



7 juin 2021

### **Club Turbulences**

*Autour d'Isabelle JOB-BAZILLE*

*Directrice des Etudes Economiques*

*Groupe Crédit Agricole*



*Quelles sont les grandes perspectives d'avenir pour quelle sortie de crise  
et sur quels fondamentaux ?*

Des pans entiers de l'économie fermés avec une compensation opérée par les Etats et les Banques centrales pour ne pas ajouter la crise financière à la crise sanitaire : c'est dans ce contexte inédit que s'amorce la sortie de crise. Ce n'est pas seulement une politique keynésienne, les politiques économiques sont aussi centrées sur l'offre pour préserver le tissu productif. Il n'est pas exagérer de parler d'« économies sous cloche ». Lorsque l'on va retirer peu à peu cette cloche, que va-t-il se passer ?

➤ **Etat des lieux**

Les gouvernements européens ont fait « le choix de l'humain » au détriment de l'économie. Les confinements et les mesures sanitaires se sont faits au prix d'un arrêt brutal de l'activité du pays. En même temps, des moyens financiers considérables ont été débloqués pour amortir les dégâts de ce choc sans précédent pour les ménages et les entreprises.

Destinés à protéger le tissu productif, des Prêts Garantis par l'Etat (PGE) ont été mis à disposition des acteurs économiques en plein désarroi.

L'enjeu ? Laisser les économies les plus intactes possibles ou du moins les moins affectées pour redémarrer un fois parvenue la sortie de crise. Rappelons qu'à la suite du premier confinement, ce choc historique s'est traduit par une chute de 13,2% du PIB sur le deuxième trimestre 2020, mais précisons aussi qu'au 3<sup>ème</sup> trimestre le rebond de 18,5 % consécutif à la levée des mesures fut également qualifié d'« historique ». Force est de constater que les entreprises ont réussi à s'adapter aux mesures de confinement. Respectueuses des protocoles sanitaires, elles ont pu malgré tout poursuivre leurs activités.

Cette année, la zone Euro a enregistré au premier trimestre une baisse de - 5,5% de croissance. Si l'on se compare à l'Allemagne, on observe que le taux de récupération a été meilleure. Cela s'explique par un reconfinement plus drastique en mars outre-Rhin.

➤ **Quels sont à court-terme les ressorts de la reprise ?**

Il faut souligner que la reprise est incomplète. Elle est étroitement liée à la course de vitesse entre le virus et les campagnes de vaccination.

D'où ces effets de décalage temporels entre certains pays en avance dans la vaccination (Israël, Etats-Unis, Royaume Uni) et d'autres qui accusent un retard en Europe. La levée progressive des contraintes devrait se poursuivre et contribuer à l'accélération de la croissance en Europe. Il n'en demeure pas moins que les experts tablent sur une baisse de - 4% pour l'année 2021.

Les prévisions les plus optimistes indiquent que l'on ne pourra pas retrouver un niveau d'activité comparable à l'avant crise avant le deuxième et troisième trimestres 2022. Il n'est pas exagéré de dire que nous aurons perdu près de trois années de croissance !

**Plusieurs *scenarios* sont envisagés**

L'excès d'épargne accumulée sur les revenus des ménages s'annonce comme une planche de salut. L'épargne liquide et disponible devrait être un puissant facteur d'accélération de la croissance. La politique du « *quoique qu'il en coûte* » aura permis de préserver le niveau de revenus des ménages. Ces derniers n'ont pas dépensé comme d'habitude et l'on a assisté à une envolée du taux d'épargne.

Qu'il soit involontaire ou de précaution, signalons que 15 à 20% de cette épargne se traduit mécaniquement par un point supplémentaire du PIB.

Toutefois, le risque de faillites est réel.

Sous le poids de l'endettement, les entreprises vont-elles résister ? Les PGE ont certes garni la trésorerie des entreprises, mais les dettes sont structurelles et grèvent leur expansion. Un constat à nuancer. Si certains secteurs (Hôtellerie, restauration, commerce) ont été mis à l'arrêt total, d'autres s'en sont plutôt bien sortis avec notamment le recours au chômage partiel et aux PGE.

Aujourd'hui, 90% de l'économie est revenu à la normale et 10% reste encore entravé par les mesures de restriction. De quoi justifier la prolongation des mesures de soutien par le Gouvernement pour aider ces secteurs à passer le cap en attendant la reprise. Statistiquement, les faillites sont au plus bas, ce qui constitue un paradoxe.

La sortie de crise pourrait en revanche s'accompagner de faillites par effets de rattrapage. Tout l'effort de Bercy consiste à faire en sorte que les entreprises viables passent le cap.

➤ **Une situation curieuse et pleine de paradoxes**

Comment ne pas être surpris par la concomitance d'une baisse d'activité jamais connue depuis la dernière guerre mondiale et d'une hausse des profits ?

Ne serait-ce que la baisse de seulement d'un point de taux de chômage sur la zone Euro, elle a de quoi étonner les économistes les plus aguerris.

Sans les mesures prises par les Etats, cette crise historique aurait laissé les économies exsangues avec un chômage de masse. Le « filet de sécurité » mis en place par les Etats a été efficace. Les 138, 5 milliards de PGE dans la zone Euro ont « limité la casse ». Les conséquences de l'endettement se feront sentir plus tard.

La question est de savoir si la crise de la Covid-19 n'a fait que retarder « l'heure de vérité » avec de prévisibles dégâts ou si elle a été un accélérateur de tendances préexistantes ? A commencer par la révolution du numérique qui pourrait doper la croissance.

A long terme, cette croissance devrait prendre la forme de ce qu'on appelle la « croissance extensive » dans un cercle vertueux où l'injection de capital crée des emplois générateurs de revenus lesquels créent une demande qui incite à plus d'investissements. La démographie, plus forte en France que sur la zone Euro, participe de cette dynamique.

➤ **Quel impact de la crise sur la croissance tendancielle avec en particulier l'accélération de la révolution digitale ?**

Comme il ne faut pas trop attendre de la démographie avec une décroissance de la population européenne de 0,6 % par an (France à 0,1%), la reprise va reposer principalement sur les gains de productivité liées au progrès technique et aux innovations. La révolution digitale fait débat –un impact uniquement sur les usages ou des gains importants de productivité ? - mais une chose est sûre : nous sommes au début d'une vraie révolution industrielle à base d'innovations qui vont transformer les modes de production et de consommation.

**S'ouvre une nouvelle ère de croissance.** Au niveau macro-économique, on ne le voit pas vraiment, mais la « platformisation » ou l'« uberisation » développent des services à la faible productivité. Dans certains secteurs, le mouvement est en marche. A l'image de l'industrie automobile, transformée par les objets connectés et la 5G. A

l'évidence, cette **transformation digitale** est amplifiée par la crise sanitaire. On assiste, en effet, à des effets de diffusion à tous les niveaux et dans tous les secteurs.

Dans un « effet schumpetérien » de destruction/création, va-t-on assister à un « nettoyage des entreprises » et à la disparition d'entreprises peu profitables au profit d'entreprises dans des secteurs prometteurs ? A quel rythme va se faire cette recomposition sectorielle ? Sans-doute y aura-t-il des enjeux de capital humain et de formation !

S'agissant du **télétravail**, ce nouveau mode d'organisation des entreprises va-t-il être un facteur de productivité ? Les études divergent. Ce télétravail augmente indéniablement la productivité individuelle (moins de temps dans les transports) mais il pèse sur la productivité collective lorsque les entreprises sont en mode « projet ».

Le **modèle de croissance plus soucieux d'environnement** va-t-il porter ses fruits ? Là encore, les analyses sont contrastées. Quand certains prônent une transition écologique indissociable d'une décroissance de l'économie plus verte d'autres militent pour une décroissance sélective : réduire l'économie carbonée au profit de secteurs moins polluants. Un autre camp argue du fait que la transition écologique porte un gisement exceptionnel de productivité et de nouveaux emplois.

Quid de la **transformation des chaînes de valeur** ? Si l'on rapatrie des activités à base de relocalisations, est-ce que cela ne va pas se faire au détriment de la productivité ?

➤ **Quelles perspectives ?**

Nul ne peut dire précisément ce qui va prédominer dans les mois à venir, mais un certain nombre de visions se dégagent.

- La « vision américaine » : nous sommes à l'aube d'une nouvelle ère de croissance avec de forts gains de productivité et une croissance de plus de 1%
- La « vision européenne » : la crise aura des effets à long terme et il faudra attendre des effets de rattrapage sur un train de croissance plus lent.
- La crise sanitaire aura mis en perspective un modèle de croissance fondé sur un nouveau mode de vie en lien avec l'enjeu climatique. La prise de conscience écologique est d'ailleurs inscrite dans les plans de relance puisque 40% est dédiée à la transition écologique.

Cela passe par une forte coopération entre les pays et soulève deux problématiques :

- la « tragédie des horizons » qui requiert l'altruisme des gouvernements car c'est un engagement avec des résultats envisageables que dans le futur lointain alors que les gouvernements sont soumis à des calculs électoraux.

- le syndrome « passagers clandestins » : je laisse les autres faire des efforts car j'ai des préoccupations socio-économiques dans mon pays.

Dans ce contexte, la solution qui apparaît la plus réaliste est celle qui consiste à aller vers une décroissance sélective avec une « décarbonation » graduelle prenant en compte les engagements des COP sur le climat.

➤ **Quelles sont les questions et quels sont les risques en suspens post-Covid ?**

- **Un risque inflationniste** avec une hausse des matières premières industrielles ou agricoles que des marchés sous tension anticipent. Ainsi, le calcul du prix du baril de pétrole multiplié par trois va faire partie des indices de prix.

Bien que transitoire, l'inflation des coûts en amont peut être négative car elle va pousser les chefs d'entreprise à se focaliser sur leurs marges au détriment des investissements et donc de la croissance.

Les politiques de création monétaire massive vont-elles créer de l'inflation ?

Ajoutons à cela que le plan de relance de 1900 milliards de dollars aux Etats-Unis pourrait mettre l'économie en sur tension car il fait plus que compenser les pertes

- **La montée de la conflictualité sociale** est une hypothèse plausible. Des dispositifs d'accompagnement ont été mis en place, mais la crise sanitaire pourrait accentuer le malaise des classes moyennes. Les inégalités accentuées ou nouvelles devraient frapper particulièrement les populations plus vulnérables aux chocs économiques. Les fractures entre « gagnants et perdants » de la mondialisation risquent de s'accroître. D'autant que la révolution numérique concerne surtout des emplois qualifiés. Liés à la « plateformisation », les nouveaux emplois sont plus précaires et flexibles. Avec l'automatisation et la généralisation des « machines intelligentes », la crainte du déclassement par les classes moyennes devrait s'amplifier.

Accentué par la crise migratoire et le terrorisme, cette crainte se traduit par le rejet des partis traditionnels et la montée du populisme qui surfe sur cette colère avec des réponses démagogiques. La fragmentation du paysage politique rend plus difficile la « gouvernabilité » des pays alors que l'urgence de la sortie de crise nécessiterait un consensus. La paralysie politique et l'absence de réformes pèsent sur la croissance.

Doit-on s'attendre en sortie de crise à des revendications catégorielles auxquelles il sera difficile de répondre ? Comme l'écrivait Tocqueville en 1835 : « Moins on a d'inégalités, plus elles sont visibles et moins elles sont acceptables »



➤ **Comment se débarrasser des dettes ?**

Le risque de creusement des déficits publics est réel. 120% du PIB en France ou en Espagne contre 70% en Allemagne. 250% au Japon !

Les Etats ne sont pas des agents ordinaires, ils peuvent transférer les dettes d'une génération à une autre en privilégiant la notion de « dette soutenable ».

Mais il va falloir stabiliser cette trajectoire d'endettement.

**Tout va dépendre du taux d'intérêt et du taux de croissance de l'économie.**

Mesurer la dette consiste à établir un ratio par rapport à la croissance. Plus il y a de croissance, moins ce ratio est élevé. L'autre voie est l'austérité. Elle consiste à « réduire la voilure ». Ce que l'on gagne en déficit, on le perd en croissance. Il y a un risque de récession sans pour autant réduire l'endettement. Quoiqu'il en soit, on peut anticiper que des mesures de discipline budgétaire seront prises pour contenir nos déficits.

➤ **Annulation ou restructuration ?**

L'annulation des créances concerne plus les pays en voie de développement qui ne pourront pas faire face. N'oublions pas que la dette française est en grande partie détenue par les épargnants français travers les produits d'Assurance Vie. L'annulation aurait des effets patrimoniaux très dommageables.

L'annulation rencontre également des obstacles politiques en Europe, certains pays « frugaux » disant qu'il faut rembourser, à l'image de l'Allemagne.

**Les taux d'intérêt bas devraient durer.** Cette politique monétaire accommodante va durer avec des instruments de « répression financière » des Banques centrales qui achètent des titres souverains sur le marché pour maintenir le coût de la dette aussi bas que possible. Avec le temps qui est son meilleur allié...

En attendant, nos économies fonctionnent à crédit avec des montagnes de dettes et des banques centrales qui créent de la monnaie.



En cette période inédite, les économies sont confrontées à des incertitudes et à des paradoxes. Le profit des PME a cru de plus 2% en pleine crise !

Vont-elles se heurter à un mur de faillites ? Un mur d'endettement ?

Le rebond si attendu va-t-il être à la mesure des prévisions ? 2, 7 millions d'emplois sont possibles (source Pôle Emploi).

Seule certitude : la crise accélère les tendances sous-jacentes de l'économie et notamment la digitalisation. Cette dernière peut-elle nous faire sortir de la crise ?

Quant à l'épargne des ménages (140 milliards d'Euros), va-t-elle être subtilement drainée vers les fonds propres des entreprises ?

Au cours de cette crise, les banques et la finance auront été préservées et se sont révélées « plus une solution qu'un problème ». Il n'y a aucun doute sur la capacité de ce secteur à financer la reprise et la croissance futures...

**LE CEPS REMERCIE LES PARTENAIRES DU CLUB TURBULENCES**

DE GAULLE  
FLEURANCE  
& ASSOCIÉS  

---

SOCIÉTÉ D'AVOCATS

SMART DATA  
**POWER**

Partenaire  
Data Science  
du CEPS



