Perspectives

N°20/xx – JJ octobre 2020

ZONE EURO – Scénario macro-économique 2020-2021

La carte de la résilience pour écarter le scénario du pire

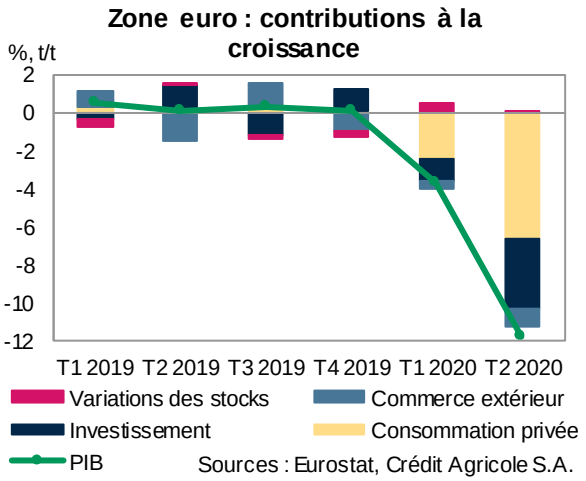
- **Au cours de l'été, l'évolution conjoncturelle s'est déployée dans deux directions : l'une très favorable, l'autre moins.**
- **Les données conjoncturelles confirment que la fin du deuxième trimestre a été caractérisée par un rebond très soutenu de l'activité et de la confiance. Mais l'évolution de l'épidémie au niveau mondial éloigne l'hypothèse d'une disparition rapide du virus. La crainte d'une deuxième vague de contagion, que nous prévoyons maîtrisée par des mesures de confinement ciblées et localisées, ainsi que le risque d'une reprise mondiale non synchrone maintiennent un niveau élevé d'incertitude sur notre scénario de croissance.**
- **Sur le front de la politique économique, des certitudes réconfortantes se matérialisent. Avec le plan de relance européen, les pays les plus endettés de la zone peuvent compter sur d'importants transferts et des prêts hautement concessionnels garantissant une impulsion budgétaire positive au-delà de l'horizon de prévision. Avec le changement de stratégie de la Fed, tout renversement prématuré de l'orientation de la politique monétaire dans les économies avancées est à exclure.**
- **Malgré les pansements fournis par les autorités, les blessures de la crise commencent à être visibles et ce ne sont que les premières. L'érosion de la profitabilité et le maintien d'une activité très réduite dans certains secteurs vont inévitablement se traduire par une montée des défaillances d'entreprises et du chômage, au rythme du retrait des mesures de soutien temporaires (allégements fiscaux, report de cotisations et dispositifs de chômage partiel).**
- **L'ensemble de ces facteurs justifie notre hypothèse de reprise incomplète : fin 2021, le niveau du PIB sera de 1% inférieur à son niveau d'avant-crise. Le rythme de croissance en 2021 (+5,5%, après -7,4% en 2020) sera inférieur à celui nécessaire pour combler l'écart de production négatif cumulé avec la crise. La reprise est néanmoins plus soutenue que notre scénario de juin ne l'envisageait, puisqu'il tablait alors sur un PIB de 2% inférieur à son niveau pré-crise. Grâce à de moins mauvaises performances au deuxième trimestre, la reprise serait plus rapide en Allemagne, en France et en Italie ; en Espagne, en revanche, elle serait beaucoup plus lente.**

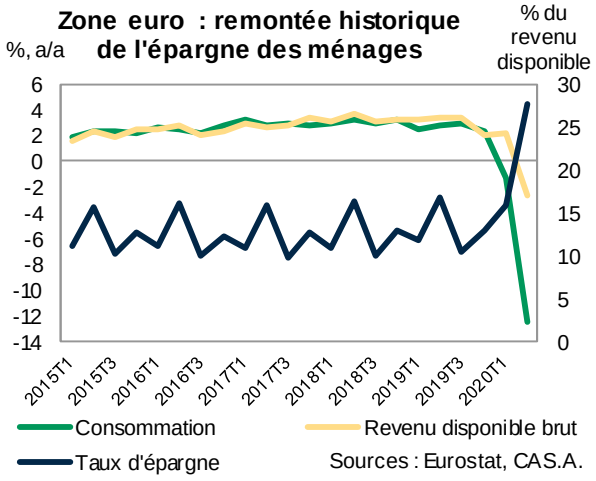
Anatomie d'un « V » imparfait

La chute de l'activité au deuxième trimestre en zone euro est la plus forte depuis l'après-guerre, d'une ampleur approchant le triple du choc initial de la crise de 2008-2009.

Le PIB a baissé de 11,8% par rapport au trimestre précédent, à peine moins que ce qui avait été prévu (-12,7%). **Les chocs subis par chacun des grands pays de la zone indiquent une dispersion importante** : l'Espagne (-18,5%), la France (-13,8%), l'Italie (-12,8%), le Portugal (-13,9%), la Belgique (-12,1%) et la Grèce (-14%) sont très fortement impactés. L'Allemagne (-9,7%), les Pays-Bas (-8,5%) et l'Autriche (-10,4%) enregistrent des baisses de leur PIB inférieures à celle de la moyenne de la zone.

Paola MONPERRUS-VERONI
paola.monperrus-veroni@credit-agricole-sa.fr





Le repli du PIB au deuxième trimestre 2020 est principalement le résultat de **la baisse de la demande intérieure** qui contribue à hauteur de 10,9 points à la chute de l'activité. La contribution des variations des stocks est à peine positive (+0,1%), signe que depuis le mois de mai un processus de déstockage est en cours après l'importante accumulation sur la période mars-avril. Le commerce extérieur ne soustrait que 1 point à la croissance ; les flux d'exportations (-18,8%) et d'importations (-18%) restent identiquement en fort repli sur le trimestre.

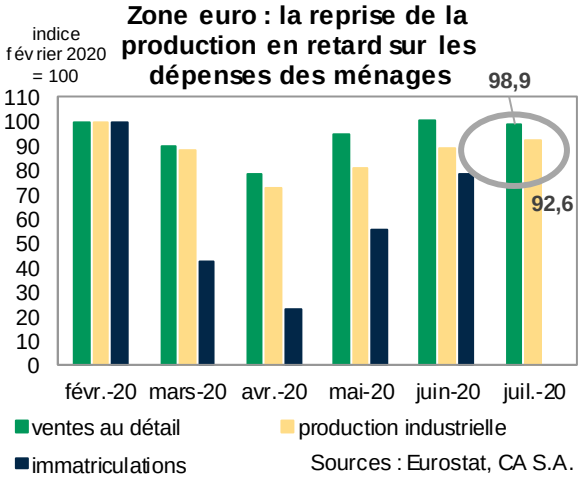
La consommation des ménages a reculé de 12,4% sur le trimestre (en ligne avec nos prévisions). Dans la plupart des grandes économies de la zone, le repli des dépenses des ménages est d'ampleur similaire, à l'exception de l'Espagne où la chute a été plus intense (-20,8%). Le repli des dépenses des ménages a été bien plus brutal que celui de leur revenu disponible brut (-3,3% en valeur, sur le trimestre), qui a été soutenu à la fois par le maintien de l'emploi et des salaires par le chômage partiel et par les autres nouvelles prestations temporaires de soutien. Après une forte remontée au T1 (à 16,6% du revenu disponible), le taux d'épargne des ménages a enregistré sa plus forte hausse jamais connue atteignant 24,6%. Cette épargne a surtout alimenté les dépôts des ménages qui ont progressé de 6,4% par rapport à un an auparavant. Les flux de crédit vers les ménages ont ralenti (2,9% sur un an après 3,3% au T1), mais le taux taux d'endettement de ces derniers a continué d'augmenter à 94,8% de leur revenu. Leur richesse nette est toujours en hausse, la baisse de la valorisation des actifs financiers ayant été plus que compensée par la meilleure valorisation de l'immobilier.

L'investissement s'est plus fortement replié (-17% sur le trimestre). L'investissement des ménages a baissé de 13,4%, faisant ainsi replier le taux d'investissement des ménages de la zone euro à son plus bas niveau (7,9%) depuis la création de l'union monétaire. La chute de l'investissement en construction (-12,5%) a été plus contenue que celle de l'investissement productif (-19,6%), fortement affecté par le retournement de l'investissement en biens de transport (-32,6%). Cette réduction de l'accumulation de capital a été plus contenue en Allemagne, plus marquée en France et en Italie ; c'est de nouveau l'Espagne qui se distingue par sa contre-performance. Il en va de même pour le recul des exportations : très significatif en Espagne (-33,5%), puis en Italie (-26,7%) et en France (-25,5%), mais moindre en Allemagne (-20,3%).

Au deuxième trimestre 2020, le PIB dans la zone euro est de 15% inférieur à son niveau du quatrième trimestre 2019. L'évolution de l'activité au deuxième trimestre est marquée par un creux en avril et un rebond supérieur aux attentes en mai et juin. **Le rythme de croissance est très solide à la sortie du deuxième trimestre.**

Les indicateurs mensuels confirment que les ménages ont porté la phase initiale du rebond. Durant la phase de confinement, leur confiance s'est moins effondrée que celle des entreprises et la reprise de la consommation de biens a été très rapide. Après 20,3% en mai, les ventes au détail en volume ont progressé de 5,7% en juin. En dépit de leur repli en juillet (-1,3%), elles ont retrouvé leur niveau de février.

Paola MONPERRUS-VERONI
paola.monperrus-veroni@credit-agricole-sa.fr



La confiance des consommateurs s'est redressée rapidement à partir de mai, sans pour autant retrouver le niveau d'avant-crise en raison des anticipations de forte hausse du chômage. Dès juillet, les indicateurs relatifs aux dépenses des ménages perdent progressivement leur élan. Le redémarrage des immatriculations automobiles pourrait fournir un relais important assurant le maintien des dépenses des ménages. Leur faiblesse sur la période 2018-2019, les incitations fiscales et les dépenses encore contraintes dans certains services, couplées à une relative solidité des bilans des ménages peu endettés, constituent des leviers favorables aux ventes de voitures. Malgré une reprise heurtée, les immatriculations (+1,7% en août, après +31,5% en juillet) s'approchent désormais de leur niveau d'avant-crise (-0,8%). Ce redémarrage peut fournir un soutien important à la reprise de l'activité dans l'industrie, fortement affectée par la chute de la production automobile.

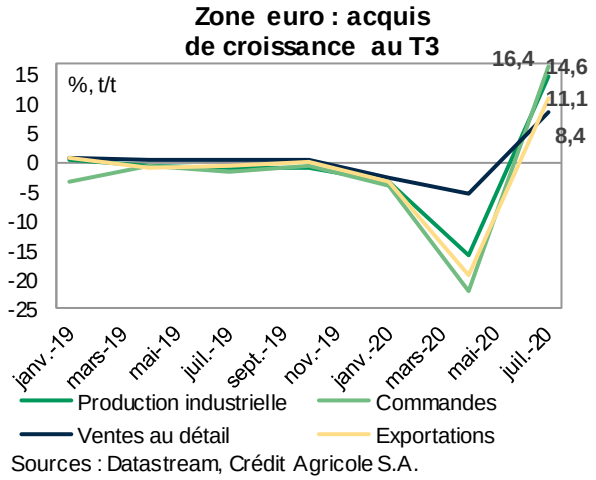
La confiance des entreprises a évidemment été violemment atteinte durant le confinement. La perception d'une normalisation rapide du cadre conjoncturel a cependant progressivement mûri, à l'exception des secteurs les plus directement concernés par la distanciation sociale et les changements de comportements. Malgré un rattrapage important, la production industrielle a, plus tardivement que la demande, retrouvé son niveau d'avant-crise. En dépit de progressions robustes (12,3% en mai, 9,1% en juin, 4,1% en juillet), elle ne récupère pas son niveau pré-Covid (à -0,7% par rapport à février) et reste freinée par une production automobile elle-même encore inférieure de 7% au niveau pré-crise.

Le redémarrage de la demande a été satisfait par un important déstockage en mai et juin, qui a compensé la remontée des stocks en avril. La production non écoulée a, en effet, diminué et les enquêtes signalent une progression des commandes plus rapide que l'accumulation des stocks. **Un cycle de stocks pourrait donc caractériser les deux prochains trimestres et prendre le relais de la consommation des ménages pour soutenir la production.**

Dessiner la reprise, au-delà du rebond mécanique

Alors que les indicateurs de mobilité signalent un trafic vers les commerces et les lieux de loisirs proche de son niveau d'avant crise, et ce dès le mois d'août, **le potentiel de rebond des dépenses semble désormais limité par la reprise avancée de la consommation en biens, d'une part, et les contraintes persistantes sur la consommation de services, d'autre part.** C'est bien ce qui justifie la perte d'élan des indicateurs d'enquêtes au tournant du troisième trimestre. Le climat des affaires (enquêtes communautaires) s'est redressé, mais reste encore bien plus faible qu'avant la pandémie. Les données d'enquêtes auprès des directeurs d'achats confirment que la croissance de l'activité du secteur privé dans la zone euro, après un pic en juillet, est moins dynamique pour n'être que modérée, notamment dans les services.

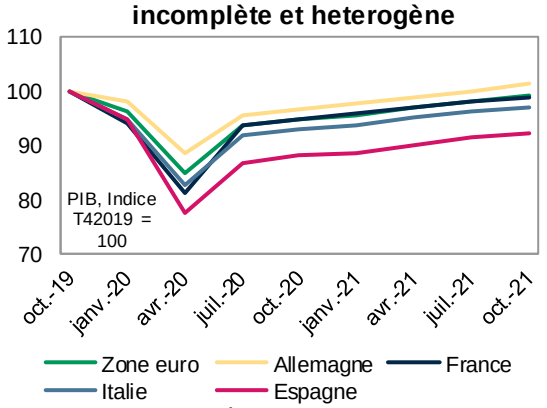
Avec un acquis de croissance élevé à la fin du mois de juillet, les données quantitatives « dures » signalent encore un rythme d'activité soutenu au troisième trimestre.



Compte tenu de résultats d'enquêtes progressivement moins enthousiastes, la croissance de l'été tient donc plus de l'effet rebond du printemps que d'une dynamique soutenue au cours du troisième trimestre. Notre prévision de croissance du PIB au troisième trimestre (10,1%) conduit à un PIB de la zone euro encore inférieur de 6,5% à son niveau de fin 2019. L'essoufflement des enquêtes suggère, en outre, une croissance modérée au quatrième trimestre.

Paola MONPERRUS-VERONI
paola.monperrus-veroni@credit-agricole-sa.fr

Zone euro : une reprise incomplète et heterogène

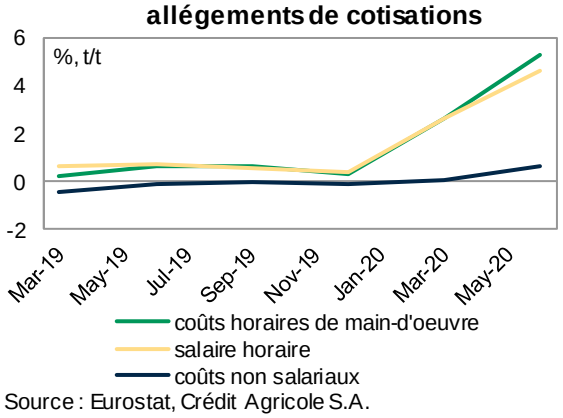


Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

Le vrai coût de la crise n'est pas encore visible

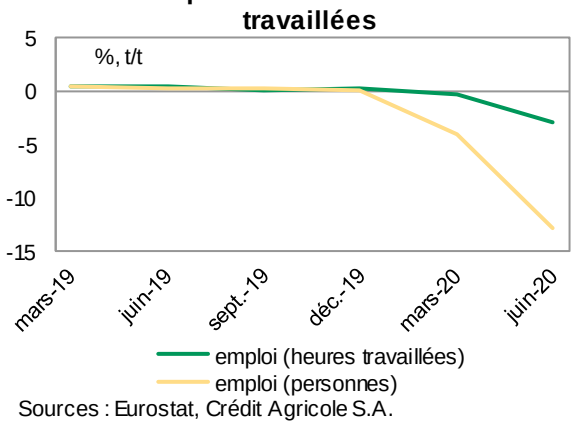
Les dispositifs de chômage partiel et les allègements et reports de cotisations ont limité la baisse des rémunérations.

Zone euro : le coût horaire de la main-d'œuvre en hausse malgré les allégements de cotisations



Source : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

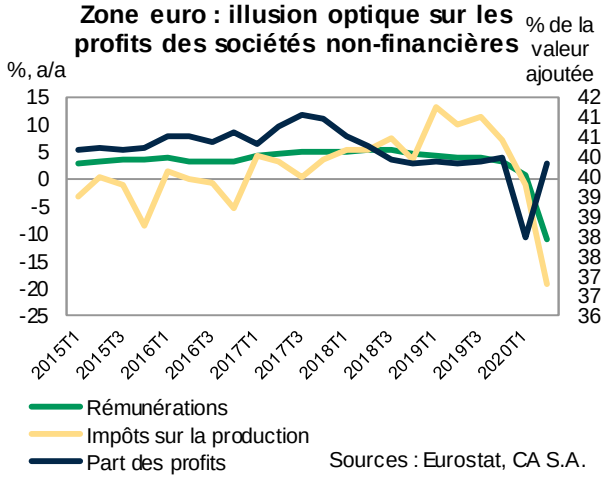
Zone euro : la baisse de l'emploi amortie par la réduction des heures travaillées



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

Au deuxième trimestre 2020, la baisse de l'emploi (-2,9% en variation trimestrielle) a, en effet, été sans commune mesure avec la chute de l'activité (-11,8%), car le choc a pu être amorti par la réduction des heures travaillées (-12,8%). Cette réduction ne s'est pas accompagnée d'une baisse proportionnelle des salaires. Le coût horaire de la main-d'œuvre (+5,2%) a ainsi été tiré vers le haut, en dépit de la progression plus modérée des coûts horaires non salariaux (+0,6%) liée aux allégements et reports de cotisations. La diminution des rémunérations par salarié (-4,7%) n'a pas compensé la chute de la productivité, avec un impact fortement négatif sur l'excédent brut d'exploitation. Cependant, la baisse importante des impôts sur la production a permis d'atténuer l'impact négatif sur les profits et de permettre une remontée du taux de marge des sociétés non financières à son niveau d'avant-crise.

Zone euro : illusion optique sur les profits des sociétés non-financières



Sources : Eurostat, CA S.A.

Les sociétés non financières ont continué à recourir au financement bancaire au cours du deuxième trimestre (+3,3% sur un an) et leur taux d'endettement a augmenté à 83,6% de la valeur ajoutée (après 78,7% au T1). Cependant la plupart de ce nouvel endettement est allé alimenter les dépôts dont la part dans la valeur ajoutée a doublé, passant de 9,6% au T1 à 18,2% au T2.

Les dispositifs de chômage partiel ont été différemment utilisés : réponse à une évaporation temporaire de la demande, mais aussi accompagnement d'une transition induite par la crise, effet d'aubaine dans des secteurs pour faire face à des transformations qui se dessinaient déjà avant la crise. Il est donc difficile à ce stade d'affirmer que ces dispositifs seront temporaires et ce d'autant plus que la disponibilité des fonds européens (SURE et NGEU) permet de les refinancer avec un impact plus limité sur les budgets nationaux. En supposant néanmoins une levée progressive des dispositifs de report des cotisations, une pression à la hausse va s'exercer sur les coûts salariaux. Cette pression haussière, négative pour les profits, ne sera que partiellement compensée par la reprise de l'activité au deuxième semestre et le redressement de la productivité.

Paola MONPERRUS-VERONI
paola.monperrus-veroni@credit-agricole-sa.fr

L'amélioration de la profitabilité et des conditions de liquidité au T2 est artificielle. **La levée progressive des dispositifs temporaires de soutien** rendra **visibles les premières** blessures infligées par la crise apportant d'abord une **dégradation de la profitabilité et** avant l'apparition des premières **défaillances et** la remontée du **chômage. C'est bien ce qui justifie notre profil trimestriel de croissance en 2021 (+1,1% en moyenne par trimestre). La confiance, à supposer une amélioration graduelle de la situation sanitaire, pourrait se redresser, tandis que l'investissement public devrait être soutenu par les fonds européens de relance dès le deuxième trimestre 2021, permettant une légère accélération de la croissance. L'hypothèse relative à la confiance est essentielle : elle conditionne l'utilisation du surplus d'épargne considérable généré par le confinement. Le risque d'une remontée importante du chômage incitant à conserver une épargne de précaution substantielle est élevé ; cela limiterait le potentiel de hausse de la consommation privée. Quant à la reprise du cycle d'investissement, l'incertitude est élevée. Les taux d'utilisation des capacités restent très faibles et il est difficile d'imaginer des extensions de capacités, compte tenu des incertitudes persistantes sur la demande et le rythme de croissance anticipé. Si, afin d'accompagner la transformation obligée de plusieurs activités, des investissements de substitution sont possibles, c'est cependant l'investissement public qui devrait contribuer le plus significativement au redressement de l'accumulation de capital, soutenu, notamment dans la périphérie de la zone, par le fonds de relance européen.**

Pourquoi cette fois ce pourrait être différent

Face à l'ampleur exceptionnelle de la crise de la Covid, les autorités européennes nationales et communautaires semblent avoir tiré les bons enseignements de la grande crise financière.

Le risque d'un retrait prématuré du soutien budgétaire et monétaire paraît écarté à l'horizon de la prévision, sachant que l'écart de production négatif sera loin d'être comblé. L'assouplissement du cadre règlementaire et de supervision permet de gérer la nature exceptionnelle de la crise en écartant toute considération, indue dans ce contexte, d'aléa moral. Puisqu'il ne s'agit pas d'une crise de surendettement, les mécanismes désinflationnistes liés au désendettement ne devraient pas non plus être encouragés, comme ce fut le cas lors de la décennie passée. Aussi le secteur bancaire est-il en situation de jouer un rôle d'amortisseur, en évitant que des crises de liquidité ne se transforment en crises de solvabilité. La transition du principe d'efficacité à celui de résilience nous paraît un élément-clé pour justifier une prévision qui peut sembler, sans l'être, optimiste et pour affirmer que le déroulement des crises de 2009 et de 2012 n'est pas un chemin obligé.

Malgré les efforts déployés pour orchestrer une reprise plus autonome et plus homogène, le risque de fragmentation reste encore élevé : fin 2021, l'Allemagne aurait retrouvé un PIB supérieur (+1,1%) à celui de la fin 2019 ; en revanche, celui-ci serait encore inférieur de 1,4% en France, de 3,1% en Italie et de 7,9% en Espagne. ■