

LA CROISSANCE EN ZONE EURO : SPRINT OU MARATHON ?

La récession de 2020 est unique en son genre et, sur la période récente, par son ampleur. La reprise qui suivra sera tout aussi exceptionnelle. Dans un premier temps, elle devrait être particulièrement vigoureuse, tirée par l'assouplissement des mesures de confinement. En 2021, la croissance devrait être tirée par la demande. La baisse de la demande induite par le confinement a créé une épargne forcée. Si les ménages venaient à la dépenser, la consommation augmenterait considérablement. Toutefois, une détérioration significative des perspectives d'emploi signifierait que l'épargne forcée accumulée pendant le confinement se transmuterait en épargne de précaution, avec pour cortège une croissance décevante et un cercle pernicieux.

La récession de 2020 est unique en son genre et, sur la période récente, par son ampleur. La plupart des prévisionnistes s'accordent à penser que la reprise qui suivra sera tout aussi unique.

Dans un premier temps, elle devrait être particulièrement vigoureuse. Rien d'étonnant à cela, puisqu'elle est tirée par l'assouplissement des mesures de confinement. Les contraintes pesant sur la production et la consommation ont été en grande partie levées. Les données mensuelles séquentielles de la production bénéficient d'importants effets de base, lorsqu'on compare le trimestre avec le précédent. Il s'ensuit qu'après une performance stellaire au troisième trimestre, le quatrième trimestre devrait profiter de cet effet de report. Si la majorité des entreprises retrouveront un rythme normal, des mesures de confinement ciblées avec un impact négatif sur la demande devraient perdurer jusqu'en 2021.

L'année prochaine, la croissance devrait essentiellement être tirée par la demande mais pourrait aussi bénéficier de l'assouplissement des restrictions. Dans ses prévisions économiques de l'été 2020, la Commission européenne anticipe une croissance trimestrielle soutenue dans la zone euro en 2021. Il en va de même du consensus, même s'il est moins optimiste que la Commission (cf. graphique 1). Cela explique en grande partie pourquoi la croissance reste très au-dessus de son potentiel¹, du jamais vu depuis ces vingt dernières années. Toutefois, au quatrième trimestre 2021 le PIB devrait toujours être très inférieur à ce qu'il aurait été sans le coronavirus.

Depuis la fin des années 90, le taux de croissance trimestriel n'a atteint ou dépassé 0,9 % qu'en de rares occasions. Hormis en 1999, ces épisodes isolés ont été éphémères, comme un sprint, un trimestre de croissance très dynamique suivant et précédant une performance plus atone (cf. graphique 2). Selon les prévisions de la Commission et de nombreuses autres institutions, il semble que nous nous acheminions vers plusieurs trimestres d'une croissance particulièrement dynamique, comme un marathon, mais à un rythme soutenu. Mais par quels composants du PIB sera-t-elle tirée ?

¹ Selon les estimations de la Commission européenne, celui-ci se situe légèrement en deçà de 1,5 % (source : Prévisions économiques de l'automne 2019 de la Commission européenne, p.35).

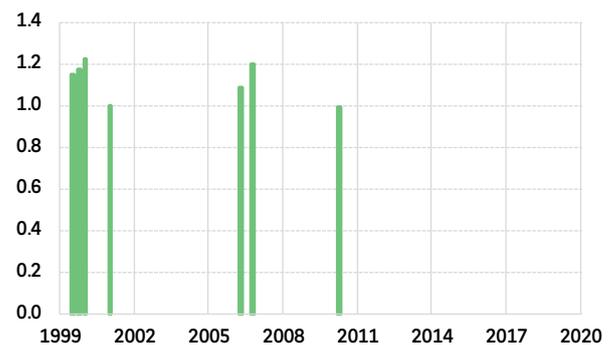
Depuis 1999, les trimestres de croissance vigoureuse (disons égale ou supérieure à 0,6 %) ont eu principalement pour moteurs la consommation (36 %) et l'investissement (28 %). La contribution des exportations nettes s'établit à 14 %, celle des variations de stocks à 12 % et celle des dépenses publiques, à 10 %. Le graphique 3 met en évidence la croissance moyenne des composants du PIB, ainsi que leur niveau le plus dynamique au cours d'un trimestre donné.

PRÉVISIONS TRIMESTRIELLES DE LA CROISSANCE EN ZONE EURO

PIB réel de la zone euro (croissance trimestrielle en %, non annualisée)						
	T3 2020	T4 2020	T1 2021	T2 2021	T3 2021	T4 2021
Commission européenne	8,8	3,4	1,6	1,2	1,0	0,8
Consensus Bloomberg	8,7	2,8	1,4	1,0	0,6	0,5

GRAPHIQUE 1 SOURCES : PRÉVISIONS DE LA COMMISSION EUROPÉENNE, BLOOMBERG

ZONE EURO : CROISSANCE TRIMESTRIELLE DU PIB RÉEL > 0,9%



GRAPHIQUE 2

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

Une détérioration significative des perspectives du marché du travail signifierait que l'épargne forcée accumulée pendant le confinement se transmuterait en épargne de précaution, avec pour cortège une croissance décevante et un cercle vicieux.



Si l'on exclut les *stimuli* budgétaires (on ignore encore quelle forme prendra la relance budgétaire l'année prochaine), quels arguments peut-on avancer en appui de ces prévisions ? L'ampleur de la récession peut-être ? Cet argument nous laisse au milieu du gué. Après un rebond fulgurant, les moteurs traditionnels de la consommation et de l'investissement devraient prendre le relais.

Cependant, les récessions profondes peuvent imprimer durablement leur marque sur les ménages et les entreprises, les uns et les autres pâtissant respectivement de taux élevés de chômage et d'endettement, les incitant à dépenser moins. En outre, tant qu'on n'aura pas trouvé de vaccin, la distanciation physique (volontaire) pourra peser sur certains types de dépenses de consommation, tandis que les entreprises pourront préférer différer leurs investissements importants. En revanche, la spécificité de la récession, née du confinement imposé pour endiguer la progression du virus, milite en faveur d'un rôle accru de la consommation privée. La baisse de la demande induite par le confinement a créé une épargne forcée : les ménages ont été contraints d'économiser davantage parce qu'ils n'étaient pas en mesure de se rendre dans les magasins (les ventes en ligne ont augmenté certes, mais pas au point de compenser ce manque à gagner). Ce surcroît d'épargne pourrait être une manne pour la consommation. En France, l'OFCE a calculé qu'en 8 semaines de confinement, l'épargne forcée aurait atteint EUR 55 mds². Cela correspond à 4,4 % de la dépense de consommation finale des ménages.

Si les ménages venaient à dépenser cette épargne, il est clair que la consommation augmenterait considérablement³. Oui, mais. Traditionnellement, la hausse du chômage tend à induire la constitution d'une épargne de précaution, car les revenus deviennent plus incertains. Il semblerait par conséquent que le marché du travail détienne la clé de la vigueur de la croissance pour les prochains trimestres. Une détérioration significative de ses perspectives signifierait que l'épargne forcée accumulée pendant le confinement se transmuterait en épargne de précaution, avec pour cortège une croissance décevante et un cercle vicieux pour les entreprises et leurs décisions d'investissement et d'embauche. C'est pourquoi, malgré des chiffres de croissance dynamiques à court terme, le soutien de la politique économique restera indispensable pour préserver les perspectives de l'emploi.

William De Vijlder

CROISSANCE DU PIB RÉEL ET SES COMPOSANTES*

	PIB t/t	Consommation privée t/t	Dépenses publiques t/t	Investissement fixe t/t	Exportations nettes	Variation des stocks
Moyenne	0,52	0,38	0,38	0,75	0,05	0,03
Maximum	1,22	1,03	1,28	7,92	1,59	0,50

*Trimestres de croissance du PIB positive. Pour les exportations nettes et les variations de stocks : contribution à la croissance du PIB.

GRAPHIQUE 3

SOURCES : EUROSTAT, CALCULS BNP PARIBAS

² Source : OFCE Policy brief 66, 20 April 2020

³ Un calcul sommaire permet d'illustrer ce phénomène. Au cours des trimestres de croissance dynamique du PIB (au moins 0,6 % par rapport au trimestre précédent), la consommation augmente en moyenne de 0,7 % en rythme non annualisé. Après annualisation et en utilisant comme base les chiffres de la consommation de 2019, cela correspond à EUR 35 mds. Dans l'hypothèse où les EUR 55 mds d'épargne forcée seraient dépensés au cours d'une année, la consommation augmenterait au total d'environ 7 %. La consommation représentant 54 % du PIB de la France, la croissance du PIB réel avoisinerait 3,8 % sur un an.

