

UN REBOND MÉCANIQUE, ET APRÈS ?

Assouplissement du confinement oblige, la confiance des entreprises s'est notablement améliorée, tandis que l'activité et la demande ont mécaniquement rebondi. À court terme, le resserrement de l'écart entre les niveaux d'activité normaux et ceux observés devrait progressivement induire une certaine normalisation des taux de croissance. La croissance devrait être soutenue par un effet de rattrapage de la consommation, les coups de pouce monétaire et budgétaire, et la possibilité pour les ménages de puiser dans l'épargne forcée accumulée pendant le confinement. L'évolution des incertitudes sera déterminante. La situation sanitaire n'est pas maîtrisée dans certains pays et l'on craint potentiellement un emballement. Les sombres perspectives du marché de l'emploi sont sources d'incertitudes pour les revenus des ménages. Dans ce contexte, les entreprises pourraient revoir à la baisse leurs projets d'investissement.

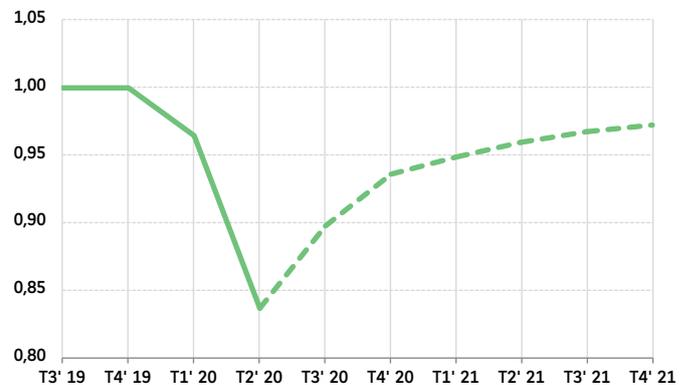
L'ASSOUPPLISSEMENT DU CONFINEMENT INDUIT UN REBOND MÉCANIQUE

Les récessions cèdent généralement le pas à des reprises progressives. Initialement, les inquiétudes suscitées par le niveau élevé du chômage pèsent sur la consommation des ménages, tandis que les entreprises attendent une meilleure visibilité avant d'augmenter sensiblement leurs investissements. La reprise actuelle est différente, en tout cas dans sa phase initiale, faisant suite à une récession particulièrement atypique. Le confinement imposé pour endiguer la pandémie a physiquement contraint l'activité et la demande, les abaissant considérablement par rapport à leurs niveaux de départ. Son assouplissement a levé cette contrainte, induisant une progression spectaculaire de la croissance en rythme mensuel. Ce n'est pas tant que les ménages ont soudainement été plus enclins à dépenser, mais plutôt qu'ils étaient à nouveau en mesure de le faire. Le rebond est par nature mécanique. Dans la foulée, la confiance des entreprises s'est significativement améliorée, comme le montrent les enquêtes auprès des directeurs d'achats, proches dans de nombreux pays de la barre des 50 qui marque la frontière entre contraction et expansion. En Chine, en France et aux États-Unis, les indices ont franchi le niveau pivot. Attention toutefois, le sentiment d'amélioration par rapport au mois précédent n'indique rien de la profondeur de l'embellie. D'ailleurs, de ce point de vue, les chiffres demeurent inférieurs à la normale.

LA REPRISE DEVRAIT ÊTRE PLUS PROGRESSIVE

Inévitablement, l'accélération de la croissance de la demande et de l'activité observée ces dernières semaines ne pourra se maintenir au même rythme. Dans de nombreux pays, le rebond mécanique est déjà en grande partie consommé. En France, par exemple, l'INSEE vient de publier un chiffre de la consommation voisin de celui enregistré avant la pandémie. Selon la Banque de France, l'écart entre le niveau d'activité actuel et la normale s'est réduit à 9 % contre 27 % en avril. La croissance devrait donc se normaliser tout en restant considérable en rythme mensuel. Nous connaissons une reprise en racine carrée ou, pour reprendre l'image de la Banque de France, en aile d'oiseau. Elle est soutenue par divers facteurs : rattrapage de la consommation, dispositifs gouvernementaux comme la baisse temporaire de la TVA en Allemagne, incitations à l'acquisition de véhicules neufs plus propres et mesures de soutien des revenus, et capacité des ménages à puiser dans leur épargne forcée accumulée pendant le confinement.

PIB RÉEL DE LA ZONE EURO (T4 2019=1)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : EUROSTAT, PRÉVISION BNP PARIBAS (JUILLET 2020)

L'ÉVOLUTION DES INCERTITUDES SERA DÉTERMINANTE

Toutefois, les risques demeurent élevés. Dans certains pays et dans plusieurs états américains, la pandémie n'est pas encore maîtrisée. Ailleurs, les nouveaux foyers se multiplient, alimentant les craintes d'une seconde vague. Les ménages sont confrontés à des interrogations sur leurs revenus, au vu des sombres perspectives du marché de l'emploi, les entreprises cherchant à abaisser leurs coûts et renâclant à embaucher en l'absence de visibilité. Les banques centrales allemande, française, italienne et espagnole tablent sur un taux de chômage en hausse à la fin de l'année prochaine par rapport à cette année. Une enquête récente de la Réserve fédérale d'Atlanta auprès de 300 directeurs financiers montre qu'en moyenne, les embauches seront insuffisantes pour retrouver fin 2021 le taux d'emploi observé avant la pandémie. Les ménages pourraient par conséquent être incités à économiser plutôt qu'à dépenser. S'ajoutant à l'augmentation significative de l'endettement des entreprises durant le confinement, la constitution d'une épargne de précaution pourrait peser sur la propension des entreprises à investir.

William De Vijlder

william.devijlder@bnpparibas.com

