

LA RÉCESSION COVID-19 : CETTE FOIS, C'EST VRAIMENT DIFFÉRENT !

Quels que soient les pays et les époques, les crises financières et, plus généralement, les récessions et les reprises avaient, jusqu'à présent, de nombreux traits en commun. Ainsi, les récessions impactaient principalement la demande et, dans une moindre mesure, l'offre. Cette fois, la récession induite par la pandémie aura un effet plus durable sur l'allocation des dépenses des ménages, sinon sur leur niveau. Elle aura également des répercussions majeures sur l'offre, du fait de la modification des chaînes de valeur mondiales, du télétravail ou de la situation économique des entreprises, confrontées à une réduction forcée de leurs capacités pour respecter les impératifs de distanciation physique.

En 2009, alors que le monde essayait d'échapper à la Grande récession, Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff ont publié un ouvrage, devenu un best-seller : *Cette fois, c'est différent : huit siècles de folie financière*. Le titre est trompeur comme le concèdent les auteurs eux-mêmes dans leur préface : « Notre message est simple : nous avons déjà connu ce type de situation »¹.

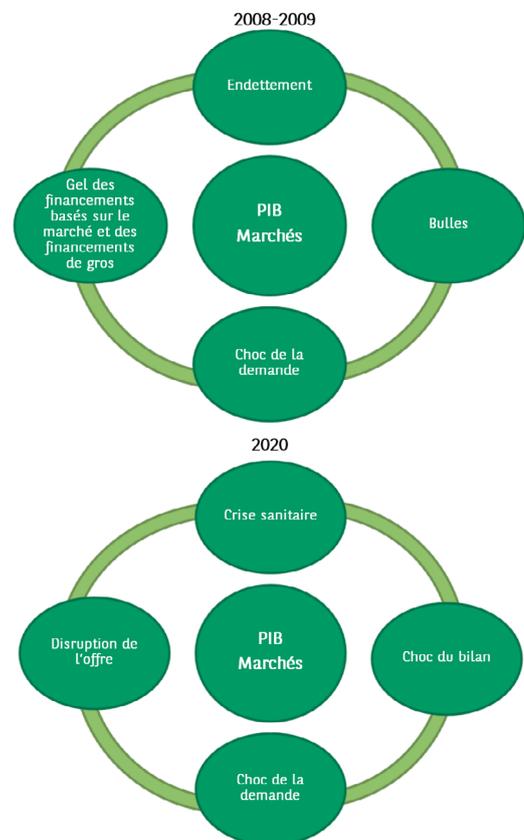
De fait, quels que soient les pays et les époques, les crises financières et, plus largement, les récessions et les reprises ont de nombreux points communs. Le graphique 1 propose une représentation de la crise de 2008-2009. Des années de hausse de l'endettement ont créé une bulle sur plusieurs marchés immobiliers, qui a fini par éclater entraînant un choc de la demande, mais aussi un choc des financements basés sur le marché comme du financement bancaire de gros. Une crise financière majeure et une récession sévère s'en sont ensuivies. Le graphique 2 illustre la récession actuelle. Son origine est exogène et non économique, mais ses conséquences sur l'économie n'en sont pas moins profondes. Le confinement a provoqué un choc de la demande et un choc de l'offre, bouleversant les bilans des ménages, des entreprises, des banques centrales et du secteur public. Résultat : une récession qui ne ressemble à aucune autre.

Habituellement, les relations comportementales — c'est-à-dire la manière dont la demande réagit à l'évolution des taux d'intérêt, du revenu, de la politique budgétaire — ont tendance à être plutôt stables. L'idée que l'histoire se répète facilite le travail de prévision. L'impact sur l'offre est assez limité, et tient essentiellement à la faiblesse des investissements des entreprises sur le stock de capital, la productivité et la croissance potentielle du PIB. Désormais, nous ne pouvons plus présumer que la vie économique redeviendra comme avant. Ce changement structurel complexifie le travail de prévision. Concernant la demande, le risque sanitaire est désormais un facteur-clé, et le restera jusqu'à ce qu'un vaccin soit trouvé et utilisé massivement. Il détermine la manière dont chacun fait ses courses et se déplace. L'avenir nous dira s'il entraînera un effet de substitution — destinations moins exotiques, sorties moins fréquentes au restaurant vs vélos plus sophistiqués pour éviter les transports en commun — ou une hausse du taux d'épargne, qui agirait comme un frein sur la croissance. Les changements du côté de l'offre sont encore plus importants et profonds. Les chaînes de valeur mondiales, longues et complexes, peuvent être repensées pour privilégier des circuits plus courts, plus simples et plus résilients. Cependant, cette délocalisation de proximité (*nearshoring*) pourrait être plus onéreuse, obligeant les entreprises à investir dans l'innovation des processus ou à réduire les coûts dans d'autres domaines, comme les locaux si, pour rester compétitives, elles ne peuvent pas relever les prix. L'expérience concluante du télétravail a, pour beaucoup, servi de révélateur : il permet de réaliser des économies. Tant pour l'employeur, qui a besoin de moins d'espace de bureau, que pour le salarié dont les frais de transport diminuent, sans parler des gains d'efficacité réalisés,

le temps passé dans les transports ou les embouteillages pouvant être utilisé à des fins plus productives. L'empreinte environnementale s'en trouve, en outre, allégée. Inutile de dire qu'à moyen terme cela pèsera sur la demande dans l'immobilier de bureau. Autre conséquence de la pandémie : la détérioration de la situation économique des entreprises, telles que les restaurants, temporairement confrontés à la réduction forcée des capacités d'accueil pour répondre aux exigences de la distanciation physique. Ces entreprises étant de grosses utilisatrices de main-d'œuvre, les répercussions vont bien au-delà des établissements directement concernés. Ce tour d'horizon n'est certes pas exhaustif, mais montre néanmoins que la récession induite par la pandémie aura des conséquences à plus long terme, en particulier, du fait des changements du côté de l'offre. Cette fois, c'est vraiment différent.

William De Vijlder

RÉCESSION DE 2008-2009 VERSUS RÉCESSION DE 2020



SOURCE: BNP PARIBAS

1. Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff, *Cette fois, c'est différent - Huit siècles de folie financière*, Princeton University Press, 2009