NATIXIS
BEYOND BANKING

Flash Economie

7 mai 2020 - 559

En 2021 dans la zone euro, insuffisance de la demande ou insuffisance de l'offre ?

On peut d'abord s'interroger sur le risque de faiblesse persistante de la demande de biens et services dans les pays de la zone euro. Cette faiblesse de la demande viendrait de la dégradation de la situation financière des entreprises, de l'épargne de précaution des ménages, de la faiblesse du commerce mondial.

Mais il ne faut pas oublier le risque de faiblesse persistante de l'offre de biens et services, avec le recul de la productivité du travail dans de nombreux secteurs d'activité dû aux nouvelles contraintes sanitaires.

Si au total la faiblesse de l'offre l'emporte sur la faiblesse de la demande, il faut attendre des pressions inflationnistes, et il faut des politiques économiques de stimulation de l'offre (baisse du coût du travail par exemple) plutôt que de stimulation de la demande. De plus, il faut attendre un recul du PIB plus important que les estimations courantes.

Patrick Artus
Tel. (33 1) 58 55 15 00
patrick.artus@natixis.com
@PatrickArtus

Ce document est distribué aux Etats-Unis. Merci de lire attentivement l'avertissement en fin de document..

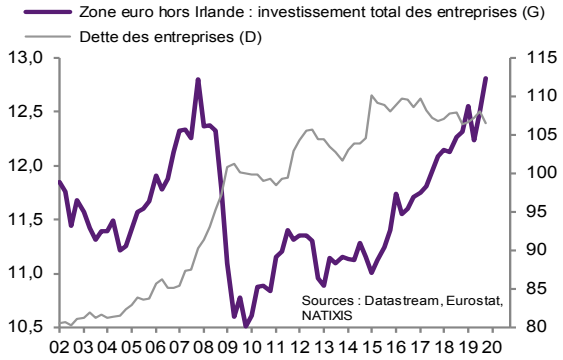
ECONOMIC RESEARCH

Il y a certes un risque de faiblesse persistante de la demande

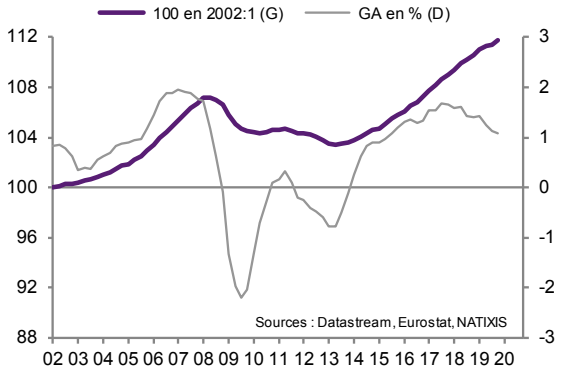
La faiblesse de la demande des biens et services dans les pays de la zone euro viendrait, à partir de la fin du confinement :

- **de la dégradation de la situation financière des entreprises de la zone euro,** avec la hausse de leur endettement, la baisse de leurs profits. Ceci pourrait entraîner, comme après la crise des subprimes, **une faiblesse durable de l'investissement des entreprises et de l'emploi (graphiques 1a/b) ;**

Graphique 1a
Zone euro : investissement total et dette des entreprises (en % du PIB valeur)

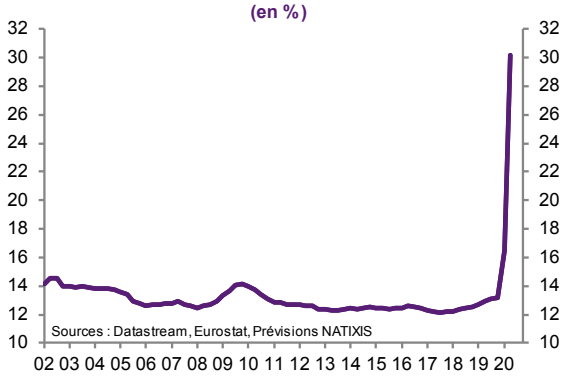


Graphique 1b
Zone euro : emploi



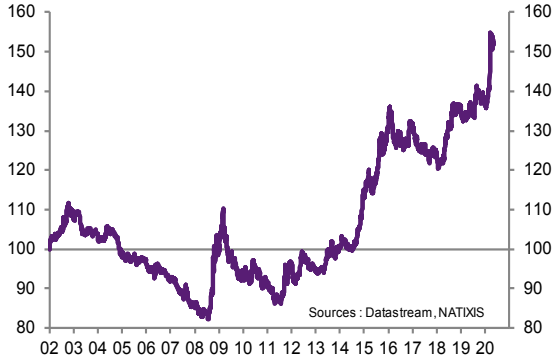
- **d'une importante épargne de précaution des ménages,** avec le niveau élevé d'incertitude et d'aversion pour le risque, après l'épargne forcée de la période de confinement **(graphique 2), qui freinerait la consommation ;**

Graphique 2
Zone euro : taux d'épargne brute des ménages (en %)



- **de la faiblesse du commerce mondial,** avec en particulier **la faiblesse persistante des économies des pays émergents** confrontés aux sorties de capitaux, à la dépréciation de leurs taux de change **(graphique 3)** qui réduit leur revenu réel, et à la faiblesse des prix des matières premières.

Graphique 3
Taux de change monnaies des émergents hors Chine
par rapport au dollar (100 en 2002:1)

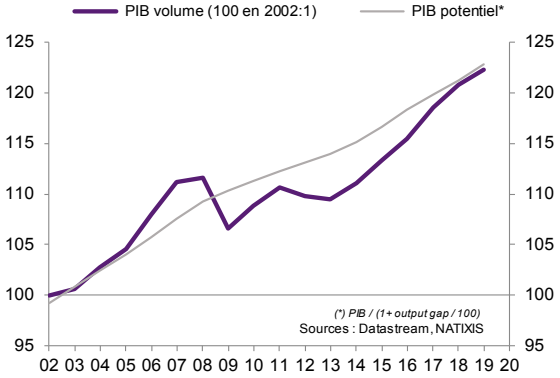


Mais il y a aussi un risque de faiblesse durable de l'offre de biens et services

Les nouvelles normes sanitaires (distanciation sociale, désinfection des locaux, protections personnelles à renouveler) **vont faire baisser la productivité horaire du travail** dans les industries où la présence des salariés ou des clients est nécessaire : industrie, construction, distribution, transports.

Dans ces secteurs d'activité, même si une réorganisation du travail, un effort de robotisation sont mis en œuvre, **il y aura baisse de l'offre de biens et services en raison de la baisse de la productivité horaire du travail.** Il faut donc, au niveau macroéconomique, envisager **une baisse du niveau du PIB potentiel (graphique 4)** tant que ces mesures sanitaires devront être maintenues.

Graphique 4
Zone euro : PIB et PIB potentiel

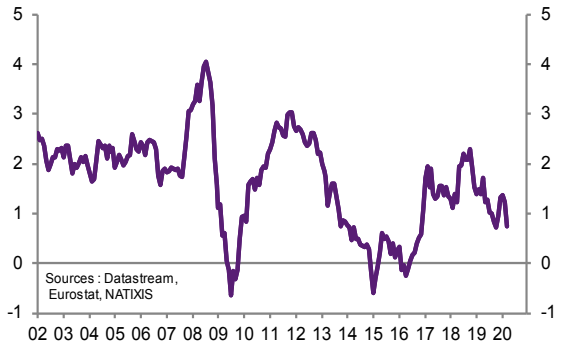


Synthèse : surtout faiblesse de la demande ou surtout faiblesse de l'offre de biens et services ?

On envisage d'habitude une situation où après la fin du confinement le problème est essentiellement **un problème de faiblesse de la demande. On craint donc une situation déflationniste,** et on réfléchit à des mesures de soutien de la demande (incitations à la consommation, aides à l'investissement des entreprises).

Mais il est possible que **le recul de la productivité du travail dû aux nouvelles mesures sanitaires dans les entreprises conduise à un recul de l'offre de biens et services qui l'emporte sur le recul de la demande. Il faudrait alors privilégier les mesures de soutien de l'offre** (baisse du coût du travail, baisse des impôts liés à la production des entreprises), dans un environnement où **il y aurait des pressions inflationnistes (graphique 5)** avec l'insuffisance de l'offre (de manière équivalente, la baisse du coût unitaire de production).

Graphique 5
Zone euro : inflation (CPI, GA en %)



De plus, si l'offre de biens et services reste déprimée tant que les mesures sanitaires sont en place, on doit envisager un recul du PIB plus important que ce qui est pour l'instant anticipé : un recul de 14% pour la zone euro en 2020 suivi d'une remontée de seulement 4% en 2021 si la productivité du travail restait affaiblie de 10%.