

Perspectives

N°20/184 – 17 juillet 2020

ZONE EURO – Scénario 2020-2021

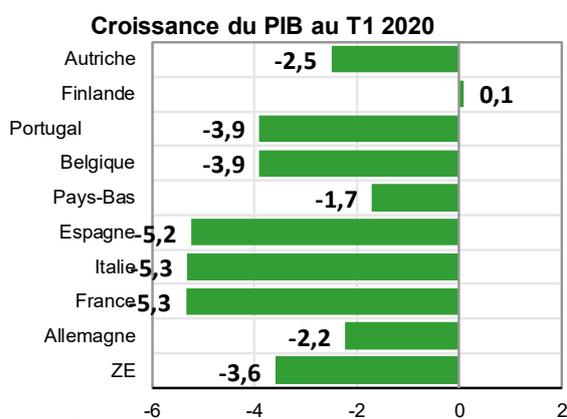
Mobilisation pour une sortie de crise homogène et coordonnée

- Un choc sanitaire de portée mondiale et d'une sévérité sans précédent, un double choc économique de demande et d'offre. Des mesures drastiques de confinement et de suspension des activités ayant réussi à ramener l'épidémie sous contrôle. Des mesures de soutien exceptionnelles. Un choc de croissance d'ampleur plus que double par rapport à la grande crise économique et financière de 2008. Il s'agit donc bien d'une crise totalement inédite à bien des égards.
- Sous l'hypothèse d'absence de deuxième vague de contagion, notre prévision de croissance pour la zone euro s'établit à -8,1% en 2020 et +5,5% en 2021.
- Elle épouse un profil trimestriel en forme de V marqué entre le deuxième et le troisième trimestre 2020 : rebond mécanique de la croissance au deuxième semestre de 2020, suivi d'une reprise modérée et incomplète en 2021.
- À la fin de notre horizon de prévision, le niveau du PIB serait de 2% inférieur à son niveau de 2019 pour la zone euro. Cet écart sera différencié selon les pays : de nul pour l'Allemagne à négatif pour les autres grandes économies (-2,6% pour la France, -4,4% pour l'Italie, -5,5% pour l'Espagne).
- Si la crise est « homogène » en ce qu'elle n'épargne aucun pays, son impact sur les différentes économies ne l'est pas. Il dépendra, *in fine*, de l'intensité du choc lui-même (sévérité et durée de l'épidémie, ampleur des mesures de confinement et de suspension de la production), mais aussi de la position initiale des pays (niveau d'endettement, déséquilibres, risque porté par le secteur bancaire, potentiel de croissance, solidité institutionnelle). Ses répercussions sur l'emploi et les revenus dépendront de la part de l'emploi précaire et de l'économie souterraine, des indépendants et des PME ; mais aussi des inégalités de revenus existantes, de la couverture du système de protection sociale. Les effets de taille et de structure importent également (base industrielle et exposition aux secteurs les plus fortement touchés). Enfin, le potentiel de reprise dépendra de la capacité à préserver l'emploi et les capacités de production, à protéger les chaînes d'approvisionnement européennes et mondiales.
- La nature transitoire, et surtout exogène, du choc a ancré les anticipations des agents sur un mouvement de reprise en forme de V. Cependant, ce qui n'est pas produit et consommé aujourd'hui ne sera pas complètement « rattrapé » à la fin de l'épidémie. Le risque d'un choc temporaire produisant des effets plus permanents est élevé : l'expérience de la précédente crise nous oblige à constater qu'aujourd'hui encore, dans la zone euro, des économies n'ont pas retrouvé le niveau de production et de revenu d'avant crise ; le chômage, initialement supposé temporaire, s'est en outre partiellement transformé en chômage structurel.
- Les réponses de politique monétaire et budgétaire ont été massives. S'élevant à 1 200 milliards d'euros, la nouvelle dette qui se déverse sur les marchés en 2020, les besoins de financement occasionnés par les réponses nationales à la crise pourraient entraîner des effets d'éviction des souverains les plus fragiles. L'action de la BCE a été déterminante pour desserrer les conditions financières.
- Les pays européens ont progressivement pris conscience qu'une sortie de crise différenciée faisait peser un risque non seulement pour le marché unique et les chaînes d'approvisionnement européennes, mais aussi pour la monnaie unique : le renforcement de la polarisation et de la fragmentation était à même de produire un choc pour la cohésion de l'Union européenne. Le saut faisant passer de la simple coordination à la mise en commun des ressources s'est donc imposé. La mobilisation de l'aide européenne viendra donc opportunément produire une impulsion positive et réduire le risque de sortie de crise différenciée.

Anatomie de la crise

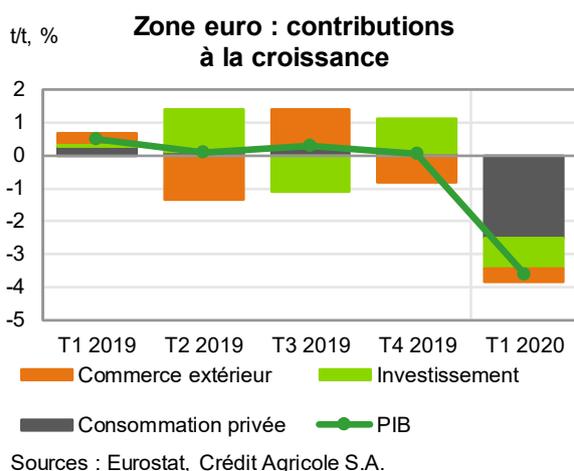
Le T1 2020 : premiers effets de la crise

Les chocs subis en amont par les différents pays se révèlent déjà d'ampleurs très diverses. Le PIB en zone euro a reculé de 3,6% au premier trimestre 2020 par rapport au trimestre précédent. Trois pays sont très touchés : la France, l'Italie (-5,3%) et l'Espagne (-5,2%). La Belgique et le Portugal présentent une baisse de l'activité supérieure ou égale à la moyenne de la zone (-3,6% et -3,8% respectivement). Les autres grandes économies de la zone, l'Allemagne et les Pays-Bas, enregistrent une contraction moins sévère (-2,2% et -1,7% respectivement).



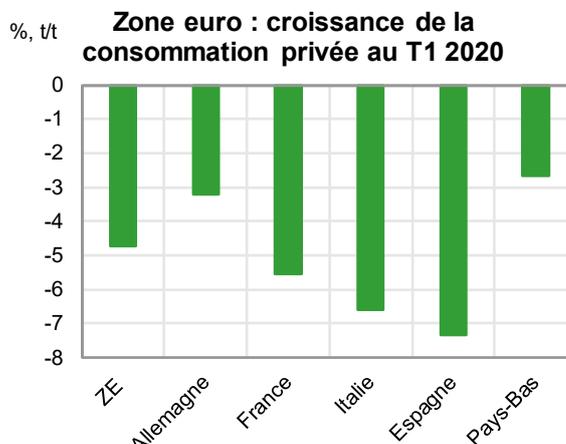
Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

Côté demande, c'est surtout la demande intérieure qui a contribué au repli de l'activité (-3,6%), tandis que la contribution de la demande extérieure nette a été moins négative (-0,4%), en raison d'une contraction presque identique des importations (-3,6%) et des exportations (-4,2%).



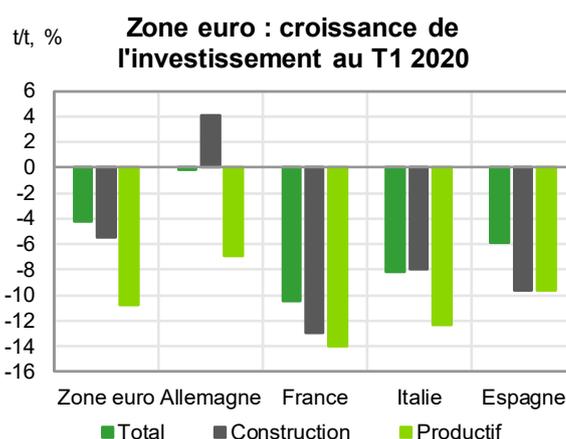
La consommation privée et l'investissement se sont repliés à peu près autant (-4,7% et -4,2% respectivement), mais l'accumulation de stocks a apporté 0,3 point à la croissance. C'est en Allemagne et en Italie que la contribution négative de la demande étrangère nette à la croissance du

PIB a été la plus importante (-0,9 et -0,8 point de PIB). En revanche, la baisse de la demande intérieure a été particulièrement sérieuse en France et en Espagne. C'est en Espagne (-7,3%), puis en Italie (-6,6%) et en France (-5,6%), que la consommation privée a le plus fortement reculé.



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

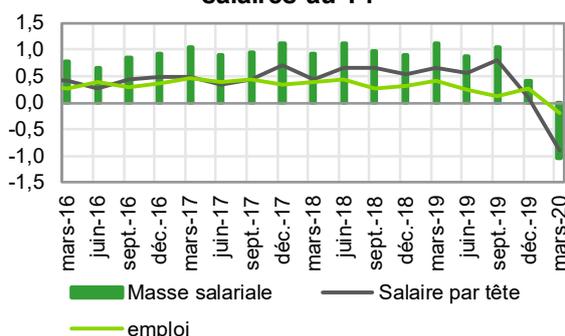
C'est en France que l'investissement s'est replié le plus fortement (-10,5%), sous l'effet conjugué du recul de la construction (-12,9%) et de l'investissement productif (-14%). La baisse dans la construction a aussi été déterminante en Espagne (-9,6%). Enfin, en Italie, c'est surtout l'investissement productif qui s'est replié (-12,4%), tout comme en Allemagne (-6,9%), où la progression de l'investissement dans la construction (+4,1%) a stabilisé l'accumulation de capital dans son ensemble.



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

Dans la zone euro, la baisse des rémunérations salariées reçues par les ménages au cours du premier trimestre 2020 (-1,1% sur le trimestre) a été inférieure au repli du nombre d'heures travaillées (-3,1%), grâce au dispositif de chômage partiel qui a pu limiter l'impact de la baisse de l'activité sur les salaires.

Zone euro : baisse limitée de l'emploi, chute significative des salaires au T1



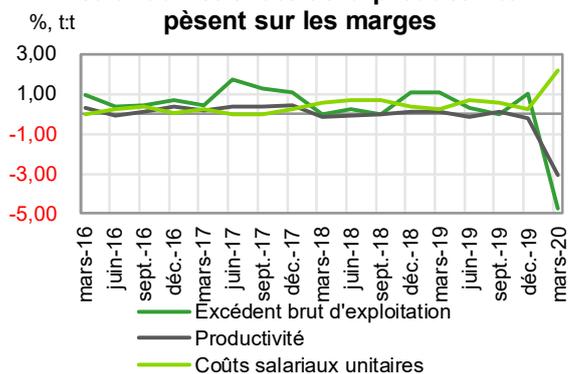
Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

La baisse du revenu mixte et du revenu des indépendants, moins épargnés par les suppressions d'emploi, en revanche n'a pas pu être enravée. D'autres prestations sont aussi venues soutenir le revenu disponible des ménages qui a montré une croissance encore positive (0,9% au T1), bien qu'en nette décélération. Avec le repli des consommations individuelles des ménages, le taux d'épargne a enregistré un rebond « forcé » historique (à 16,9%, après 12,7% au T4 2019). L'investissement des ménages s'est aussi replié. Le redressement de la capacité de financement des ménages a donc été important (à 5% du revenu disponible de 4% au T4 2019). Cette épargne financière s'est orientée vers de l'investissement en actions. La croissance de la richesse financière s'est néanmoins très affaiblie du fait de la baisse des valorisations des actions et des actifs obligataires. En revanche, la croissance de la richesse immobilière est restée soutenue, à 3,7% sur un an, sans pour autant enrayer la baisse de la richesse nette des ménages. Y a contribué aussi un taux d'endettement en légère hausse, porté par l'endettement bancaire qui a continué de croître avec des flux de crédit ayant progressé sans s'affaiblir de 3,5% sur un an.

Le repli de la valeur ajoutée (-3,3% sur le trimestre) a donc surtout pesé sur les sociétés non financières (SNF) qui ont vu leur excédent brut d'exploitation (-4,7%) et leur taux de marge (-2 points) baisser. En effet, le repli de la productivité a été bien plus important que celui des rémunérations des salariés, augmentant ainsi les coûts salariaux unitaires.

Le recul des revenus de la propriété a aussi contribué à la baisse du revenu net d'entreprise et le repli de l'investissement des SNF s'en est suivi. Le besoin de financement des SNF s'est accru et il a été satisfait par une accélération des flux de crédit (3,2% sur un an après 1,9%), alors que le financement obligatoire a fortement ralenti et celui par actions s'est nettement réduit. Le taux d'endettement des SNF a néanmoins progressé pour s'établir à 79,3%. Leur richesse nette a diminué sous l'effet des pertes de valorisation des actifs actions et obligataires.

Zone euro : hausse des coûts salariaux et chute de la productivité pèsent sur les marges



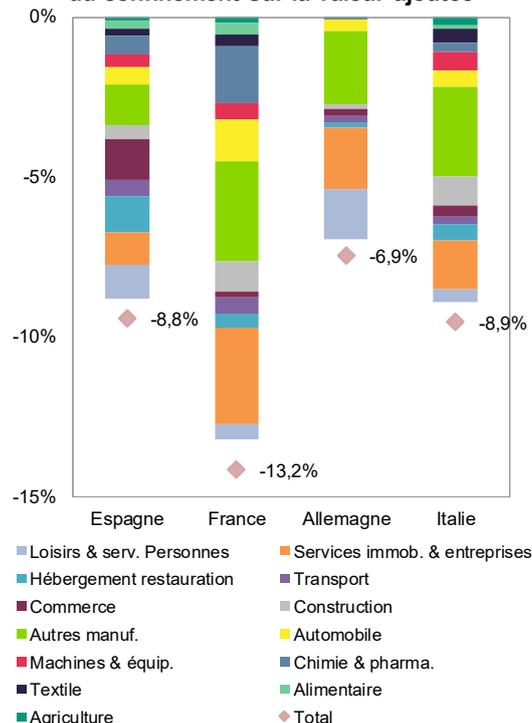
Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

Les composantes du PIB côté offre ont toutes enregistré une baisse, plus marquée pour certains secteurs des services (commerce, transport, hébergement, restauration et activités de loisir à -6,8%) mais aussi importante pour la construction (-3,8%) et l'industrie (-3,3%).

Entre le T2 et le T3 : la chute et le rebond de l'activité dessinent un profil en forme de V

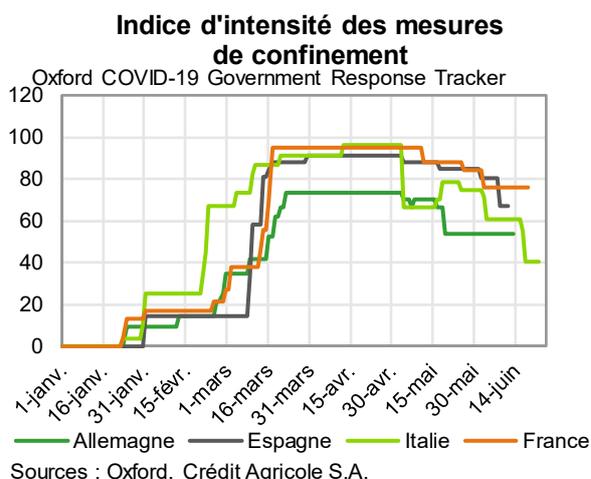
Selon nos estimations, les mesures de confinement et de suspension de la production engendreraient une perte d'offre (pertes directe et indirecte *via* la demande activée par les différents secteurs sur les productions en amont et en aval) comprise entre -6,9% et -13,2% de la valeur ajoutée en 2020 dans les quatre grandes économies de la zone.

Zone euro : impact direct et indirect du confinement sur la valeur ajoutée



Sources : Crédit Agricole S.A.

En Italie et en Espagne, le confinement a été précoce et s'est accompagné, en Italie, de restrictions importantes sur la production. À l'opposé, en Allemagne, la chute de l'activité a été moindre en raison de mesures de confinement moins strictes. En France, le confinement a été plus tardif, mais plus long, et la forte chute de l'activité semble aller de pair avec une reprise robuste une fois les restrictions levées. Le redémarrage de la consommation empêchée pendant le confinement et ce, dans un contexte de pertes de revenus limitées, la réouverture des lignes de production et des chantiers suggère de manière assez mécanique un fort rebond de l'activité une fois les restrictions sanitaires levées.

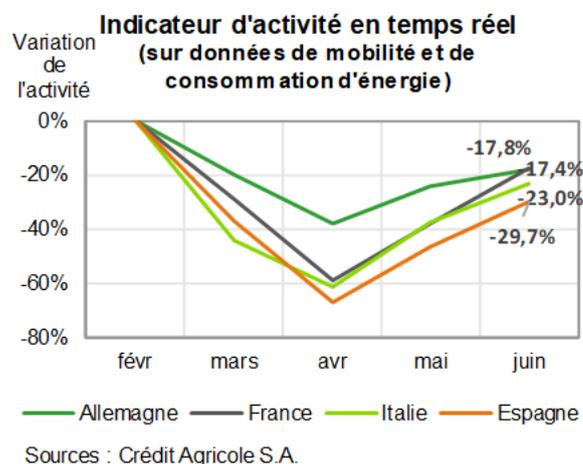


Le simple effet de base dû au niveau extrêmement faible atteint en avril par la production industrielle (-26% par rapport à la moyenne janvier-février) justifie un rebond de l'activité en mai. L'indice PMI en zone euro est formel : l'amélioration enregistrée en juin est presque aussi vigoureuse que celle signalée au mois de mai (la plus forte depuis l'existence de l'enquête) et ramène l'indice à proximité de la limite entre l'expansion et la contraction de l'activité.

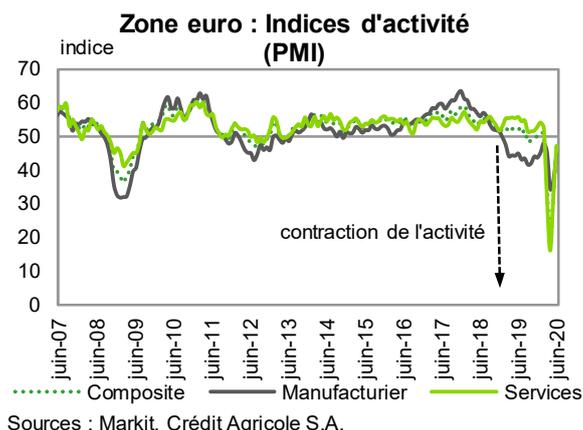
Ces évolutions sont confirmées par les données à haute fréquence, que ce soit des données de mobilité (applications Google et Apple) ou de consommation d'électricité. La consommation d'électricité était descendue à 17% de sa valeur d'avant Covid en France et en Espagne en avril, à 21% en Italie et seulement à 10% en Allemagne. Fin juin, elle n'était plus qu'à -6% en France, -8,7% en Allemagne, -9,3% en Espagne et -14,9% en Italie. Les données de mobilité recensées par Google Mobility signalent qu'après une baisse de la mobilité de plus de 70% en avril en France, Italie et Espagne et de 45% en Allemagne, les déplacements se situent à un niveau de 20% inférieur à la période d'avant confinement en Allemagne, de 25% en France, de 28% en Italie et de 34% en Espagne.

Le chemin vers la normalisation s'annonce donc très rapide en Allemagne, où les mesures avaient

été bien moins restrictives, mais surtout en France où, en revanche, le confinement a induit une importante baisse de l'activité. Selon nos indicateurs à haute fréquence, qui résument les informations de ces données, l'activité ne serait plus que de 17% inférieure à son niveau d'avant crise en Allemagne et en France, de 23% en Italie, mais encore de 30% en Espagne.



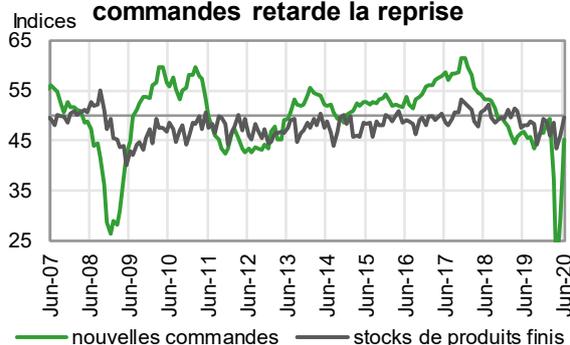
L'indice PMI signale aussi qu'en France le secteur privé a enregistré sa première croissance depuis février, grâce notamment à un fort rebond de la production dans l'industrie manufacturière, alors que la reprise n'est pas encore amorcée en Allemagne. Bien qu'il continue de signaler une baisse de l'activité globale du secteur privé de la zone euro, l'indice PMI composite suggère pour la première fois des perspectives de reprise de l'activité à douze mois, à la fois dans l'industrie et dans les services.



Si la levée ou l'assouplissement des mesures de confinement dans les pays de la zone euro ont entraîné un fort ralentissement de la contraction économique en juin, le niveau encore élevé des stocks par rapport aux commandes signale que la production redémarre avec un faible taux d'utilisation des capacités de production. Le volume du travail en cours a diminué pour le quatrième mois consécutif. Les fabricants ont signalé une baisse de leurs arriérés de production et le travail en attente

chez les prestataires de services était aussi encore en baisse.

Zone euro- PMI manufacturier : le niveau des stocks supérieur aux commandes retarde la reprise



Sources : Markit, Crédit Agricole S.A.

Zone euro - PMI : encore peu de commandes en attente de traitement



Sources : Markit, Crédit Agricole S.A.

Enfin, plusieurs activités, notamment dans les services, restent fermées ou soumises à des contraintes de fonctionnement qui limitent le taux d'utilisation des capacités de production. **Nous anticipons ainsi une nouvelle baisse plus marquée du PIB au deuxième trimestre 2020 (-12,7%).**

Un profil de croissance trimestrielle en V entre le deuxième et le troisième trimestre 2020 se dessine avec une croissance de 9,6% au troisième trimestre, résultat purement mécanique de la réouverture des activités des services et de la production. Le rebond en V pourrait même être plus vigoureux qu'attendu. Mais l'activité n'est pas encore revenue à la normalité pré-crise. Ce rebond mécanique ne doit pas alimenter un optimisme excessif. Une véritable reprise, robuste, ramenant rapidement à son niveau d'avant crise l'économie de la zone euro dans son ensemble, n'est pas encore acquise.

Notre scénario de reprise incomplète

Le chemin vers une reprise solide et viable est encore semé d'embûches : fragilisation de la situation financière des entreprises, destructions d'emplois, comportements de précaution, demande mondiale affaiblie et le risque toujours présent d'une deuxième vague de l'épidémie qui, après avoir

pointé son nez en Chine, refait surface par petits foyers en Europe.

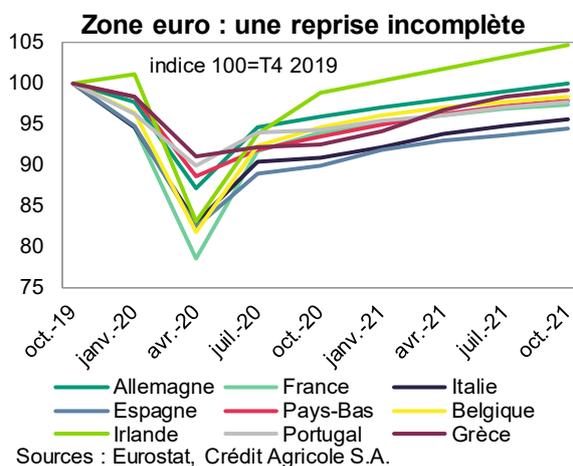
L'histoire s'étend au-delà de cet effet de « stop and go » du milieu de l'année 2020. En sortie de confinement, le taux d'utilisation des capacités sera faible, des ruptures d'approvisionnement sont possibles, les pertes de chiffre d'affaires seront difficilement récupérables et de fortes incertitudes vont planer sur les perspectives de demande. **La dynamique de la reprise à partir du quatrième trimestre 2020 s'annonce modérée (1,2% en moyenne jusqu'à l'horizon de la prévision).**

Le rôle des mesures de soutien à la liquidité visant à limiter un deuxième choc négatif du côté de l'offre est crucial. La Commission européenne estime que dans l'Union européenne (UE) les pertes des sociétés non financières pourraient se monter jusqu'à 720 milliards d'euros dans un scénario plutôt favorable, mais qu'elles pourraient atteindre jusqu'à 1 200 milliards d'euros dans un scénario plus pessimiste. Ces pertes se traduisent directement par une dégradation de l'autofinancement en érodant les actifs les plus liquides. Au total entre 25% et 35% des entreprises connaîtraient un besoin de financement après avoir réduit leur capital circulant et leurs réserves de liquidité. Les mesures destinées à alléger les difficultés de financement des entreprises (report d'impôts et cotisations, moratoire sur les dettes et soutien public *via* les dispositifs de chômage partiel) vont réduire le risque d'insolvabilité (de 30% à 10% selon l'OCDE). Malgré ce soutien, nous prévoyons **un rythme très modeste de reprise de l'investissement, notamment productif (+2,3% en 2021, après -12,1% en 2020).** Le niveau de l'investissement sera encore inférieur de 10,8% à son niveau d'avant crise fin 2021.

La réinjection dans le circuit économique d'une partie de l'épargne « forcée » accumulée en temps de confinement laisse espérer une reprise robuste de la consommation à partir du troisième trimestre. Mais avec la baisse de la confiance des consommateurs liée aux incertitudes entourant l'évolution de l'emploi et des revenus, les ménages risquent d'adopter des comportements attentistes et de précaution qui vont obérer la récupération intégrale du niveau de la consommation. **La consommation privée rebondirait de 6,3% en 2021, après avoir chuté de 8,7% en 2020 ; son niveau fin 2021 serait inférieur de 2,1% à son niveau d'avant crise.**

La reprise de la demande intérieure, bien qu'incomplète, sera néanmoins le pilier de la sortie de crise. Plus que jamais, la zone euro devra s'appuyer sur elle-même pour ranimer son activité. **L'apport de la demande extérieure sera limité,** car le redémarrage de l'économie mondiale ne sera pas synchrone. Le décalage entre les évolutions de la situation sanitaire, la diversité des réponses de

politique économique et l'impact différencié de la crise sur les marchés de l'emploi, vont peser sur la reprise du commerce mondial. L'OMC et la Cnuccd attendent une baisse de l'ordre de 20% du commerce mondial en 2020 avec, certes, une reprise au deuxième semestre du commerce de marchandises mais une dynamique très faible des flux des services, notamment du tourisme.



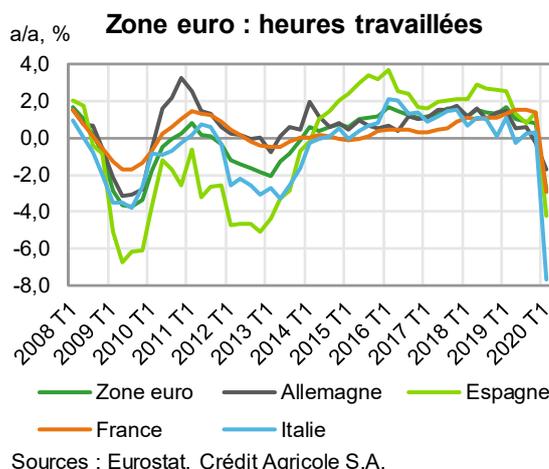
Emploi : le risque de segmentation

Cette crise aura potentiellement un impact très important sur l'emploi. Il est néanmoins difficile de le cerner correctement en mobilisant les modèles habituels : ce choc est atypique, en particulier par rapport aux récessions endogènes nées de l'accumulation préalable de déséquilibres. D'abord, sa nature exogène impose des contraintes physiques temporaires à des activités particulières et ne répond pas à une « logique d'écrémage » d'acteurs moins profitables même si, à moyen terme, la question de la solidité financière conditionne la résilience des acteurs.

Cette crise touche de façon prépondérante le secteur des services, très intensif en main-d'œuvre. Les gouvernements, forts de leur expérience de la crise précédente, ont mis en œuvre des mesures de préservation de l'emploi, en redéployant et en renforçant des dispositifs qui avaient fait leurs preuves. Le recours au chômage partiel a été massif. Dans tous les grands pays de la zone, son taux de remplacement a été relevé et a couvert entre 60% et 84% du salaire. Il a été étendu à des secteurs initialement non couverts et, aujourd'hui, les trois quarts des affiliations sont reconductibles aux services en France, les deux tiers en Allemagne et en Italie. L'industrie compte entre 15% et 25% de nouvelles demandes et la construction entre 10% et 15%.

Suspension légale des activités, baisse de la demande ou effet d'aubaine des mesures de chômage partiel, la baisse des heures travaillées a été au premier trimestre 2020 (-3,1%)

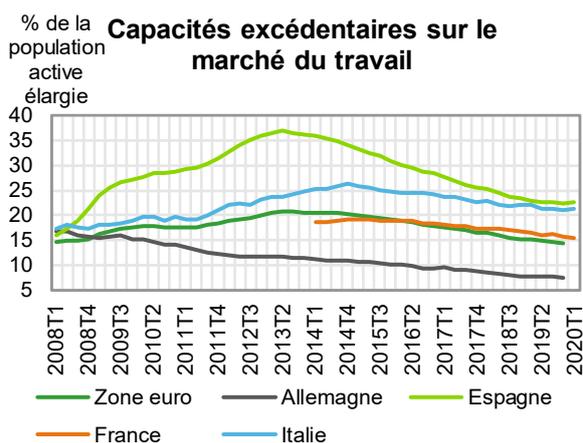
sans commune mesure avec celle connue sur la période 2008-2009.



La réduction de la durée du travail a été bien plus significative pour les indépendants (-5,6%) que pour les salariés (-2,6%), notamment en Italie et en Espagne. Elle a été aussi marquée dans les services que dans l'industrie (-3,1%); mais plus importante dans la construction (-4,3%), du fait des baisses significatives en France, en Espagne et en Italie. C'est seulement en Italie que la baisse a été très marquée dans tous les secteurs.

Ces mesures ont donc bien contribué à limiter la baisse de l'emploi (-0,2%) au premier trimestre 2020, ainsi que la remontée du taux de chômage (7,3% en avril, après 7,1% en mars). Cette première phase de la crise est donc caractérisée par des travailleurs dans l'emploi qui ne travaillent pas ou peu et des chômeurs qui ne cherchent plus. Ce deuxième effet participe au maintien d'un taux de chômage bas. Qu'il s'agisse de chômeurs découragés par des perspectives plus moroses ou ayant arrêté leur recherche d'emploi, du fait de l'absence de postes vacants ou de la nécessité de garder les enfants non scolarisés, la baisse des actifs au premier trimestre a été importante (-0,8% en Espagne, -0,9% en France et -1,9% en Italie, mais seulement -0,6% en Allemagne sur la période de mars-avril).

Cette crise risque ainsi d'alimenter la hausse du halo du chômage, défini comme le nombre des travailleurs à temps partiel involontaires et les personnes disponibles pour travailler, mais ayant renoncé à la recherche d'un emploi. Il faut donc s'attendre à une augmentation des capacités excédentaires sur le marché du travail (comptant pour 15,4% de la population active élargie au quatrième trimestre 2019 dans la zone euro), lesquelles n'avaient déjà pas retrouvé le niveau d'avant la crise de 2008 dans plusieurs pays.



Ces capacités excédentaires expriment mieux que le simple taux de chômage la pression à la baisse exercée par la crise sur les revenus et le risque déflationniste qui y est associé. Le rebond d'activité, attendu en deuxième partie d'année, devrait soutenir la reprise de la productivité ; celle-ci s'accompagnerait d'une hausse progressive des destructions d'emplois, une fois épuisée la couverture assurée par le chômage partiel. Cette dernière peut s'étendre jusqu'à deux ans en Italie et en Espagne (son allongement est en discussion en Allemagne), où les autorités ont aussi interdit les licenciements pendant la crise.

La montée du taux de chômage sera donc progressive, mais durable, de 7,6% en 2019 à 9,3% en 2020 et 10,1% en 2021. Elle sera différenciée entre pays en fonction, notamment, de la part qu'occupe l'emploi précaire et indépendant dans les économies.

La réponse de politique économique

Politique monétaire : éviter qu'un choc endogène n'amplifie le choc exogène

Les réponses nationales à la crise ont été rapides. La levée des contraintes européennes liées à la supervision budgétaire et à la politique de la concurrence en matière d'aides d'État aux entreprises a donné plus de latitude financière aux États-membres pour parer à l'urgence sanitaire ou économique. En a résulté **une réponse massive mais différenciée en fonction des marges budgétaires disponibles. Les marchés ont commencé à discriminer entre les pays en fonction de l'effort budgétaire produit et/ou de son impact sur l'endettement, avec un début de fragmentation sur le marché des dettes souveraines.** De plus, au fur et à mesure que la crise sanitaire prenait la forme d'une pandémie affectant la production mondiale dans son ensemble, la déstabilisation des marchés prenait la forme et l'ampleur connues lors de la crise de 2008 : chute

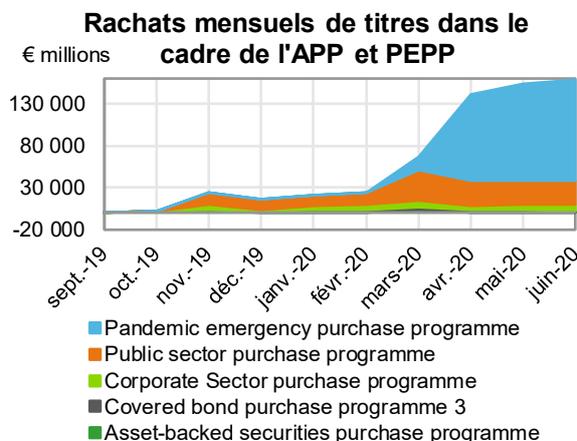
des prix des actifs, assèchement de la liquidité, volatilité des prix très élevée. **La forte remontée de l'indicateur de stress systémique de la BCE laissait craindre un durcissement sévère des conditions de financement. Le rendement souverain pondéré à dix ans de la zone euro était remonté de 70 points de base avec la diffusion de la pandémie.**

Dans une première phase donc, la BCE s'est attaquée à l'instabilité financière avec pour objectif de ramener le calme sur les marchés. Elle a d'abord augmenté la portée du *Quantitative Easing* en augmentant son programme de rachats de titres (APP) de 120 milliards d'euros. Elle a ensuite introduit un nouveau programme d'achat temporaire (initialement jusqu'à la fin 2020), le *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) de 750 milliards d'euros. L'objectif était celui de supprimer le risque de *duration* créé par l'anticipation des très larges émissions de dette et de supprimer le risque de fragmentation par de la flexibilité entre juridictions et classes d'actifs. Parmi les nouvelles classes d'actifs éligibles aux rachats, les billets de trésorerie du secteur non financier permettent à la BCE de gérer le risque de liquidité des sociétés non financières. Cette flexibilité a été augmentée par la suppression des limites d'achat par émission et émetteur dans le PEPP, qui a permis à la BCE de s'écarter de la clé de répartition de son capital et de concentrer les rachats sur les émetteurs et les classes d'actifs soumis à un plus fort stress de marché. Ces premières annonces ont permis de baisser le rendement souverain zone euro de 15 points de base (pb), mais pas de revenir au niveau pré-crise.

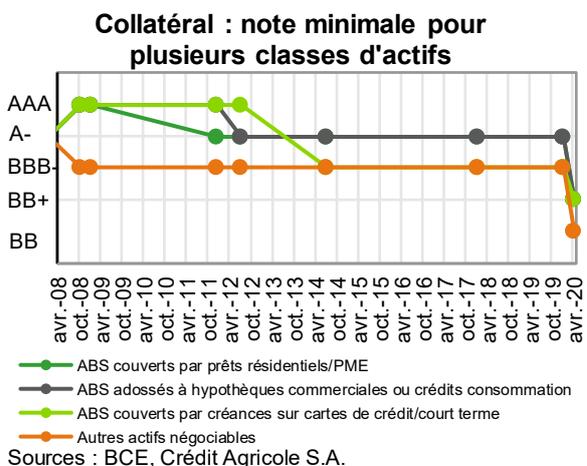
La BCE se devait de s'assurer que le choc exogène du Covid ne soit pas amplifié par un choc endogène, résultat d'anticipations auto-réalisatrices pouvant conduire à un risque de liquidité sur certains souverains soumis à un plus fort stress. Une ouverture injustifiée des primes de risque pouvait se traduire par un renchérissement des conditions de financement des secteurs public et privé, entravant ainsi la correcte transmission de la politique monétaire dans l'ensemble de la zone euro. Une deuxième phase a donc été rendue nécessaire. Le PEPP a été étendu à juin 2021 et son montant maximal porté à 1 350 milliards d'euros.

L'objectif de combattre le retour du risque déflationniste s'est progressivement imposé au fur et à mesure qu'on prenait conscience de la sévérité de la crise économique. L'action de la BCE devait soutenir la reprise et fournir un *back-stop* de liquidité en permettant la correcte transmission de la politique monétaire par le canal du crédit. Pour ce faire il fallait assurer des

fournitures massives de liquidité au secteur bancaire et compenser la remontée de son coût de refinancement de marché.



La BCE a d'abord introduit des LTRO transitoires jusqu'en juin 2020, afin d'assurer la transition avec l'échéance des TLTRO-III en annonçant des conditions plus favorables pour ces derniers, ainsi que l'assouplissement des règles de collatéral. La BCE a procédé par le gel de l'éligibilité des titres de créance en garantie qui ont été notés *investment grade* le 7 avril, jusqu'en septembre 2021 (tant que leur notation reste supérieure à BB ou équivalent). L'objectif était de préserver le pool de garanties pour les dix-huit prochains mois, y compris dans les opérations hebdomadaires LTRO et trimestrielles TLTRO, mais pas dans les achats d'actifs. Elle a permis une réduction des décotes sur collatéral de 20% en moyenne, plus importante pour le crédit *non marketable* (avant ces décisions, le *haircut* réalisé sur les actifs *marketable* était de 6-7%, celui sur les *non-marketable* de 36%).



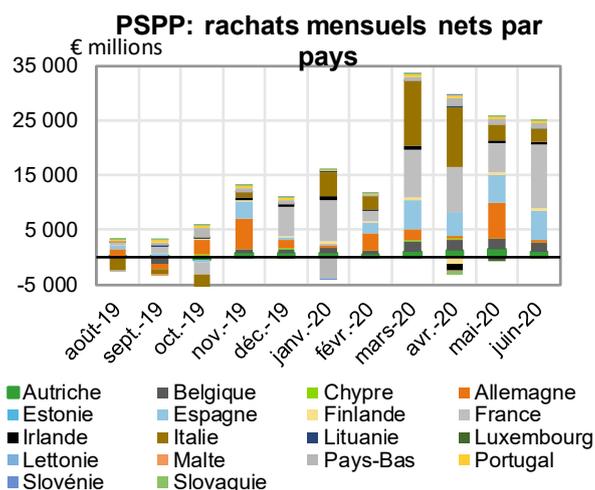
Ensuite, les conditions des TLTRO-III sont devenues davantage favorables (-50 pb ou jusqu'à -100 pb, une capacité d'emprunt élevée de 30% à 50%), et des nouvelles opérations de refinancement à long terme *Pandemic Emergency Long Term*

Operations (PELTRO) à maturité jusqu'au T3 2021 ont été introduites à un taux de 25 pb inférieur au taux de refinancement.

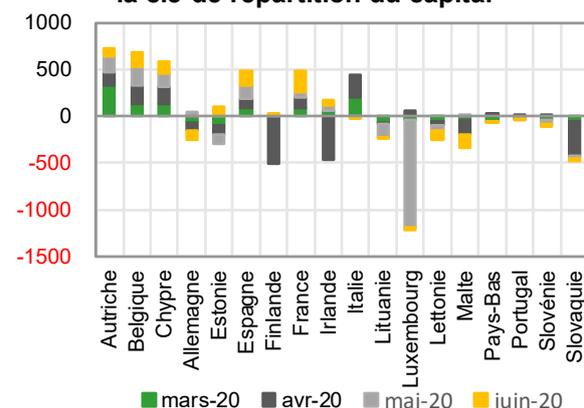
Il devenait de plus en plus évident, que contrairement à la crise précédente où le secteur bancaire avait joué un rôle amplificateur de la crise, actuellement les banques devaient jouer un rôle stabilisateur et assurer, avec l'État, un rôle d'amortisseur du risque pour les autres agents privés. Pour cela, il fallait un assouplissement et l'allègement des contraintes de supervision.

Les exigences de solvabilité et liquidité ont donc été allégées pour ne pas entraver la capacité du secteur bancaire à continuer à assurer le financement de l'économie dans des conditions plus risquées. Cela s'est accompagné d'une plus grande flexibilité dans le traitement prudentiel des prêts garantis par des mesures de soutien public. Enfin, la BCE a remis sur la table sa proposition de création d'une *bad bank* européenne pour les nouveaux crédits douteux engendrés par la crise de Covid.

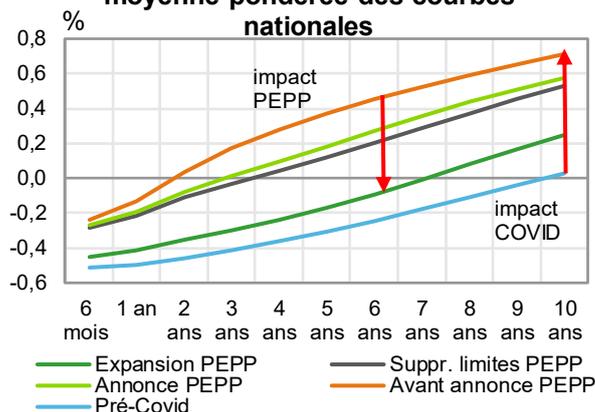
Finalement, sur la période mars-juin la BCE aura acheté 126 milliards d'euros de titres publics et 41 milliards d'euros de titres privés dans le cadre de l'APP existant et 355 milliards d'euros de titres dans le cadre du nouveau PEPP (dont 80% de titres publics et 15% de billets de trésorerie du secteur non financier). En s'écartant de la clé de répartition de son capital, elle a acheté les titres des souverains les plus stressés et a évité l'écartement excessif des primes de risque.



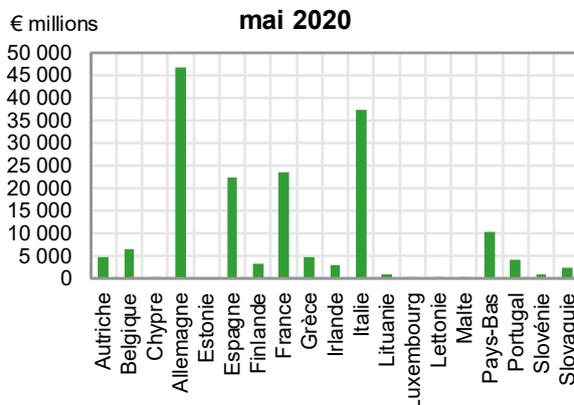
PSPP : rachats de titres en excès de la clé de répartition du capital



Courbe des taux de la zone euro : moyenne pondérée des courbes nationales



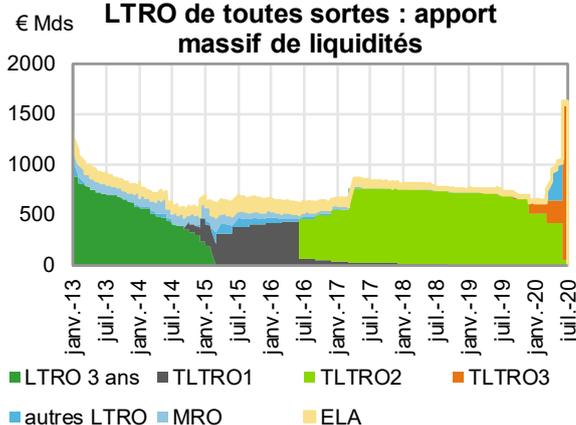
PEPP : rachats mensuels nets mars-mai 2020



Sources : BCE, Crédit Agricole S.A.

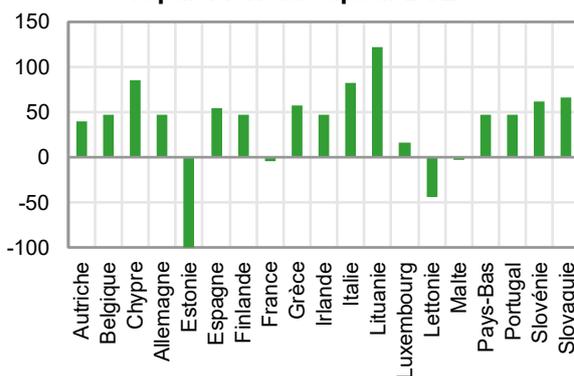
Les mesures en faveur du crédit ont été bien accueillies par le secteur bancaire qui a répondu massivement au rendez-vous des TLTRO-III de juin avec une demande de 1 308 milliards d'euros.

LTRO de toutes sortes : apport massif de liquidités



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

PEPP : rachats en excès de la clé de répartition du capital BCE

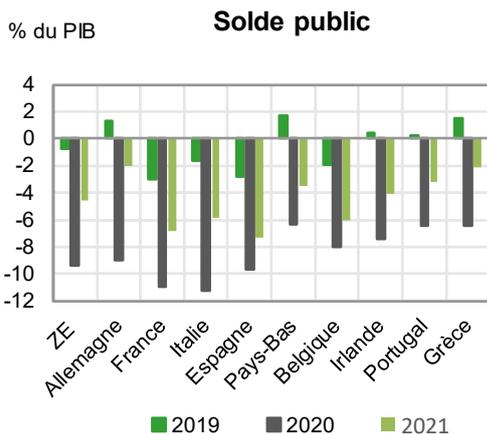


Sources : BCE, Crédit Agricole S.A.

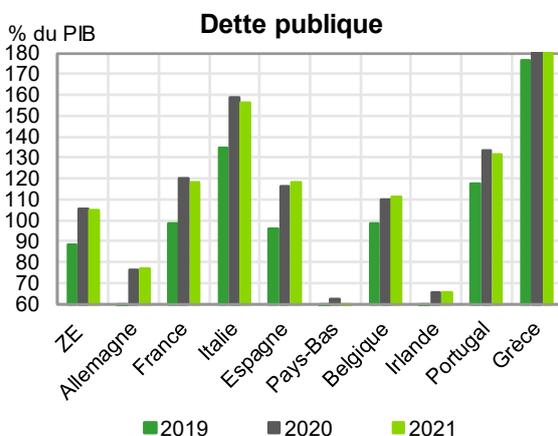
Politique budgétaire : éviter une politique procyclique et soutenir une reprise homogène

L'action de la BCE a été déterminante pour desserrer les conditions financières. Après ses interventions, le rendement souverain pondéré à dix ans de la zone euro n'était plus supérieur à son niveau d'avant-crise que de 18 pb.

Ayant dans une première phase levé les entraves aux politiques nationales par la suspension des règles budgétaires face à la hausse du déficit, la Commission européenne a permis aux pays de répondre immédiatement à la crise. Cette réponse atteint les 3,5% du PIB dans la zone euro. Ces mesures cumulées à la détérioration du solde public liée au cycle à hauteur de 4 points de PIB ont conduit à une remontée du déficit à 9,4% en moyenne dans la zone euro et à une forte hausse des dettes publiques (+17,4%) en moyenne en 2020.



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

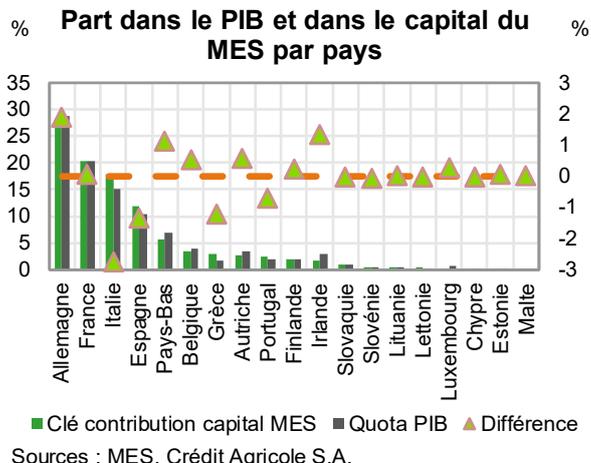


Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

S'élevant à 1 200 milliards d'euros, la nouvelle dette créée qui se déverse sur les marchés en 2020 pourrait entraîner des effets d'éviction des souverains les moins bien notés. Le corollaire serait une transmission de la hausse aux coûts de financement du secteur privé et/ou une autocensure par les pays plus endettés, conduisant à un soutien public à l'économie plus limité.

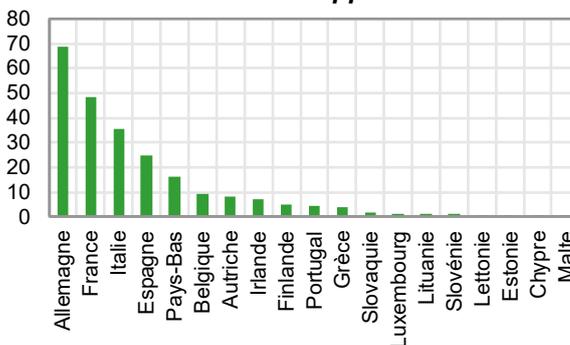
Les pays ont progressivement pris conscience qu'une sortie de crise différenciée posait un risque non seulement pour le marché unique et ses chaînes d'approvisionnement européennes, mais aussi pour la monnaie unique : le renforcement de la polarisation et de la fragmentation était à même de générer un choc pour la cohésion de l'UE. **Le saut faisant passer de la simple coordination à la mise en commun des ressources s'est donc imposé.** On a mobilisé les ressources existantes, par la réorientation des fonds de cohésion non utilisés du budget de l'Union européenne à hauteur de 37 milliards d'euros, par des garanties aux PME fournies par la Banque européenne d'investissement (BEI), par l'utilisation des fonds encore disponibles du Mécanisme

européen de stabilité (MES) à hauteur de 240 milliards d'euros (soit 2% PIB de la zone).



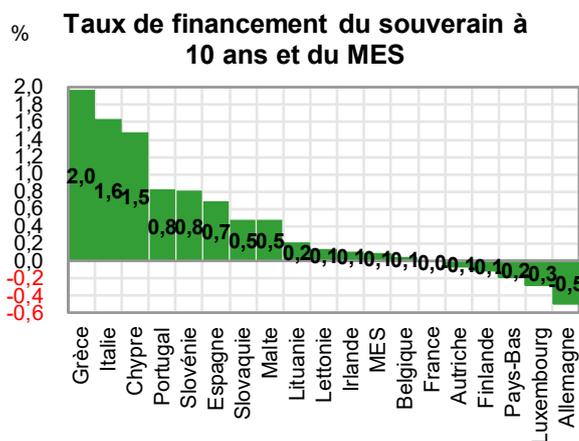
Tirage maximal par pays (2% du PIB) pour la ligne de crédit Pandemic Crisis Support du MES

€ Mds



Source : Crédit Agricole S.A.

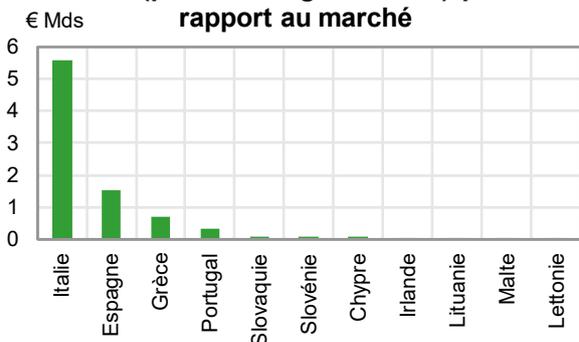
Le MES a répondu avec une nouvelle ligne de crédit sans conditionnalité autre que la stricte limitation de l'affectation aux dépenses pour la santé et un retour sur le droit chemin budgétaire, lorsque le Pacte de stabilité sera rétabli. Seuls les pays qui se financent à un taux supérieur à celui du MES auront intérêt à demander la ligne de crédit.



Sources : MES, Crédit Agricole S.A.

Mais pour un pays tel que l'Italie, les gains peuvent être importants : le taux de financement sur une émission à dix ans pourrait baisser de 156 points de base (tout frais inclus) soit un gain de 5,5 Mds € sur le montant maximum empruntable de 36 Mds €.

Gains de moindres charges d'intérêt par un financement par le MES à 10 ans (pour un tirage maximal) par rapport au marché



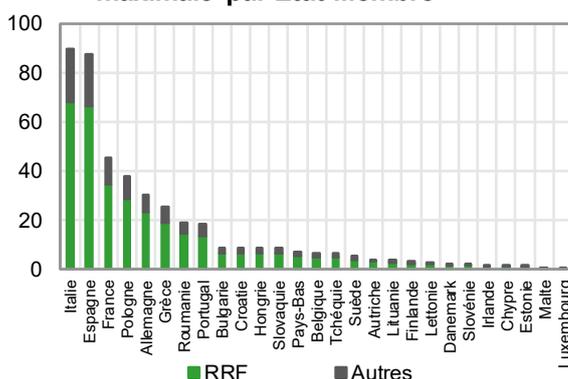
Sources : MES, Crédit Agricole S.A.

Ces mesures se sont révélées insuffisantes au fur et à mesure qu'on prenait la mesure de l'ampleur de la crise. Des **nouvelles ressources communes financées par l'endettement ont vu le jour** :

- ✓ Le fonds SURE : fonds de réassurance contre le chômage : 100 Mds € levés sur 25 Mds € de garanties fournies par les États ;
- ✓ 200 Mds € de garanties à investissement par la BEI ;
- ✓ La proposition de la CE d'un fonds garantissant le soutien à la reprise et à la reconstruction mais aussi opérant une redistribution en faveur des pays les plus touchés par la crise et les plus pauvres : le *Recovery Fund*, soit 750 Mds € levés par émission obligataire garantie par le budget de l'UE.

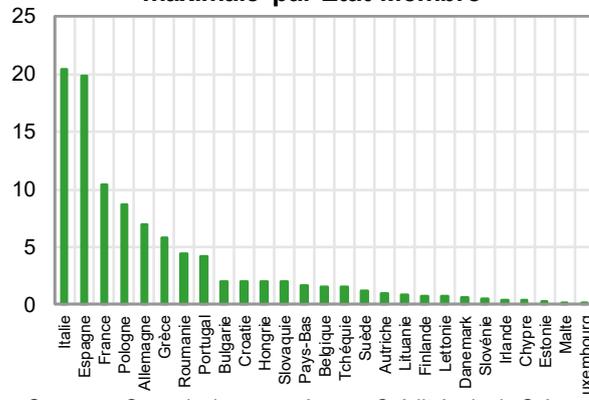
S'il est accepté par le Conseil dans les termes proposés par la Commission, le *Recovery Fund* peut fournir jusqu'à 500 milliards d'euros de subventions (à fonds perdu) et garanties pour financer principalement des dépenses de santé, d'innovation, d'investissement dans le numérique et dans la transformation énergétique et pour soutenir les réformes structurelles. Ces fonds peuvent remplacer des dépenses et diminuer le déficit et la dette. 250 milliards d'euros de prêts pour financer des projets d'investissement peuvent eux aussi bénéficier de conditions intéressantes par rapport au coût de financement de marché des États les plus endettés.

Recovery Fund : subvention maximale par État Membre



Sources : Commission européenne, Crédit Agricole S.A.

Recovery Fund : subvention maximale par État Membre (% du total)



Sources : Commission européenne, Crédit Agricole S.A.

Les différentes institutions communautaires ont donc proposé des plans qui conduiraient l'UE à émettre quinze fois la valeur cumulée des émissions communes au cours des cinq dernières années ; un total de cinq fois le budget annuel de l'UE. **En prenant en compte la ligne du MES, les garanties de la BEI, le fonds SURE et la proposition de *Recovery Fund*, 9,8% du PIB de l'UE seraient mobilisés**, dont 3,6% du PIB sous forme de subventions à fonds perdus, 4,2% sous forme de prêts à des taux concessionnels et des maturités allongées et 2% en garanties européennes à l'investissement. Les ressources ne seront pas immédiatement disponibles et leur déboursement sera étalé bien au-delà de l'horizon de la prévision, mais les montants engagés pourraient être arrêtés à l'automne avec la présentation des requêtes par les pays, les votes du Parlement européen et des parlements nationaux. **Cet engagement budgétaire, conjugué à la présence active de la BCE, devrait assurer des conditions de financement très favorables pour l'ensemble des pays.**

Les États sont, pour certains, écartelés entre le soutien à l'activité et la soutenabilité de leur dette.

L'orientation de la politique budgétaire sera bien expansionniste en 2020, mais déjà restrictive en 2021, alors que la récupération de l'économie ne sera pas totale (écart de production fortement négatif). **La mobilisation de l'aide européenne viendra donc opportunément produire une impulsion positive et réduire le risque de sortie**

de crise différenciée. La nécessité (impérieuse) d'assurer une reprise synchrone et coordonnée fait des plans de relance le noyau dur du semestre européen, afin de positionner l'utilisation des fonds en ligne avec les priorités de l'UE pour le prochain Cadre financier pluriannuel.

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
15/07/2020	Espagne – Une aide supplémentaire de 40 Mds € pour les entreprises	Espagne
10/07/2020	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
10/07/2020	France – Impact Covid-19 : quelles perspectives de reprise pour l'économie française ?	France
07/07/2020	Russie : Max Weber, syndrome eurasiatique et bons d'achat	Géopolitique
06/07/2020	UE – Le Parlement allemand met fin au bras de fer entre la BCE et la Cour constitutionnelle	Europe
03/07/2020	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
02/07/2020	Monde – Scénario macro-économique 2020-2021 : choc inédit, réponses massives et questions ouvertes	Monde
01/07/2020	Fintech Outlook - premier semestre 2020	Banque
29/06/2020	Zone euro : V comme victoire ?	Europe
26/06/2020	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
24/06/2020	Vents porteurs pour l'aéronautique française ?	Aéronautique
24/06/2020	Electricité – Les enseignements du confinement sur le marché européen	Sectoriel
24/06/2020	PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole - Spécial Covid-19 n°11	Agri-agro
24/06/2020	Chine – Nouvelle progression des indicateurs d'activité en mai	Chine
23/06/2020	Royaume-Uni – Forte détérioration des conditions sur le marché du travail	Royaume-Uni
22/06/2020	Zone euro – L'emploi dans la crise : premiers constats	Zone euro
19/06/2020	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
19/06/2020	France – Immobilier résidentiel : évolutions récentes et perspectives 2020-2021	France, immobilier
17/06/2020	PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole - Spécial Covid-19 n°10	Agri-agro
16/06/2020	Zone euro – Conjoncture : flash détail du PIB au T1 2020	Europe
16/06/2020	Afrique sub-saharienne – Détresse alimentaire et financière, quel va être le rôle de la Chine ?	Pays émergents

Crédit Agricole S.A. — Études Économiques Groupe

12 place des Etats-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la Publication : Isabelle Job-Bazille - **Rédacteur en chef :** Armelle Sarda

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

Secrétariat de rédaction : Fabienne Pesty

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

Consultez et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

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

iPad : application **Etudes ECO** disponible sur l'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.