir à un vaccin.



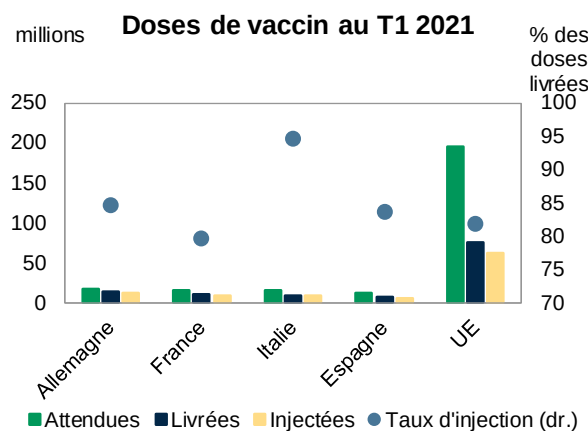
Dans le cadre de ce système, si un État décide de ne pas utiliser son allocation au *pro rata*, ses doses sont redistribuées entre les autres États membres intéressés. C'est ainsi que certains pays (Autriche, Slovaquie, Croatie, République tchèque, Lettonie et Bulgarie) ont choisi de moins participer à l'achat des vaccins à ARNm et de miser sur AstraZeneca pour leur campagne vaccinale ; l'Allemagne (83 millions d'habitants), au contraire, a choisi le vaccin Pfizer-BioNTech et devrait recevoir 94 millions de doses, 64 millions provenant du premier achat de 200 millions de l'UE et 30 millions d'un accord bilatéral distinct signé après que certains pays ont refusé d'acheter les 100 millions de doses supplémentaires réservées par l'UE.

Les retards de livraison ont contribué au décalage dans le temps de l'objectif de déploiement de la campagne vaccinale européenne au cours du premier trimestre 2021. L'impératif est désormais de sauver le deuxième trimestre de l'année et de tenir l'objectif de vaccination de 80% des professionnels de la santé et de l'aide sociale, ainsi que des personnes de plus de quatre-vingts ans, avant la fin mars et de 70% de la population adulte pour la fin de l'été. La réalisation de ces deux objectifs permettrait, dans un premier temps, de réduire les taux de décès et d'hospitalisation et de soulager la pression sur les systèmes de soins de santé ; elle permettrait ensuite de mettre l'Europe sur la voie de l'immunité collective, en contribuant à protéger les personnes qui ne peuvent pas être vaccinées et en offrant un rempart contre la propagation du virus et le développement de variants.

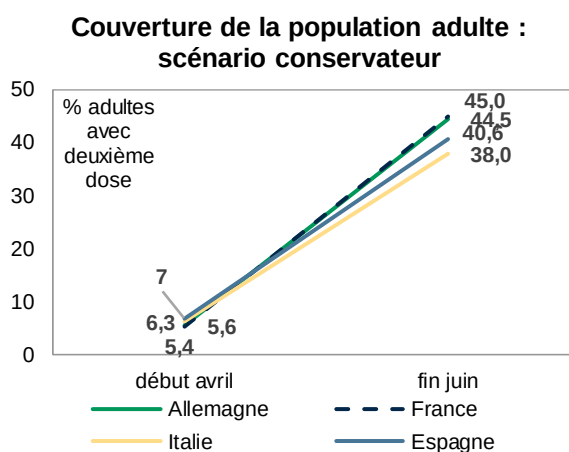
L'UE a d'abord répondu aux retards de livraison en rachetant de nouvelles doses d'autres fournisseurs (10 millions de vaccins Pfizer-BioNTech) et en durcissant le dispositif de contrôle et de transparence des exportations de vaccins introduit fin janvier, ce qui permet de bloquer les exportations de vaccins produits sur le territoire de l'UE, en cas de retard dans la livraison d'un fournisseur dans le respect des principes de réciprocité et de proportionnalité (situation épidémiologique et proportion de la population déjà vaccinée). Ce blocage doit intervenir sans toutefois avoir d'incidence sur les engagements internationaux de l'UE (continuer les exportations dans le cadre du plan Covax) et sans menacer la continuité de la production des vaccins. En effet, avec une chaîne de fabrication mondiale, la coordination politique entre pays est essentielle et le « nationalisme vaccinal » est à proscrire, car il décourage le financement public des capacités de production aux différents niveaux de la chaîne de valeur qui permettrait d'atteindre l'échelle nécessaire pour satisfaire la demande mondiale.

Dans l'immédiat, les objectifs de la stratégie de vaccination semblent accessibles. L'UE a réussi à vacciner 14,2% de sa population adulte avec une première dose et 6% avec une deuxième. Parmi les quatre grands pays, le taux de livraison par rapport aux doses attendues au premier trimestre s'est étalé entre 56% en Italie et 79% en Allemagne. Les pays qui ont le plus compté sur AstraZeneca, tels que l'Italie et l'Espagne, ont compensé les moindres doses livrées par une plus grande efficacité dans l'administration des vaccins (avec un taux d'injection qui se situe entre 89% en Italie et 72% en France).

Au deuxième trimestre, les doses attendues sont plus importantes. Les deux fournisseurs Pfizer-BioNTech et Moderna, qui ont respecté leurs engagements de livraison au premier trimestre, sont censés augmenter leurs livraisons, tandis qu'AstraZeneca s'est engagé à livrer seulement 70 millions de doses sur les 180 prévus par contrat. En faisant l'hypothèse très conservatrice que seulement la moitié des doses promises seront livrées (un tiers pour AstraZeneca), entre 38% et 51% de la population adulte pourrait être vaccinée à la fin juin.



Sources : ECDC, Crédit Agricole S.A.



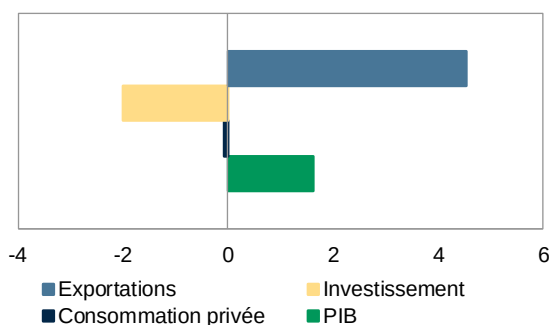
Sources : ECDC, Crédit Agricole S.A.

Un plus fort rebond à l'été est aussi anticipé (+2,4%), avec la reprise de la consommation de services et la réouverture des flux touristiques en Europe.

Notre scénario retient ainsi une pleine récupération de la consommation et des exportations fin 2022, mais pas de l'investissement. Les dépenses des ménages auront pleinement récupéré en France et en Allemagne à la mi-2022, mais pas en Italie ni en Espagne. L'investissement n'aura pas retrouvé son niveau d'avant-crise à l'horizon de notre scénario, notamment l'investissement productif. Malgré l'effet stabilisateur du soutien public, la situation financière des entreprises s'est dégradée. Les besoins de trésorerie affectée au paiement des reports d'impôts et de cotisations et au remboursement de la dette risquent de freiner la propension à investir des entreprises et d'alimenter leur aversion au risque. Si les maturités et les délais de grâce des prêts garantis par l'État ont été allongés, les moratoires sur les prêts arrivent au bout de leur fonction de soutien à la liquidité et leur prolongation, devenant plus coûteuse pour les banques, fera l'objet d'une sélection accrue. **Les dégâts sur la survie des entreprises n'ont pas été entièrement évités, mais seulement reportés. Cela vaut aussi pour les dommages sur l'emploi.** Les retraits d'activité temporaires ne pourront pas tous être résorbés par la reprise de l'emploi. S'y ajouteront des effets de réallocation importants entre secteurs. **Le taux de chômage va augmenter et atteindre un pic début 2022 (9,5%) avant d'entamer sa décrue.**

Récupération incomplète en zone euro : écart au niveau pré-crise au T4 2022

% par rapport au T4 2019

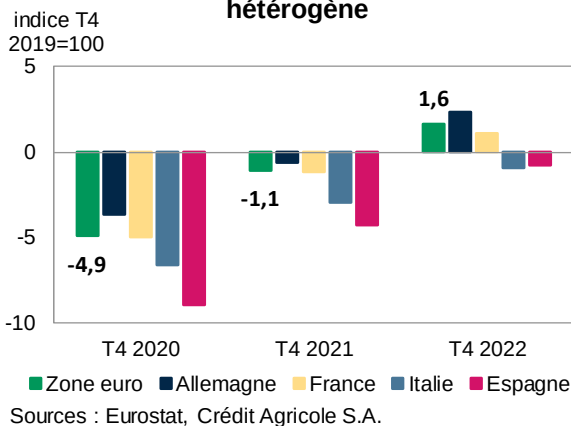


Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

Ainsi la reprise serait incomplète, la demande intérieure n'ayant pas retrouvé son niveau d'avant-crise à l'horizon de notre scénario. Elle serait aussi hétérogène. Si la moyenne de la zone euro, tout comme la France et l'Allemagne retrouveraient leur niveau de PIB pré-crise à la

mi-2022, l'Italie et l'Espagne seraient encore en deçà, fin 2022.

Zone euro : récupération tardive et hétérogène

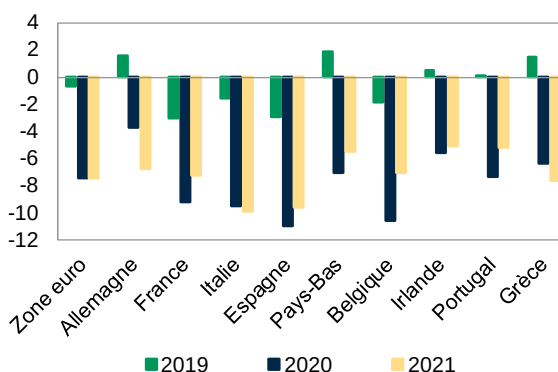


Politique budgétaire : une impulsion positive et encore largement nationale

Le repli du PIB dans la zone euro en 2020 (-6,8%) a été moins marqué qu'anticipé lors de la présentation des budgets pour 2021 (-7,8%) ; le déficit se serait moins creusé que prévu (7,4%, contre 8,7% du PIB), du fait à la fois d'une moindre dégradation de la composante cyclique du solde que de la composante structurelle. En effet, les mesures de soutien mises à disposition en 2020 n'ont pas été utilisées entièrement et le solde a été reporté sur 2021. En 2021, la croissance s'annonce plus faible (+4%) qu'initialement anticipé lors de la définition des budgets pour 2021 (+5,9%) et l'amélioration du solde public due au cycle serait moindre. Mais, surtout, la dégradation structurelle du solde s'annonce plus importante à la fois avec le report sur le déficit de 2021 des dépenses non engagées en 2020 et des mesures supplémentaires mises en œuvre pour amortir l'impact négatif du deuxième (voire troisième) confinement.

Solde public

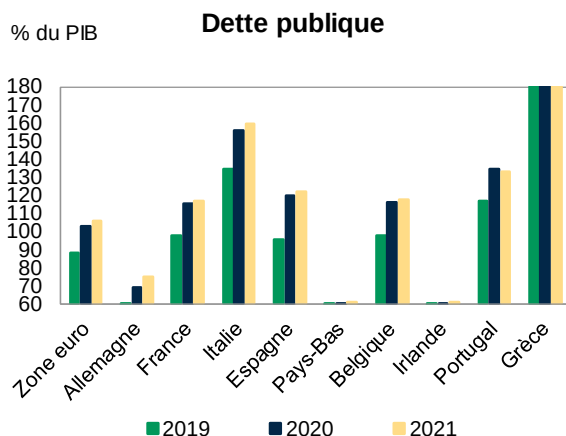
% du PIB



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

Ainsi, le déficit ne s'améliorerait guère (7,4%) en 2021 et la dette qui était annoncée en baisse

continuerait d'augmenter passant de 100,8% en 2020 à 103,9% du PIB. Au total, des mesures supplémentaires à hauteur de 1,5 point de PIB ont été annoncées depuis novembre 2020. Alors qu'initialement l'orientation budgétaire devait devenir plus restrictive en France et en Italie et ne pas varier en Allemagne, elle sera finalement plus expansionniste dans toutes les grandes économies de la zone.



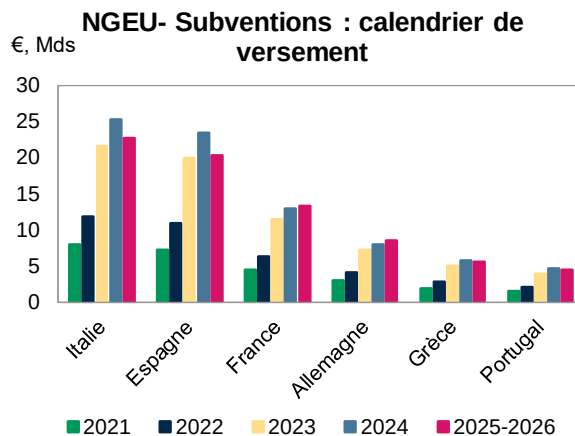
Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

Les États ont donc répondu présents aux recommandations des institutions européennes et internationales à en « faire plus ». Ils ont été aidés par la décision de la Commission de reporter la suspension des règles du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) au moins jusqu'en 2022. L'incertitude sur le futur cadre de supervision budgétaire demeure cependant importante, puisque la discussion sur une éventuelle réforme des règles n'a pas encore débuté, bien que le Comité budgétaire européen suggère de discuter de cette réforme avant de désactiver la clause dérogatoire générale du PSC. Dans ce contexte, **dépenser plus comporte les risques d'un retour de bâton et d'une restriction budgétaire précoce en cas de rétablissement des règles européennes dès 2023.**

Néanmoins, les fonds européens apportent un peu de visibilité : bien que versés plus tardivement (avant 2026), l'engagement des montants est connu en avance (avant 2023) et permet aux pays d'anticiper des dépenses sur le budget national. Les pays devraient pouvoir bénéficier de 9% du montant total des subventions en 2021, 13% en 2022, 24% en 2023, 27% en 2024 et le restant jusqu'en 2026. À cela pourraient s'ajouter 15% du total des prêts du NGEU dès 2021 et 28% en 2022.

La bienveillance des marchés, rassurés par l'existence du plan européen, va aussi permettre de combler à un faible coût les besoins de financement les plus urgents. C'est ainsi que le rendement moyen à l'émission a pu baisser à 0,6% en moyenne en 2020 en Italie et à

0,2% en Espagne. Ce moindre coût de financement permet ainsi, notamment pour les pays principaux bénéficiaires des fonds, de réduire la pression à la consolidation à l'horizon 2024. L'Italie et l'Espagne pourraient ainsi bénéficier de respectivement 8 et 7 milliards d'euros de subventions dans le cadre du NGEU en 2021 et à 11,8 et 10,9 milliards d'euros en 2022.



Source : Crédit Agricole S.A.

À ces montants s'ajoutent respectivement 8,3 et 3,9 milliards d'euros de prêts déjà versés dans le cadre du programme SURE pour financer les dispositifs de chômage partiel, soit 0,9% du PIB en 2021 dans les deux pays. Adopté en mai 2020, le programme s'est rendu disponible avec la signature en septembre 2020 des 25 milliards € servant de garantie aux 100 Mds € d'émissions devant alimenter les prêts aux États membres. 90,6 milliards € de prêts ont été demandés par les pays et engagés après décision du Conseil européen. Une demande additionnelle de 3,7 Mds € a été effectuée pour un total de 94,3 Mds €. La Commission européenne a pu procéder aux premières émissions en 2020 (en octobre, novembre et décembre) pour un montant de 39,5 Mds € et au premier trimestre 2021 (avec des émissions de 36 Mds €) elle a déjà engrangé 75,5 Mds €. Les émissions (de maturité entre trois et trente ans) ont rencontré un énorme succès, avec une demande des investisseurs de dix fois supérieure à l'offre et des conditions de financement très favorables ayant permis aux États bénéficiaires des prêts SURE d'épargner 5,8 Mds € de charges d'intérêts par rapport à une émission nationale. Ainsi 62,5 Mds € de prêts ont déjà pu être versés aux États, qui ont dépensé déjà 80% des fonds. De ce fait, rien qu'en 2020, le programme SURE aurait couvert entre 25 et 30 millions de travailleurs européens (un quart de l'emploi des États ayant demandé le soutien) sur un total de 35 millions ayant bénéficié des dispositifs de chômage partiel. Interrogés par la Commission, les États membres ont affirmé que le programme SURE a joué un rôle fondamental dans leur

décision d'étendre ou de renforcer ces dispositifs de soutien à l'emploi.

Programme SURE

Bénéficiaires	Total demandé Mds €	Versé en 2020	Versé au T1 2021	Attendu T2 2021
Italie	27,4	16,5	8,3	2,6
Espagne	21,3	10,0	3,9	7,4
Pologne	11,2	1,0	4,3	6,0
Belgique	8,2	2,0	2,0	4,2
Portugal	5,9	3,0	0,0	2,9
Roumanie	4,1	3,0	0,0	1,1
Hongrie	0,5	0,2	0,3	0,0
Grèce	5,2	2,0	0,7	2,5
Tchéquie	2,0	0,0	1,0	1,0
Slovénie	1,1	0,2	0,9	0,0
Croatie	1,0	0,5	0,5	0,0
Slovaquie	0,6	0,3	0,3	0,0
Lituanie	1,0	0,3	0,3	0,4
Bulgarie	0,5	0,0	0,0	0,5
Chypre	0,6	0,3	0,2	0,1
Malte	0,4	0,1	0,1	0,2
Lettonie	0,3	0,1	0,1	0,1
Irlande	2,5	0,0	0,0	2,5
Estonie	0,2	0,0	0,0	0,2
Total	94,2	39,5	23,0	31,7

À l'exception de l'Espagne qui compte presque entièrement sur les fonds européens pour imprimer une impulsion budgétaire positive à l'économie, pour les autres pays l'effort reste majoritairement à la charge du budget national.

BCE : gérer le décalage de la reprise

En début d'année, la BCE a été confrontée aux dynamiques de *reflation trade* et de *reflation tantrum* alimentées par la révision à la hausse des anticipations de croissance et d'inflation aux États-Unis, justifiée par le lancement de la campagne de vaccination et le Plan de relance américain et par le risque d'une réappréciation de la politique monétaire vers une orientation moins accommodante.

La réponse de la BCE a été claire : si le *reflation trade* peut se justifier aux États-Unis, il n'est en revanche ni pertinent ni nécessaire dans la zone euro car, simplement, non motivé par de bons fondamentaux.

Dans la zone euro, l'inflation sous-jacente (hors alimentaire et énergie) sera extrêmement volatile cette année, en raison de multiples effets techniques (nouvelles pondérations des sous-composantes, effet de base de la réduction temporaire du taux de TVA en Allemagne, décalages des dates des soldes d'été et d'hiver) et passera de 1,4% en janvier 2021 à 0,5% pendant l'été pour se stabiliser autour de 1,0%-1,1% en 2022. L'inflation d'ensemble serait donc supérieure

à 2% mais ce haut niveau serait temporaire (T4 2021). En effet, parmi toutes les matières premières dont les prix ont connu des hausses importantes, seul le pétrole a une incidence significative sur les indices de prix à la consommation et son prix est amené à se stabiliser. Les craintes de goulets d'étranglement au niveau de l'offre qui étaient apparues l'an dernier ne se sont concrétisées que dans de très rares cas. Les facteurs qui maintiennent une faible inflation depuis plus d'une décennie sont toujours présents et davantage renforcés par la pandémie (digitalisation, tertiarisation, excès d'épargne, démographie faible, capacités excédentaires).

Le scénario de la BCE, qui projette des meilleures perspectives de croissance, reste en effet inchangé sur l'inflation à moyen terme et ne justifie pas (ou du moins pas encore) une reconfiguration structurelle des anticipations d'inflation.

Alors la BCE applique la règle suivante : si la remontée des taux d'intérêt se couple d'une remontée de l'inflation, laissant inchangés les taux réels, les banques centrales ne doivent pas entraver la dynamique des marchés ; en revanche, l'absence d'une remontée durable de l'inflation qui engendre une remontée des taux réels nuisible à l'activité et justifie que la Banque centrale affirme son intolérance à la perception des marchés d'un repositionnement moins accommodant de sa politique monétaire. La BCE s'est donc engagée à mener une évaluation conjointe des conditions de financement et des perspectives d'inflation, justifiant l'augmentation récente du rythme des achats au titre du PEPP. Dans le but d'éviter un resserrement des conditions de financement incompatible avec la lutte contre les effets à la baisse de la pandémie sur la trajectoire projetée de l'inflation, la BCE va donc continuer à procéder à ces achats de façon souple, en fonction des conditions de marché et dans le but d'éviter un resserrement des conditions de financement. Si des conditions de financement favorables peuvent être maintenues à travers des flux d'achats d'actifs qui n'épuisent pas l'enveloppe du PEPP au cours de l'horizon fixé (mars 2022), cette enveloppe ne devra pas être entièrement utilisée. Si, en revanche, il s'avérait nécessaire d'augmenter davantage les achats, un recalibrage de l'enveloppe aujourd'hui de 1 850 milliards d'euros serait possible.

La BCE souligne donc son objectif : éviter tout effet négatif sur la confiance et tout phénomène d'éviction de la demande qui pourrait être engendré par une évolution défavorable des conditions financières ; éviter que l'excès d'optimisme des marchés ne dépasse la réalité de l'état actuel de l'activité. Par cette décision, elle compte donc faire face aux deux principales menaces pour l'efficacité de la politique monétaire : des frictions dans l'intermédiation financière pouvant entraver la transmission de l'impulsion monétaire et l'absence

de guidage des anticipations pouvant alimenter l'incertitude sur sa capacité à ramener l'activité et l'inflation sur une trajectoire de croissance durable.

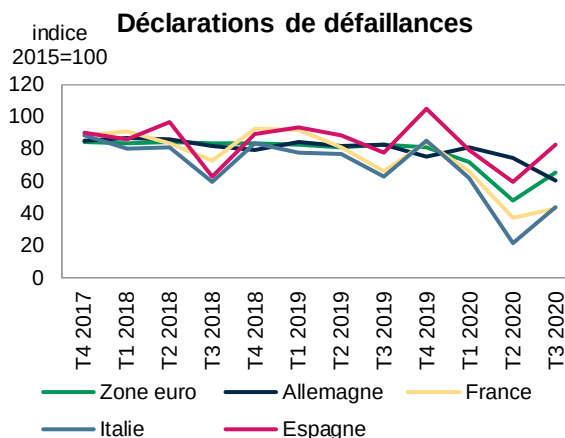
Risques : reportés, pas évités

Les risques sont plus équilibrés qu'il y a quelques mois, malgré la difficulté actuelle à gérer la pandémie et le retard cumulé avec les autres économies avancées. La disponibilité des vaccins, l'accélération de la campagne d'injection et des perspectives plus claires en matière de soutien fiscal à moyen terme sont des éléments positifs pour les économies de la zone. La gestion centralisée de la campagne de vaccination, malgré les retards connus en début d'année, devrait garantir une sortie homogène de la crise sanitaire entre pays. En revanche la sortie de la crise économique s'avère plus hétérogène, bien que la montée en puissance des fonds européens devrait réduire cette fragmentation.

La principale source de risque pesant sur notre scénario provient des pressions croissantes sur la solvabilité des sociétés non financières : celles-ci ont continué à souffrir d'une baisse très importante de leurs revenus, tout en ayant déjà épuisé leurs réserves de liquidités et rencontrant des difficultés à renouveler les dettes arrivant à échéance. Au troisième trimestre 2020 (dernières données disponibles), la montée des défaillances dans la zone euro (leur nombre est inférieur de 20% au niveau pré-crise) est encore imperceptible.

Plusieurs gouvernements de la zone ont, en effet, amendé temporairement le cadre légal régissant les procédures de défaillance, en suspendant les déclarations. Les mesures de soutien aux trésoreries ont aussi retardé les déclarations. Bien qu'un consensus existe sur le fait que les défaillances ne connaîtront pas la même dynamique que lors de la grande crise financière, une forte montée est néanmoins inévitable.

Dans cette première phase de gestion de la crise, la prévention d'une vague destructrice de faillites d'entreprises et la minimisation de leur coût pour la société ont donc été cruciales pour préserver la stabilité économique et financière. Le soutien public a joué un rôle majeur pour permettre au secteur bancaire d'être une partie de la solution



et de continuer à jouer son rôle : cela a permis d'éviter que se mettent en place les procédures classiques qui se seraient traduites plus (trop) rapidement par une montée des défaillances. Ce soutien s'est principalement concentré sur l'aide à la liquidité à un moment où il fallait combler le trou entre un chiffre d'affaires à l'arrêt et des coûts de fonctionnement qui continuaient.

Aujourd'hui, les gouvernements font face à un choix complexe : continuer ou retirer ce soutien et donc affronter le passage d'une problématique de liquidité à une problématique de solvabilité. Dans leur choix, ils devront évaluer le défi à court terme des conséquences du rétablissement du fonctionnement concurrentiel par le retrait du soutien public et des dispenses réglementaires au regard du défi à long terme que sont les besoins de réallocation.

La pandémie de Covid-19 a, en effet, créé une combinaison dangereuse et inédite de pressions sur la liquidité et d'accélération de tendances longues favorisant certaines entreprises (numériques, modèle de business digital, pratiques commerciales sans interaction physique) aux dépens d'autres. Ce choc risque de conduire à l'insolvabilité un grand nombre d'entreprises auxquelles s'offrent des perspectives très diverses. Ces pressions sur la liquidité et ces transformations rendent plus complexe l'arbitrage déjà délicat entre le risque de liquidation inefficace d'entreprises économiquement viables et celui de continuation, tout aussi inefficace, d'entreprises non viables, autrement dit « zombies ».

Prévisions de croissance Crédit Agricole S.A.

Zone euro	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	-3,8	-11,6	12,5	-0,7	-0,6	1,1	2,4	1,1	0,8	0,7	0,6	0,6	1,3	-6,8	4,0	4,1
Consommation des ménages	-4,5	-12,6	14,1	-3,0	-1,6	1,9	3,6	1,2	0,7	0,7	0,6	0,6	1,3	-8,1	2,8	5,0
Consommation publique	-0,3	-2,2	4,6	0,4	0,6	0,2	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,8	1,1	3,2	1,3
FBCF totale	-5,9	-16,1	13,9	1,6	-0,6	1,0	1,8	1,3	1,0	1,0	0,9	0,8	5,6	-8,5	4,5	4,6
Exportations de B&S	-3,7	-18,8	16,7	3,5	1,2	1,5	1,9	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0	2,5	-9,8	8,7	5,2
Importations de B&S	-2,9	-18,2	11,8	4,1	0,8	2,0	1,7	1,3	1,1	1,1	1,1	1,0	3,9	-9,3	7,0	5,1
Variations de stocks, en points de PIB	0,5	0,6	-0,8	-0,2	-0,1	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	0,3	0,0	-0,2	-0,3
<i>Contributions à la croissance</i>																
Demande intérieure hors stocks	-3,8	-10,7	11,4	-1,2	-0,8	1,2	2,4	1,0	0,7	0,6	0,6	0,5	2,3	-6,0	3,2	3,9
Variations de stocks	0,5	0,0	-1,5	0,6	0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	-0,2	-0,2	-0,1
Commerce extérieur	-0,5	-0,9	2,5	-0,1	0,2	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,5	-0,6	1,0	0,2

	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	-3,8	-11,6	12,5	-0,7	-0,6	1,1	2,4	1,1	0,8	0,7	0,6	0,6	1,3	-6,8	4,0	4,1
Allemagne	-2,0	-9,7	8,5	0,3	-1,0	1,3	1,7	1,1	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	-5,3	2,9	3,9
France	-5,9	-13,5	18,5	-1,4	0,4	-0,4	2,8	1,1	0,6	0,6	0,5	0,5	1,5	-8,2	5,4	3,6
Italie	-5,5	-13,0	15,9	-1,9	-1,3	1,5	2,9	0,7	0,7	0,6	0,4	0,4	0,3	-8,9	3,8	3,9
Espagne	-5,4	-17,8	17,1	0,0	-0,8	1,1	3,4	1,3	1,0	0,9	0,9	0,8	2,0	-10,8	4,9	5,3
Pays-Bas	-1,5	-8,5	7,8	-0,1	-0,9	1,6	1,7	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6	1,6	-3,8	2,7	3,4
Belgique	-3,4	-11,8	11,6	-0,1	0,2	0,9	1,4	0,7	0,8	0,5	0,5	0,5	1,7	-6,3	4,0	3,1
Irlande	-3,9	-2,1	11,8	-5,1	-0,2	3,8	2,2	1,5	1,3	1,1	1,1	1,1	5,9	2,5	5,2	6,3
Portugal	-4,0	-13,9	13,3	0,2	-1,9	1,2	3,8	2,2	0,6	0,5	0,3	0,2	2,5	-7,6	4,1	5,2
Grèce	0,4	-13,4	3,1	2,7	1,6	1,9	3,9	3,2	2,1	1,5	0,6	0,4	1,6	-8,0	5,7	8,6
Finlande	-0,9	-4,3	3,2	0,4	-0,2	0,8	1,3	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6	1,3	-2,8	2,0	3,0
Luxembourg	-1,6	-7,3	9,3	1,6	0,2	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	2,3	-1,3	5,0	2,5
Autriche	-3,0	-10,7	11,8	-2,7	-0,5	2,8	2,1	1,6	0,5	0,5	0,5	0,5	1,4	-6,7	3,6	4,3
Slovénie	-4,8	-10,1	12,2	-1,0	0,8	-0,1	2,0	1,9	0,5	0,5	0,5	0,5	3,2	-6,1	4,5	3,8
Malte	-2,5	-14,2	8,0	3,8	1,3	1,1	1,0	0,3	1,6	2,6	1,1	1,1	5,6	-6,9	5,6	5,6

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
20/04/2021	<u>Espagne – Scénario 2021-2022 : un début d'année encore perturbé</u>	Espagne
20/04/2021	<u>États-Unis – Une semaine riche en très bonnes nouvelles conjoncturelles</u>	Etats-Unis
20/04/2021	<u>Inflation et prix à la consommation</u>	Monde
19/04/2021	<u>Europe – Relance européenne : la Commission européenne prête à délivrer</u>	UE
19/04/2021	<u>Allemagne – Scénario 2021-2022 : une croissance sur les starting-blocks mais toujours bridée par la crise sanitaire</u>	UE
19/04/2021	<u>Europe – Relance européenne : la Commission européenne prête à délivrer</u>	UE
16/04/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
16/04/2021	<u>France – Scénario 2021-2022 : comme une lueur au bout du tunnel</u>	France
15/04/2021	<u>Inflation et pétrole</u>	Pétrole
14/04/2021	<u>Afrique – Banque mondiale et FMI : ce que nous apprennent les dernières prévisions</u>	Afrique
14/04/2021	<u>Espagne – Entreprises zombies, premiers impacts structurels de la crise</u>	Espagne
13/04/2021	<u>Monde – Scénario macro-économique 2021-2022 : une sortie de crise en ordre (très) dispersé</u>	Monde
13/04/2021	<u>Fintech Outlook T1 2021 – Sous stéroïdes, les fintech sortent des starting-blocks</u>	Banques, innovation
13/04/2021	<u>Inflation et matières premières agricoles</u>	Agriculture
13/04/2021	<u>Amérique latine – Le douloureux bilan social de la Covid-19</u>	Amérique latine
12/04/2021	<u>UE – Souvenirs de Léopante, traquenards modernes et défis nouveaux</u>	UE
09/04/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
08/04/2021	<u>Union européenne – NGEU : la Cour constitutionnelle allemande va-t-elle aboyer ou mordre ?</u>	UE
08/04/2021	<u>Inflation et métaux</u>	Sectoriel
08/04/2021	<u>Géopolitique, pandémie et "intelligence contextuelle" des États</u>	Géopolitique
06/04/2021	<u>Inflation et fret maritime</u>	Sectoriel
06/04/2021	<u>Brésil – Les histoires d'amour finissent mal (en général)</u>	Amérique latine
02/04/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
02/04/2021	<u>Italie – Un marché du travail gelé en 2020</u>	Italie

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, Christine Chabenet

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 **Études ECO** disponible sur App store

Android : application **Études 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.