



ESPAGNE SCÉNARIO 2021-2022

INCERTITUDES PERSISTANTES EN 2021

22 décembre 2020

Ticiano BRUNELLO

AGIR CHAQUE JOUR DANS VOTRE INTÉRÊT
ET CELUI DE LA SOCIÉTÉ



ÉTUDES ÉCONOMIQUES GROUPE

1 | SYNTHÈSE

2 FOCUS 1 : PREMIERS EFFETS STRUCTURELS DE LA CRISE

3 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

4 LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

5 FOCUS 2 : BUDGET 2021

FORT REBOND AU T3, DES INCERTITUDES PERSISTANTES

Le PIB espagnol a rebondi de 16,7% sur le trimestre au T3 (après -17,8% au T2) mais affiche encore un recul de 8,7% sur un an. La consommation et l'investissement se sont fortement redressés. Le commerce extérieur a également eu un impact positif sur le PIB, la croissance des exportations ayant dépassé celle des importations. Pour les exportations de services touristiques, cependant, la reprise a été très timide. Le volume des exportations représentait à peine 26% du chiffre du T3 2019. Le nombre de touristes étrangers ne représentait que 20% des arrivées au T3 2019. **La croissance de l'activité a été généralisée dans tous les secteurs.** L'industrie manufacturière se démarque avec une croissance de 33%, tout comme les secteurs du commerce de détail, de l'hôtellerie et des transports, où la croissance atteint 42,5%. Malgré le rebond du T3, l'activité dans ces services est toutefois restée à un niveau très déprimé par rapport à celui d'avant la crise. À l'inverse, la tendance dans la manufacture et la construction a montré une baisse moins sévère par rapport aux niveaux pré-COVID. En ce qui concerne le quatrième trimestre, **les indicateurs publiés à ce jour indiquent une interruption de la reprise du PIB en raison des restrictions imposées pour lutter contre la deuxième vague de la pandémie.**

Notre scénario reste entouré d'incertitude, principalement due à des doutes sur l'évolution de la pandémie. Les nouvelles concernant le développement de divers vaccins ont réduit cette incertitude, bien que le défi posé par la production et la distribution à l'ensemble de la population demeure. Si **le dernier trimestre de 2020 sera caractérisé par une croissance négative (-4,8%**

dans nos prévisions), la préservation d'un grand nombre d'activités économiques par le confinement « aménagé » permettra néanmoins d'en réduire l'impact sur la croissance. Le rebond au premier semestre sera plus modéré du fait à la fois de mesures plus durables de distanciation sociale et de comportements d'autocensure dans la mobilité, mais la modification progressive des comportements de consommation et de vente dans le commerce permettrait aussi une adaptation plus rapide des agents. Cela contiendrait l'impact sur la consommation, qui se montrera plus dynamique dans la deuxième partie de l'année, une fois que la visibilité sera plus importante. L'investissement sera freiné également au premier semestre mais bénéficiera du plan de relance du gouvernement, qui promet une croissance des investissements publics de 34%, selon le budget 2021. Ces effets se manifesteront dans la deuxième partie de l'année 2021. Le secteur extérieur montrera des signes de reprise seulement à partir de l'été 2021, avec la reprise des flux touristiques et en fonction de l'état d'avancement de la campagne de vaccination au niveau européen.

Nos prévisions de croissance s'affichent à -12% en 2020 et 3% en 2021. La faible croissance en 2021 s'explique par un acquis négatif, conséquence de la baisse du T4.

En 2022 le rebond serait de 5,9%, ce qui laisserait le PIB espagnol à 4% en dessous de ses niveaux de 2019. En effet, les effets plus persistants de la crise sur l'économie ne se sont pas encore manifestés pleinement. **L'effet de la remontée du chômage (qui passerait de 14% en**

2019 à 16% en 2020 pour s'établir à 20% en 2021, conséquence de l'augmentation des faillites des entreprises, qui jusqu'à maintenant bénéficier des aides à la liquidité) freinera la consommation tout au long de 2021, ce qui découragera l'investissement privé, dans un contexte d'inflation très faible. Nous présentons quelques éléments relatifs à ces effets dans le premier focus de ce scénario.

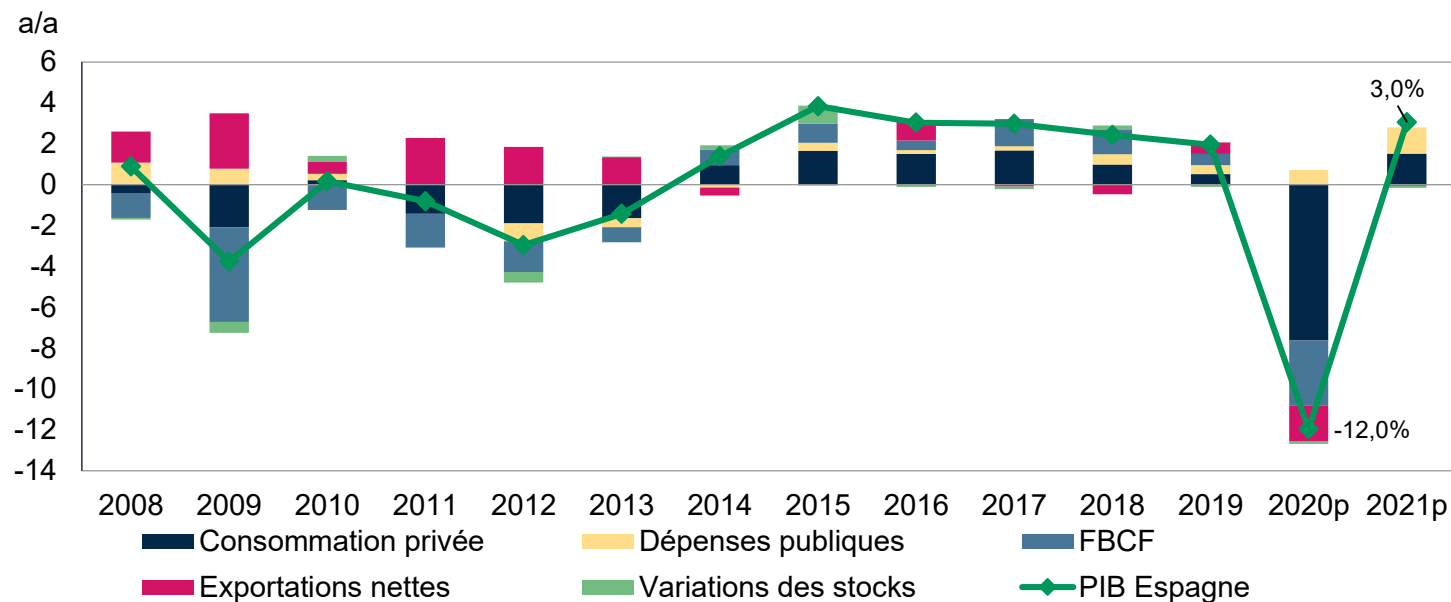
Les finances publiques se sont fortement dégradées en 2020, en raison des dépenses pour soutenir les revenus des travailleurs et la liquidité des entreprises. Le solde public s'afficherait à -11,3% du PIB à la fin de cette année pour se réduire à -7,7% en 2021. Quant à la dette publique, elle passerait de 95,7% en 2019 à 118% en 2020. Le 29 décembre, le projet de loi de budget 2021 du gouvernement de Sanchez fera face au Sénat. Nous soulignons quelques éléments du projet dans le deuxième focus.

Finalement, il reste une incertitude considérable quant au volume de ressources européennes que l'économie espagnole pourra mobiliser dans les années à venir et quant à son effet multiplicateur sur l'économie. Des doutes persistent aussi sur l'issue des négociations sur le *Brexit*, dont l'un des résultats pourrait être l'absence d'accord. D'autres éléments d'incertitude sont liés à l'adaptation que les agents économiques démontrent face à la pandémie et à ses restrictions, les dommages que cette crise entraînerait sur le potentiel de croissance de l'économie et les changements structurels qu'elle provoque ou accélère.

SYNTHÈSE

UNE REPRISE À LA TRAÎNE

Contributions à la croissance annuelle du PIB



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A / ECO

Espagne	2019	2020	2021	2020				2021			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB	2,0	-12,0	3,0	-5,2	-17,8	16,7	-4,8	1,9	1,1	1,9	1,9
Consommation privée	0,9	-13,9	2,8	-6,7	-20,0	20,2	-5,0	1,5	1,0	1,3	2,0
Investissement	2,7	-15,2	-0,4	-4,8	-22,1	19,9	-8,0	1,0	1,0	2,5	2,0
Variation des stocks*	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exportations nettes*	0,6	-1,7	0,4	-0,8	-2,5	2,1	-0,9	0,4	0,2	0,5	0,2
Taux de chômage	14,1	16,0	20,1	14,0	15,5	16,6	17,9	18,2	20,9	20,8	20,6
Déficit public (% PIB)	-2,9	-11,3	-7,7								

*Contributions à la croissance du PIB

SOMMAIRE

1 SYNTHÈSE

2 FOCUS 1 : PREMIERS EFFETS STRUCTURELS DE LA CRISE

3 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

4 LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

5 FOCUS 2 : BUDGET 2021

FOCUS 1: PREMIERS EFFETS STRUCTURELS DE LA CRISE

DES EFFETS PERSISTANTS QUI NE FONT QUE DÉBUTER

Au-delà des effets conjoncturels de la crise, il est possible d'en identifier certains de nature plus persistante.

- En premier lieu, l'impact sur les finances publiques. Plus précisément, le déficit public est passé à 6,9% du PIB en juin, en termes cumulés sur douze mois, plus de 4 pp au-dessus de celui enregistré en 2019. Les données les plus récentes montrent un déficit jusqu'à septembre de 8,1% du PIB, 5,2 pp au-dessus de fin 2019. De son côté, la dette publique par rapport au PIB s'établit à 114,1% au T3, soit un ratio supérieur par près de 20 pp à celui observé fin 2019 (95,5%). Bien que la reprise inscrite dans notre scénario viendra mécaniquement réduire une partie des dépenses et augmenter les recettes en diminuant le déficit, le retrait des mesures de soutien ne peut être que progressif et la décade du déficit et de la dette très graduelles.
- Les premiers signaux en termes de démographie d'entreprise ne sont pas encourageants. Le nombre d'entreprises inscrites à la Sécurité sociale a diminué depuis février - affichant une baisse de 7,2% sur un an en novembre. La vulnérabilité financière des entreprises a aussi fortement augmenté. En particulier, la Banque d'Espagne estime qu'en 2020, 40% des entreprises espagnoles n'ont pas pu couvrir les charges d'intérêts de leur dette avec les résultats générés, soit 27 pp de plus qu'en 2019. De même, en termes de solvabilité, le pourcentage d'entreprises qui ne pourraient pas rembourser leur dette avec les résultats futurs attendus aurait augmenté entre 4 pp et 8 pp - selon le scénario envisagé - pour atteindre entre 15% et 19%. Les pourcentages ci-dessus seraient plus élevés pour les PME, et en particulier pour les entreprises qui exercent leur activité dans les secteurs les plus touchés par la pandémie.
- Troisièmement, dans la mesure où les secteurs les plus touchés par la pandémie présentent un nombre relativement élevé de jeunes et d'employés à faible revenu, la crise aurait eu un impact plus significatif sur les travailleurs qui présentent un degré de vulnérabilité plus élevé et qui disposent de ressources plus limitées pour soutenir leurs dépenses, ce qui pourrait conditionner l'évolution future des inégalités en Espagne.
- Enfin, la crise a engendré des changements significatifs dans les processus de production et les modes de consommation, liés notamment à l'approfondissement des processus de numérisation et au recours accru au télétravail. Ainsi, les résultats d'une enquête menée par la Banque d'Espagne montrent que 31% des entreprises considèrent le télétravail comme un outil pertinent ou très pertinent pour atténuer les effets de la pandémie et environ 20% déclarent recourir davantage aux canaux de vente en ligne. Certains de ces changements pourraient être de nature structurelle, même si leur ampleur est difficile à identifier, ce qui entraînera une réallocation des ressources entre les entreprises et les secteurs.

Ces exemples illustrent l'enjeu de la politique économique des trimestres à venir qui, en plus de soutenir les revenus des entreprises et des familles, doit faire face à ces dommages structurels et doit permettre l'adaptation rapide du tissu productif aux changements en cours.

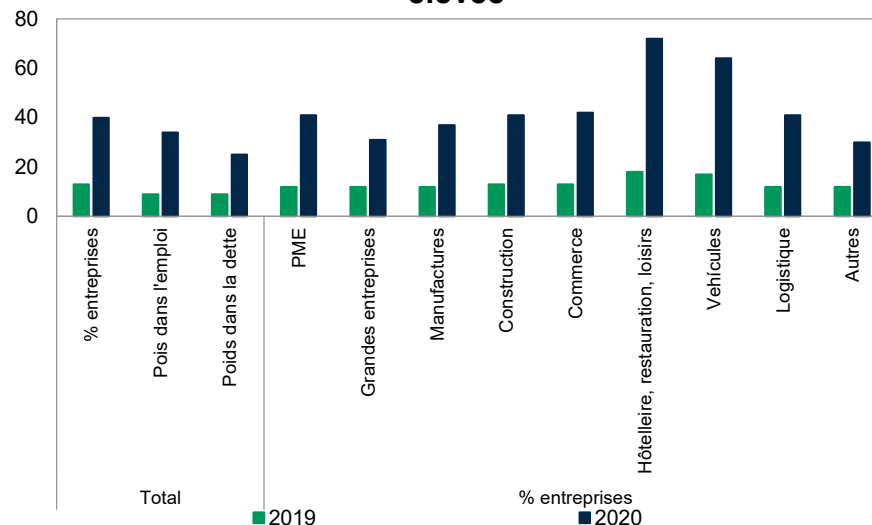
FOCUS : PREMIERS EFFETS STRUCTURELS DE LA CRISE

LA SOLVABILITÉ DES ENTREPRISES

La baisse de l'activité commerciale causée par la crise de la Covid-19 a augmenté la proportion d'entreprises dont les revenus sont insuffisants pour couvrir les frais financiers découlant de leurs dettes. Créant ainsi un déficit de liquidité. Les informations les plus récentes montrent que l'endettement financier consolidé du secteur des entreprises (prêts bancaires et titres à revenu fixe) a augmenté de près de 5% entre février et octobre, la hausse étant concentrée sur les mois de mars, avril et mai. Cela suggère que les entreprises ont augmenté leur endettement pour couvrir une partie de leurs besoins de liquidités croissants. En revanche, cette augmentation de l'endettement, conjuguée à l'éventuelle baisse des bénéfices futurs attendus de certaines entreprises, aurait entraîné une dégradation de leur solvabilité (leur capacité à rembourser leurs dettes avec les résultats futurs générés). En effet, les dernières enquêtes estiment que les sociétés non financières ont enregistré une baisse de 71,2% de leur résultat net au cours des neuf premiers mois, en glissement annuel.

Une étude de la Banque d'Espagne a réalisé deux simulations sur un panel de 400 000 entreprises pour évaluer l'impact sur la solvabilité. Dans le cadre de la première simulation (sous l'hypothèse que la crise n'aura pas des effets permanents sur les résultats), le pourcentage d'entreprises avec une pression financière élevée (les sociétés qui n'arrivent pas à couvrir leurs dépenses financières avec leurs revenus courants) augmenterait de près de 27 pp entre 2019 et 2020, pour atteindre 40%. La répartition par taille révèle que les hausses seraient plus importantes dans le cas des PME et, surtout, dans les secteurs les plus touchés par la crise, comme l'hôtellerie, la restauration et les loisirs, avec une forte dégradation de la rentabilité.

Entreprises avec une pression financière élevée



Sources : Banque d'Espagne, Crédit Agricole SA / ECO

En outre, le poids que ces entreprises représente dans l'emploi augmenterait d'environ 9% à 34%, tandis que celui sur la dette passerait de 9% à 25%. L'augmentation de la proportion d'entreprises insolvables serait relativement modérée, pour se situer à près de 15%. L'augmentation de l'endettement serait en effet assez faible par rapport à la hausse des bénéfices. Parmi ces 15%, 6% seraient également dans l'impossibilité de couvrir leurs charges d'exploitation avec leurs revenus (entreprises non viables). Dans la deuxième simulation (où la crise aurait des effets négatifs permanents sur les résultats des entreprises), l'augmentation de la proportion d'entreprises insolvables serait légèrement supérieure, à 18%, dont 10% seraient non viables.

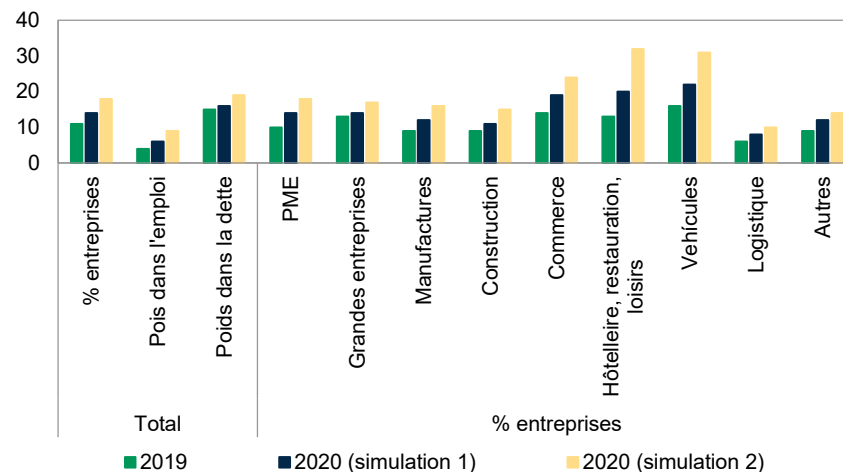
FOCUS : PREMIERS EFFETS STRUCTURELS DE LA CRISE

LA SOLVABILITÉ DES ENTREPRISES

Jusqu'à présent, les principales actions publiques se sont concentrées sur la résolution des problèmes de liquidité des entreprises. Concrètement, les lignes de garantie publiques gérées par l'Institut Officiel du Crédit ont impliqué, entre mars et novembre, l'octroi d'un volume de 108 milliards d'euros de nouvelles opérations de crédit à des durées moyennes proches de cinq ans et, dans la plupart des cas, avec un délai de grâce d'un an. Par ailleurs, le décret 34/2020, approuvé le 17 novembre, permet de prolonger la maturité de ces prêts de trois ans et le délai de grâce de douze mois. En revanche, les mesures de soutien à la solvabilité ont été limitées. Ainsi, par exemple, le fonds de 10 milliards d'euros géré par la Société Publique de Participations Industrielles permet d'injecter des capitaux publics dans des entreprises stratégiques, mais aucun instrument n'a été mis en place à ce jour pour soutenir la solvabilité des PME.

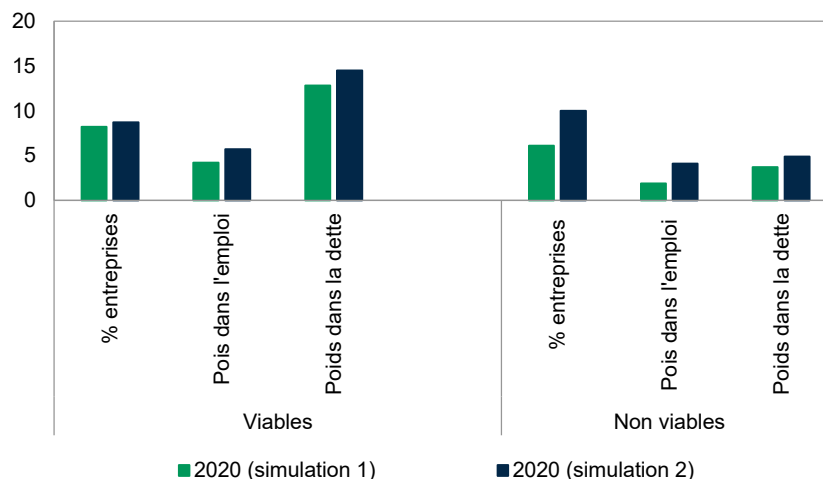
Les résultats de ces actions ne prennent pas en compte l'éventuelle détérioration supplémentaire qui pourrait survenir dans la solvabilité des entreprises au-delà de 2020, qui serait générée, si certaines entreprises continuaient à présenter un déficit d'exploitation, du fait d'une reprise incomplète de leur activité, et à la couvrir en augmentant leur endettement. Les entreprises à risque de faillite sont majoritairement petites et moyennes et concentrées sur les secteurs de la restauration, de l'hôtellerie et des loisirs. Ces secteurs sont plus exposés à la demande extérieure, notamment aux flux touristiques qui devraient reprendre des couleurs à partir de l'été 2021, sous l'hypothèse de la réalisation d'une campagne de vaccination massive (et efficace) au niveau européen. Mais cela ne serait qu'une reprise de l'activité qui, dans le meilleur des cas, pourrait conduire à des niveaux pré-crise. Le marché de l'emploi est toujours exposé à ses faiblesses structurelles (salaires faibles, emploi intérimaire, chômage élevé et massif chez les 16-25 ans). Bien que les effets sur l'emploi pourraient être décalés dans le temps, la simulation plus optimiste de la Banque d'Espagne estime que les entreprises non viables représentent 2% de l'emploi total sur l'économie. En 2021, le taux de chômage (20% en moyenne selon nos prévisions) sera exposé dans un premier temps à l'absorption des travailleurs concernés actuellement par un ERTE (chômage partiel) qui ne sera pas renouvelé systématiquement et, dans un deuxième temps, aux entreprises insolvables avec des modèles non viables, qui arrêteront leurs activités.

Entreprises insolvables



Sources : Banque d'Espagne, Crédit Agricole SA / ECO

Entreprises non viables



Sources : Banque d'Espagne, Crédit Agricole SA / ECO

SOMMAIRE

1 SYNTHÈSE

2 FOCUS 1 : PREMIERS EFFETS STRUCTURELS DE LA CRISE

3 | DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

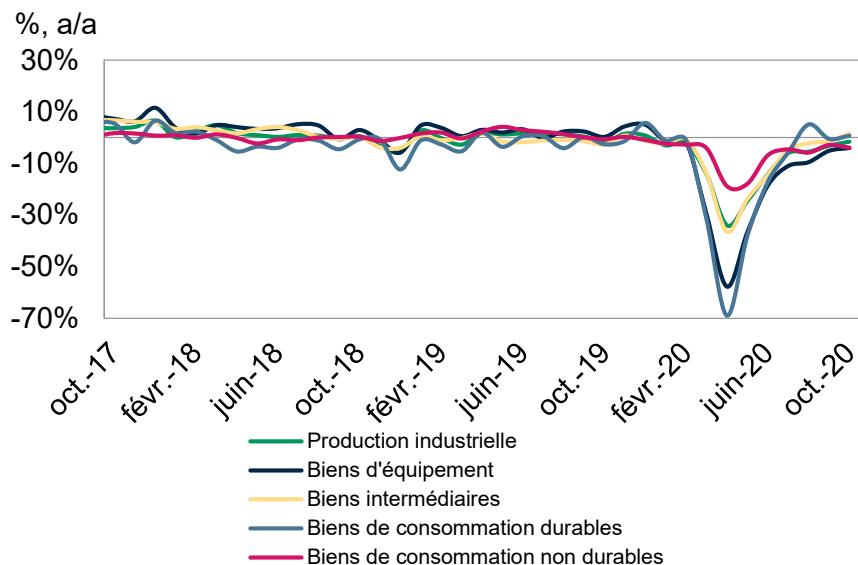
4 LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

5 FOCUS 2 : BUDGET 2021

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

PRODUCTION INDUSTRIELLE ET ENQUÊTE PMI

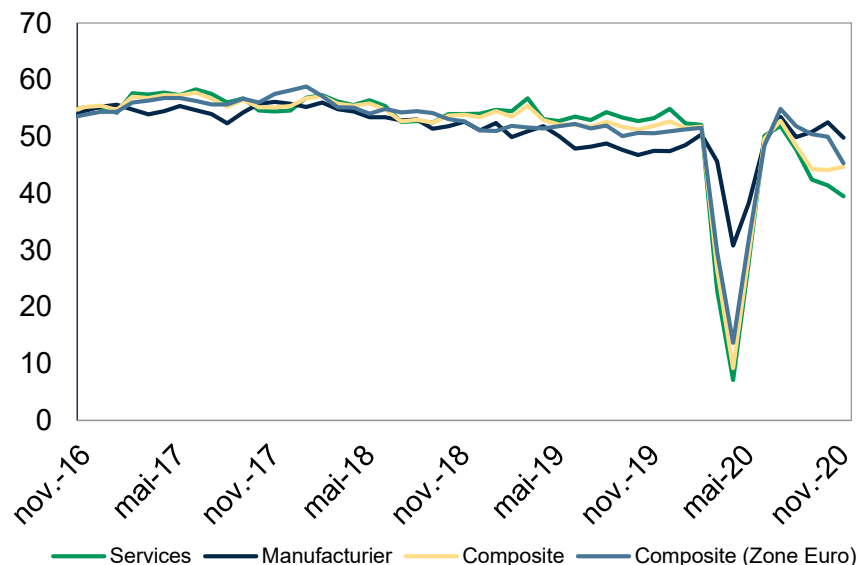
Production industrielle



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

Les indicateurs avancés montrent que, depuis les plus bas niveaux d'activité atteints début avril, il y aurait eu une reprise progressive, plus intense dans l'activité manufacturière que dans les services. Cependant, depuis fin juillet, ces mêmes indicateurs montrent des signes de décélération. Tous les indices PMI se sont redressés fortement jusqu'à juillet pour reculer à nouveau jusqu'au mois de novembre à l'exception de la confiance du secteur industriel, qui avait progressé légèrement entre août et octobre, mais qui s'est dégradé à nouveau en novembre. L'indice de la production industrielle (+0,6% en octobre sur un mois, -1,6% sur un an) efface progressivement son écart par rapport au niveau d'avant-crise.

Indice PMI des directeurs d'achats



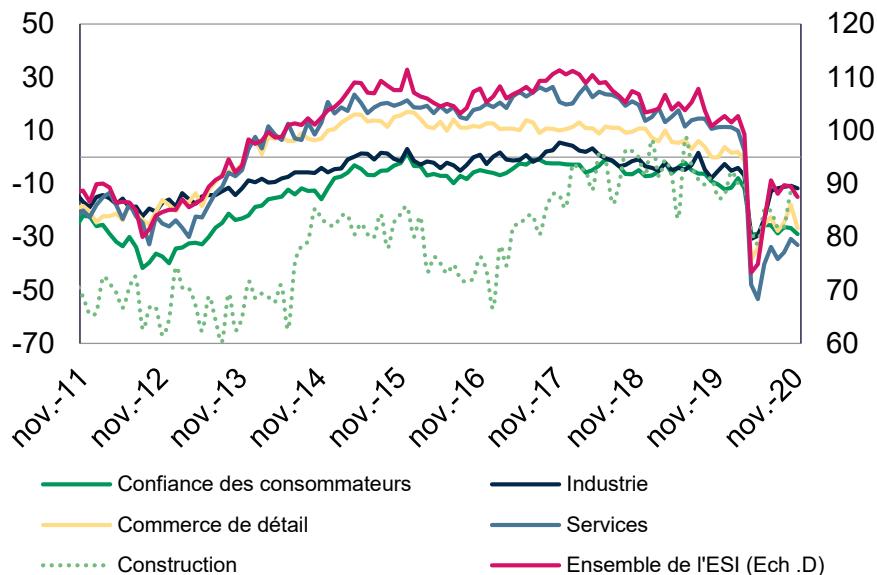
Sources : Markit, Crédit Agricole SA / ECO

Quant aux indicateurs de l'activité du secteur des services, ils stagnent depuis juillet. Les secteurs les plus touchés restent ceux liés au tourisme. Les activités des agences de voyages (-83,0%), le transport aérien (-75,1%) et les services d'hébergement (-73,1%) affichent les plus fortes baisses par rapport à l'année précédente. Bien que les ERTE (chômage partiel) continuent d'atténuer les effets sur l'emploi, l'indice de l'emploi en glissement annuel s'est réduit, tant dans le commerce (-2,5%) que dans les autres services (-7,0%, dont -16,3% dans l'hôtellerie).

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

ENQUÊTE ESI ET VENTES AU DÉTAIL

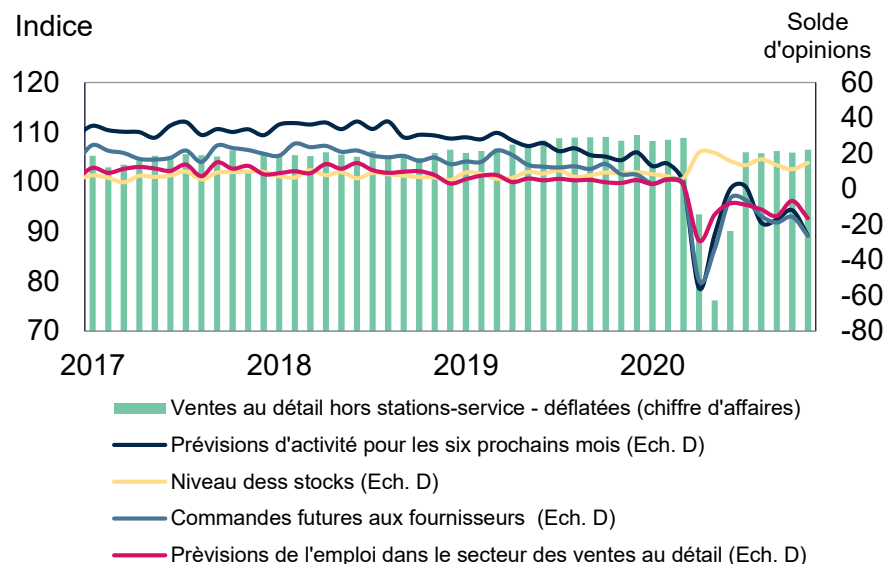
ESI et ses composants



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

Les composantes des enquêtes du climat économique de la Commission européenne confirment également un redressement de la confiance jusqu'au début de l'été, mais stagnent depuis, sans avoir récupéré les niveaux de mars. Au mois de novembre, nous constatons seulement une légère amélioration dans l'industrie, tandis que tous les autres secteurs présentent une détérioration de la confiance. Quant aux ventes au détail, elles ont augmenté légèrement en octobre, de 0,2% par rapport à septembre, tirées par l'alimentation (+3%) et l'équipement ménager (+0,9%). En glissement annuel, la baisse continue de se contracter depuis le pic du mois d'avril (-31%) pour s'établir à -2,7%. Les commandes futures aux fournisseurs, les

Ventes au détail



Sources : ICI, Crédit Agricole SA / ECO

prévisions d'emploi et d'activité se sont dégradées en novembre, après le léger rebond d'octobre. Enfin, plusieurs indicateurs à haute fréquence, tels que la demande d'électricité, la consommation de carburant ou la mobilité, suggèrent que la reprise s'est ralentie au fur et à mesure du troisième trimestre et, dans certains cas, elle s'est même inversée à la fin de l'année. Les indicateurs de dépenses des cartes bancaires, dont le taux de croissance annuelle s'est stabilisé pendant les mois d'été, ont affiché une inflexion à la baisse en octobre et seraient restés faibles en novembre. Cette dynamique serait également cohérente avec l'évolution de l'indice du commerce de détail observée ces derniers mois.

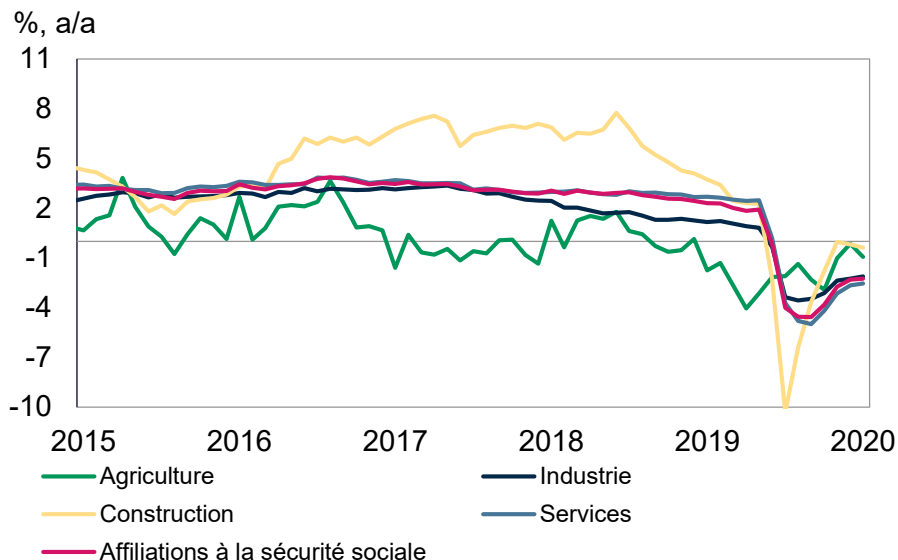
SOMMAIRE

- 1 SYNTHÈSE
- 2 FOCUS 1 : PREMIERS EFFETS STRUCTURELS DE LA CRISE
- 3 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES
- 4 | LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO
- 5 FOCUS 2 : BUDGET 2021

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

MARCHÉ DU TRAVAIL : ENCORE SOUS LA CLOCHE DU CHÔMAGE PARTIEL, MAIS LA HAUSSE DU CHÔMAGE EST IMPORTANTE

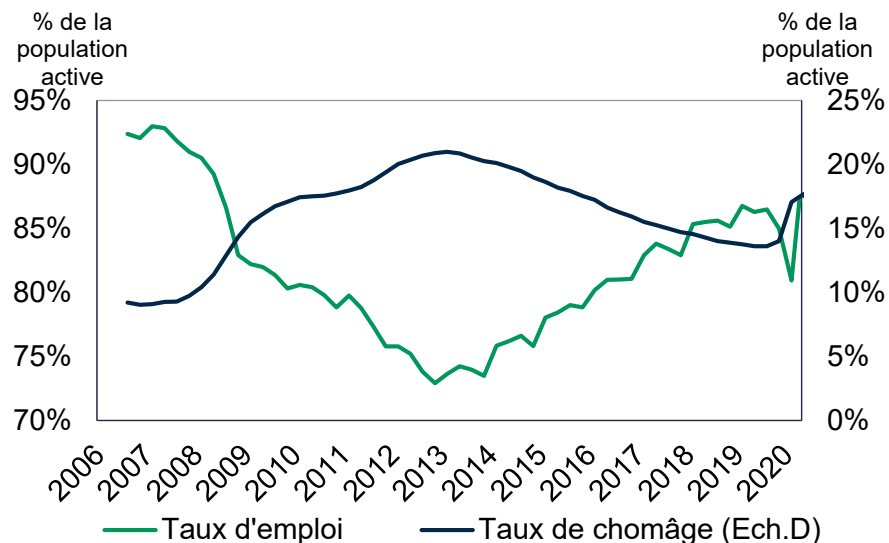
Emploi : affiliations à la Sécurité sociale



Sources : Ministère du Travail, Crédit Agricole SA / ECO

La récupération de l'emploi durant l'été a été incomplète. L'emploi a augmenté de 3,1% au T3 par rapport au T2 (+569 600 travailleurs) après avoir diminué de -6,7% au T2 et s'est établi à 19 176 900 travailleurs (-3,5% sur un an contre -6,05% au T2). Le taux de chômage au T3 s'affichait à 16,3% (+355 000 chômeurs par rapport au T2) tandis qu'il était de 15,3% au T2. Le nombre de chômeurs a augmenté de 15,8% en glissement annuel. Le nombre de travailleurs concernés par un ERTE (dispositif de chômage partiel) a sensiblement diminué au T3 (818 000 en moyenne contre 2 800 000 au T2). Ainsi, les heures travaillées ont augmenté de 15,1%. En termes de données d'affiliation à la Sécurité sociale, l'amélioration du marché du travail a permis la création de 145 000 emplois entre septembre et novembre, d'où la variation du nombre total d'affiliés sur un an qui s'affiche à -1,8% (-2,3% en septembre).

Taux de chômage



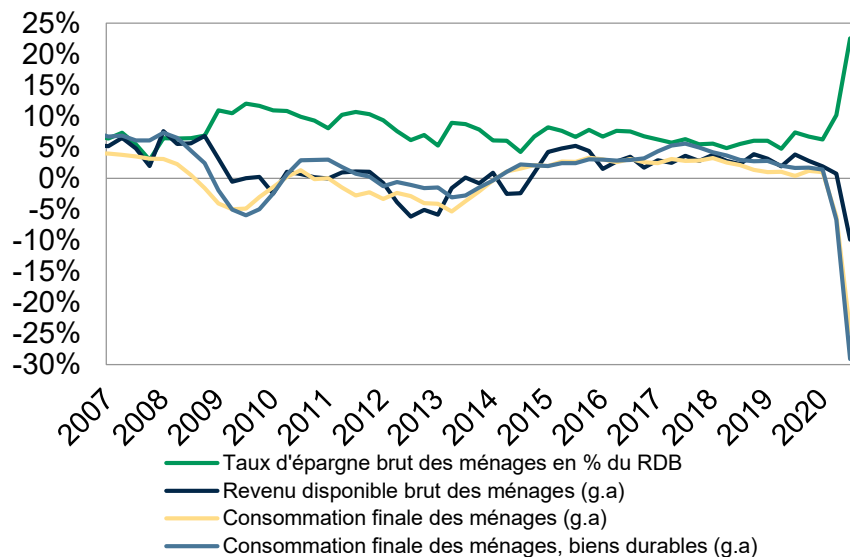
Sources : Ministère du Travail, Crédit Agricole SA / ECO

Tous les secteurs affichent des variations positives de l'emploi par rapport à septembre. Sur un an, les travailleurs de l'agriculture ont augmenté de 0,8% et ceux de la construction reculent seulement de 0,3%. L'amélioration dans l'industrie et dans les services a été moins dynamique (-2% et -2,1% respectivement). La reprise des adhésions à la Sécurité sociale s'est accompagnée d'une diminution de l'utilisation des ERTE en octobre (676 858 individus) mais l'introduction des nouvelles mesures de restrictions à l'activité a fait augmenter les travailleurs en chômage partiel en novembre (758 702). Au quatrième trimestre, on s'attend à ce qu'une bonne partie des personnes inactives repartent à la recherche d'un emploi, ce qui exercera une pression à la hausse sur le taux de chômage, qui devrait s'établir en moyenne à 16% en 2020. L'année prochaine, les effets structurels de la crise se manifesteront plus concrètement et feraient monter le chômage à 20% en moyenne annuelle.

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

CONSOMMATION DES MÉNAGES : RÉCUPÉRATION PARTIELLE

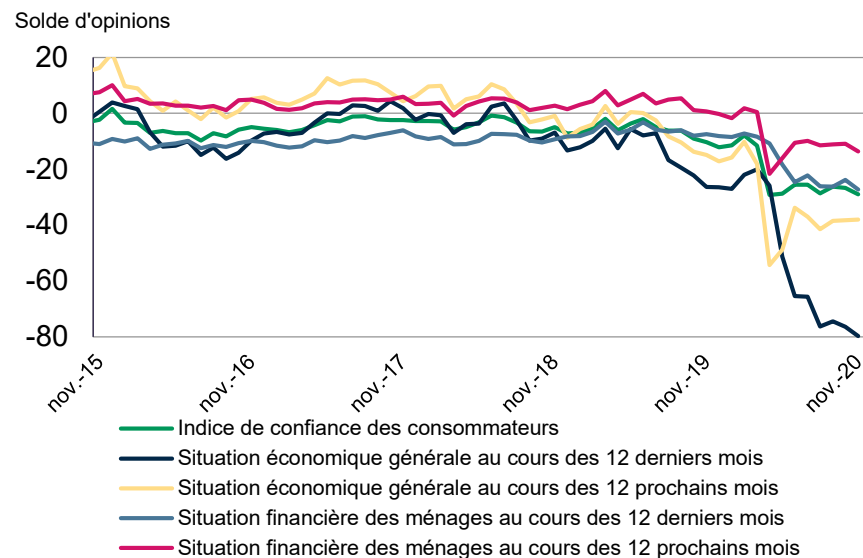
Évolution du revenu disponible brut et de ses composantes



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

La réouverture progressive de l'économie a permis à la consommation privée de rebondir au T3. Les acquisitions de biens durables (61% par rapport au T2) et de biens semi-durables, non durables et services (20%) ont augmenté de façon marquée, après la chute enregistrée au T2. En particulier, les immatriculations de voitures privées ont continué d'augmenter depuis le mois d'août, ce qui refléterait dans une certaine mesure l'impact positif de la mise en place de plans d'aide à l'achat de véhicules et l'absorption progressive de la demande frustrée accumulée pendant les mois de confinement. L'indice du commerce de détail s'est redressé en novembre et affiche une progression de 0,5% en glissement annuel dans le compartiment de l'alimentaire. La reprise des ventes des articles ménagers s'est poursuivie en octobre et progresse de 10,5% sur un an en novembre tandis que les ventes de vêtements et chaussures stagnent depuis la forte reprise d'août. Les indicateurs de confiance des

Enquête auprès des ménages



Sources : Commission européenne, Crédit Agricole SA / ECO

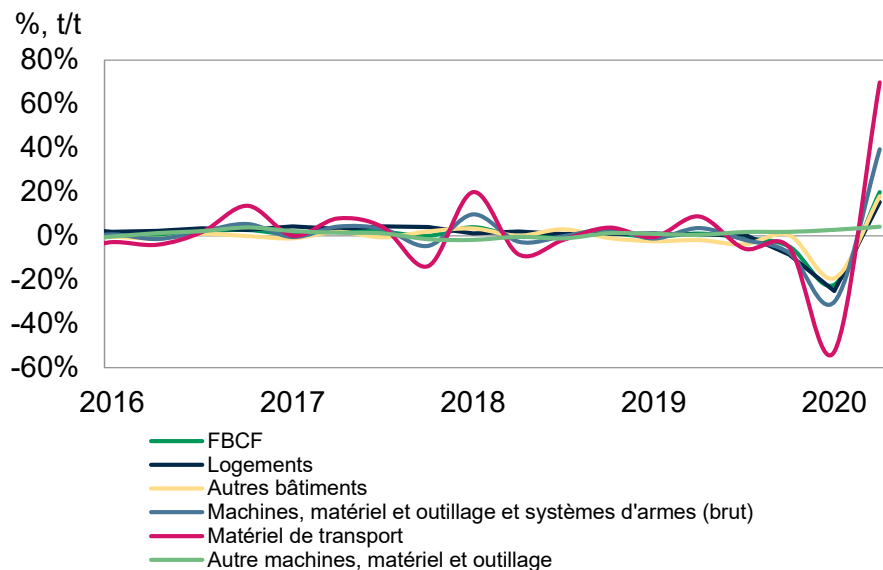
consommateurs se sont dégradés à nouveau en novembre mais affichent une légère progression en ce qui concerne les attentes sur la situation économique générale au cours des 12 prochains mois.

Du fait de la reprise de la consommation, le taux d'épargne des ménages aurait diminué au T3 (22,5% au T2). Cependant, le niveau élevé d'incertitude et la situation du marché du travail maintiendraient le taux d'épargne à des niveaux supérieurs à ceux d'avant-crise. Nous tablons sur une baisse de la consommation de 5% au quatrième trimestre, en raison des mesures de restrictions adoptées dans l'objectif de contenir la deuxième vague, suivie d'une reprise partielle au premier semestre de l'année prochaine. Au deuxième semestre, les dépenses des ménages seraient plus dynamiques, fruit de la reprise de la confiance, sous l'hypothèse d'une campagne de vaccination efficace.

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

INVESTISSEMENT : SOUS IMPULSION PUBLIQUE

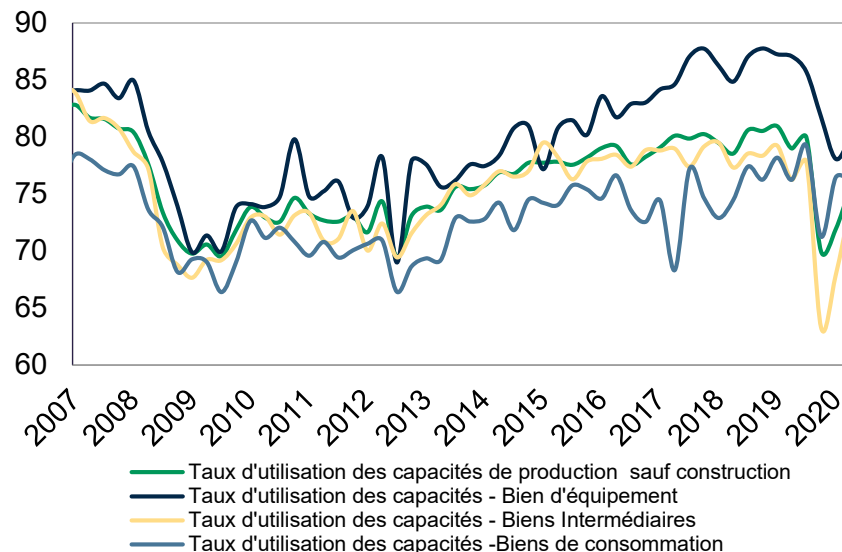
Composantes de l'investissement



Sources : INE, Crédit Agricole SA / ECO.

L'investissement a rebondi de 20% au T3 en rythme trimestriel après le fort recul du T2 (-22%), tiré par le secteur de la construction (+16,6%, +15,4% pour le logement). En ce qui concerne l'investissement productif, le rebond a été solide, de 39,4% (-30% au T2). En glissement annuel, l'investissement au T3 est de 12% inférieur à ses niveaux de 2019. L'investissement dans le logement a bénéficié de la normalisation progressive des opérations d'achat et de vente, de la reprise des chantiers, ainsi que de la matérialisation des achats reportés pendant le confinement. Concernant l'investissement des entreprises, les indicateurs à court terme indiquent une contraction au T4. En particulier, les indicateurs PMI du secteur industriel de novembre affichent de forts reculs des carnets de commandes, de la production et des achats aux fournisseurs.

Taux d'utilisation des capacités de production



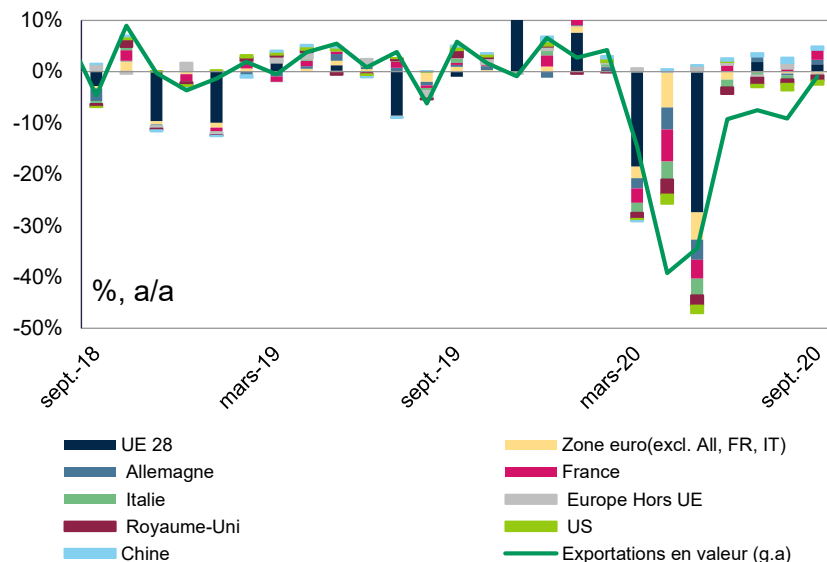
Sources : Ministère de l'Industrie et du Commerce, Crédit Agricole SA / ECO.

Nous tablons sur une contraction de l'investissement de 8% en rythme trimestriel au T4, après le fort rebond du T3. En 2021, les décisions d'investissement reportées en raison de la faible visibilité et de l'incertitude sur l'économie pèseront sur le premier semestre. À partir de l'été prochain, sous l'hypothèse de plus de visibilité sur l'évolution du virus et d'une campagne de vaccination efficace, les entreprises pourraient redémarrer très modérément leurs investissements (+2% aux T3 et T4). L'investissement public jouera également un rôle important l'année prochain (le budget 2021 prévoit une augmentation de 37%) mais sera subordonné au déblocage des fonds européens.

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

COMMERCE EXTÉRIEUR : RATTRAPAGE DÉCALÉ

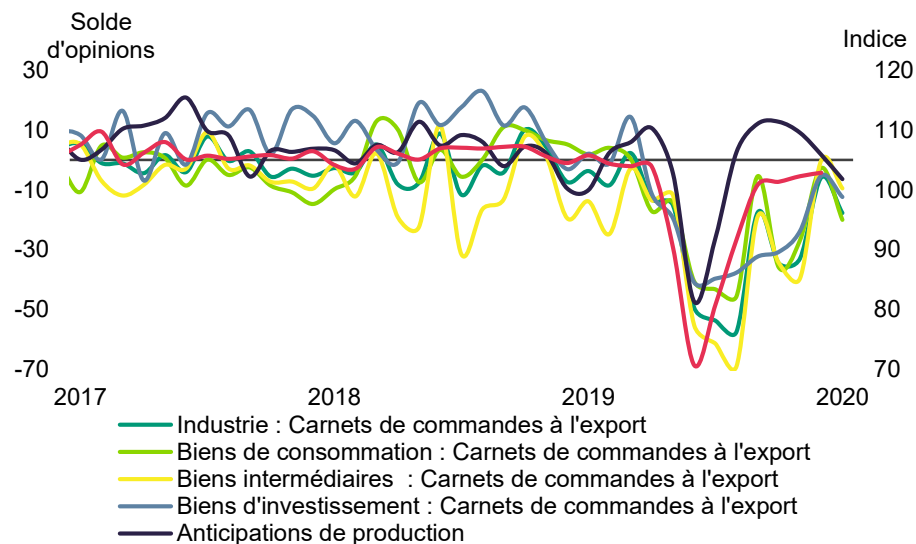
Exportations par destinations



Sources : Banque d'Espagne, Crédit Agricole SA / ECO

Au T3, le commerce extérieur a contribué de 2,3 points à la croissance du PIB, en raison d'une forte progression des importations (+28,4% sur le trimestre, -29,5% au T2) et des exportations (+34,3% sur le trimestre, -33,5% au T2). Les enquêtes PMI signalent des carnets de commandes à l'exportation de l'industrie sous le seuil d'expansion de l'activité en novembre. Les données concernant le secteur touristique se sont dégradées en septembre et octobre. Le nombre de visiteurs étrangers affiche un recul de -89,7% en octobre en glissement annuel et leurs dépenses de -89,7%. Le redressement des exportations sera subordonné à l'évolution de la pandémie. La reprise prendra plus de temps que prévu compte tenu de la nouvelle augmentation des

Carnets de commandes à l'exportation



Sources : ICI enquête minis. de l'Industrie & du Commerce, Crédit Agricole SA / ECO

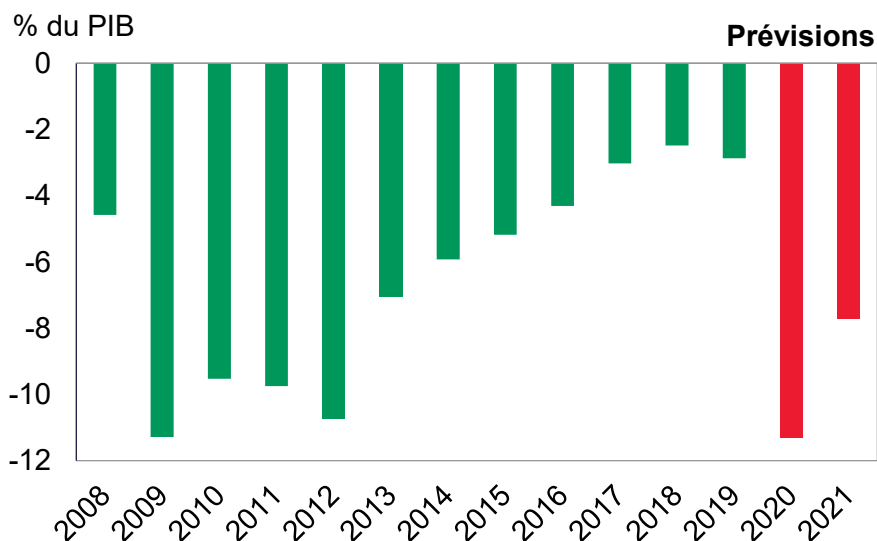
infections, entraînant l'effondrement des exportations des services cette année.

En outre, le tourisme pourrait redémarrer avec du retard, même après la fin de l'urgence sanitaire. Combiné à la forte baisse du commerce des marchandises, cela signifie que les exportations totales vont se contracter de 23% en 2020, pour rebondir de 4% en 2021 avec une accélération au troisième trimestre. L'effet de rattrapage se décalerait en 2022, où nous tablons sur une croissance de 16,7% des exportations.

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

FINANCES PUBLIQUES

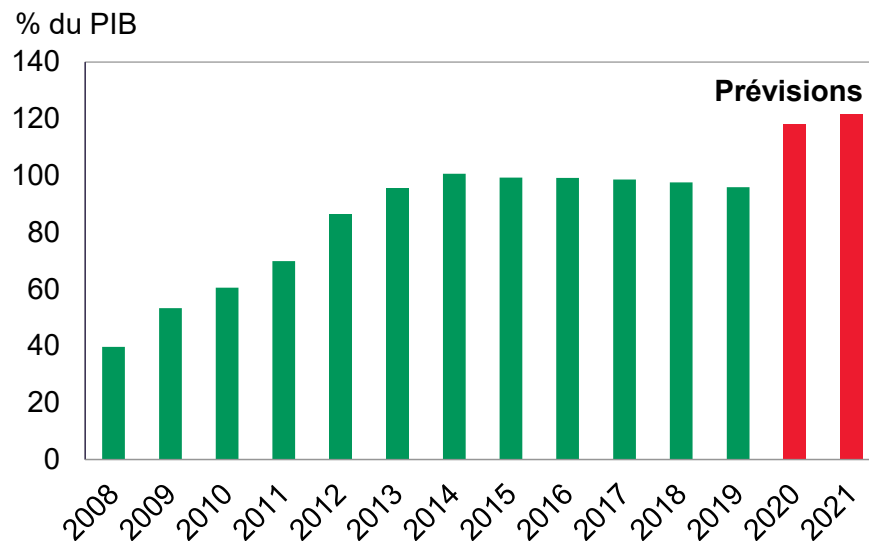
Solde public



Sources : Programme de stabilité et de croissance, Crédit Agricole SA / ECO

En 2020, les recettes publiques devraient baisser de 6%. La baisse du PIB étant plus marquée, le ratio de recettes publiques devrait cependant augmenter, passant de 39,1% à 41,7% du PIB. Les dépenses publiques devraient augmenter de 11,7 points de PIB en 2020 et atteindre 53,6% du PIB, contre 41,9% en 2019, du fait de la hausse des dépenses sociales.

Évolution de la dette publique



Sources : Programme de stabilité et de croissance, Crédit Agricole SA / ECO

L'effort budgétaire reste principalement concentré sur la préservation de l'emploi et le soutien à la liquidité des entreprises. Le déficit public devrait donc avoisiner 11,4% du PIB en 2020.

En 2021, le rebond de l'activité économique conjugué à l'atténuation de l'impact des mesures transitoires adoptées en réponse à la pandémie conduiraient à une diminution du déficit à 7,7% du PIB. Le ratio de la dette publique au PIB devrait s'établir aux alentours de 118% et se stabiliser en 2021.

SOMMAIRE

- 1 SYNTHÈSE
- 2 FOCUS 1 : PREMIERS EFFETS STRUCTURELS DE LA CRISE
- 3 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES
- 4 LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO
- 5 | FOCUS 2 : BUDGET 2021

FOCUS : FINANCES PUBLIQUES

BUDGET 2021

Le Conseil des ministres a approuvé le projet de loi sur les budgets généraux de l'État de 2021, après l'accord conclu par les équipes de négociation du PSOE et Unidas Podemos. Le budget comprend une augmentation de l'impôt sur le revenu des particuliers (ISR), des sociétés (ISS) et sur le patrimoine, ainsi qu'une augmentation des dépenses sans précédent avec la revalorisation du salaire des fonctionnaires et des retraites. Selon les estimations du gouvernement, les recettes en 2021 augmenteront de 14,5%, (contre 7,3% de baisse attendue en 2020). Les raisons de cette hausse se concentrent d'abord sur la reprise économique de 2021, qui augmentera mécaniquement la base imposable totale de 7,9%. En effet, les recettes fiscales augmenteraient de 13%. Cela s'explique par :

- La hausse de l'ISR, de +7,8%, fondée sur une progression de 4,2% du revenu brut des ménages.
- Une augmentation des recettes de l'ISS de 20,7%, suite à une augmentation anticipée des bénéfices de 11%.
- Une augmentation de 14% de la TVA, en raison d'une croissance prévue des dépenses finales de 12,6%, en ligne avec l'amélioration des dépenses de consommation intérieure et l'augmentation des nouvelles transactions immobilières prévue pour 2021.
- La collecte des taxes spéciales augmentera de 12,4%. 20% de la hausse est expliquée par une montée du tarif du diesel. Le reste sera principalement le résultat de la reprise de la consommation. L'augmentation de 1% sur l'impôt sur la fortune pour les patrimoines de plus de 10 M€, de 3% de l'impôt sur les revenus du capital de plus de 200 000 € et de 2% sur les salaires supérieurs à 300 000 €. Quant à la fiscalité des sociétés, une limitation des exonérations d'impôt sur les sociétés pour les dividendes et les plus-values des filiales de grandes entreprises sera adoptée (de 100% à 95%).
- Un taux d'imposition minimum de 15% est également établi pour les Socimis (sociétés d'investissement dans le marché immobilier).

- Les réductions des cotisations aux régimes de la Sécurité sociale sont également modifiées, de sorte que les cotisations des entreprises sont encouragées en faveur de l'épargne des salariés, portant le plafond conjoint applicable de 8 000 € à 10 000 €, mais limitant les cotisations individuelles des contribuables à 2 000 €.
- En outre, la TVA sur les boissons sucrées passe de 10% à 21% et la fiscalité sur le diesel subira une augmentation de 38 € pour 1 000 litres.
- Nous rappelons également la création en 2020 de deux nouveaux impôts : la taxe sur les transactions financières (0,2% sur l'achat d'actions espagnoles cotées dont la capitalisation boursière est supérieure à 1 Md €) et sur certains services numériques (3% sur les revenus générés par les services de publicité en ligne, les services d'intermédiation en ligne et la vente de données obtenues à partir des informations fournies par l'utilisateur).

Le budget de dépenses de l'État pour 2021 s'élève à 383,5 Mds € (+33% par rapport à 2020) et comprend 26,6 Mds € correspondant au plan de relance, de transformation et de résilience. Les charges de personnel progresseront de 4,2%, ce qui comprend une augmentation salariale de 0,9% des agents publics. Les dépenses courantes en biens et services de l'État augmentent de 46,7%, conséquence de l'octroi de crédits qui seront financés dans le cadre du plan de relance, transformation et résilience.

Concernant le chapitre des investissements publics, la croissance par rapport au budget 2020 est de 34,1%. Si l'on enlève les dépenses qui vont être financées avec les fonds du Plan de Relance, Transformation et Résilience, l'augmentation est de 9%, tirée par la hausse des investissements destinés fondamentalement à la conservation et l'exploitation des routes. Enfin, la dotation du Fonds de financement des communautés autonomes compte 13 Mds € supplémentaires.

FOCUS : FINANCES PUBLIQUES

BUDGET 2021 : DES RISQUES ÉLEVÉS DE DÉRAPAGE

Le projet de loi budgétaire prévoit pour 2021 une augmentation très significative des dépenses totales de l'État et des dépenses primaires, respectivement de 24% et 26% en glissement annuel. Si la prévision d'utilisation des fonds européens en 2021 (27 Mds€) y est intégrée, le ratio dépenses publiques / PIB se situerait à 50,8% (42,1% en 2019) avec des augmentations fortes dans les investissements publics.

L'investissement public, dans lequel se concentrerait l'essentiel de l'utilisation des fonds européens, a le potentiel d'augmenter la croissance à moyen terme de l'économie, puisque ces fonds permettraient une augmentation du stock de capital humain, technologique et des infrastructures. La matérialisation de ces effets dépendra essentiellement des projets sélectionnés. Compte tenu de l'ampleur de ces augmentations et des retards possibles dans leur mise en œuvre, il existe un risque élevé que ces augmentations ne se matérialisent pas pleinement en 2021.

En ce qui concerne les dépenses liées aux allocations chômage, le projet budgétaire prévoit une diminution considérable en 2021 (-36%), en raison d'une prévision de chômage optimiste. Le risque est élevé d'une révision à la hausse du niveau de dépenses en cas de prolongation des ERTE au-delà du 31 janvier prochain.

Du côté des recettes, des modifications législatives augmenteraient la recette de prélèvements existants. Parmi ceux-ci, il convient de souligner la hausse de l'impôt sur le revenu des personnes physiques et de l'impôt sur la fortune sur les revenus les plus élevés, la limitation des exonérations de double imposition pour les grandes entreprises, la hausse du taux d'imposition sur les primes d'assurance et la TVA sur quelques boissons sucrées. Les incertitudes sur les prévisions des recettes sont importantes. D'abord, l'effet des nouvelles mesures fiscales (taxe GAFA et taxe Tobin) est difficile de prévoir faute d'information historique. Deuxièmement, la sensibilité des recettes aux bases imposables est difficile à calculer, étant donnée la nature très spécifique de la crise. Dernièrement, l'évolution de l'environnement macroéconomique est soumise à une forte incertitude, ce qui pourrait entraîner une croissance économique plus faible pour l'année prochaine que celle incorporée dans la loi (particulièrement optimiste, avec une croissance projetée de 9,8% en 2021).

Recettes (% du PIB)	2019	2020	2021 *
Taxes sur la production et les importations	11,5	11,5	12
Impôts courants sur le revenu et la fortune, etc.	10,4	11,3	11,2
Impôt sur le capital	0,4	0,5	0,5
Cotisations sociales	12,9	14,2	13
Revenus issus de la propriété	0,7	0,7	0,6
Autres	3,3	3,5	3,1
Total	39,2	41,7	40,3


* Hors fonds UE

Dépenses (% du PIB)	2019	2020	2021*
Rémunération des employés	10,8	12,9	12
Consommation intermédiaire	5,1	6,4	6,1
Transferts sociaux	18,4	24,2	21,4
Intérêts	2,3	2,3	2,2
Subventions	1,0	2,0	1,4
Formation brute de capital	2,1	2,5	2,2
Transferts en capital	0,7	0,7	0,7
Autres	1,6	1,9	1,9
Total	42,1	53,0	48,0

* Hors fonds UE

CONSULTEZ NOS DERNIÈRES PARUTIONS EN ACCÈS LIBRE SUR INTERNET

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

Ticiano BRUNELLO
+33 1 43 23 07 69 
ticiano.brunello@credit-agricole-sa.fr



**MERCI DE VOTRE
ATTENTION**

POUR CONSULTER OU VOUS ABONNER
À NOS PUBLICATIONS SUR INTERNET :
<http://etudes-economiques.credit-agricole.com>

Nos publications économiques non confidentielles sont également accessibles sur l'application « Études Eco » disponible sur [l'App Store](#) et sur [Google Play](#)

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

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.