

## Flash Economie

8 mars 2021 - 171

### Quelles questions macroéconomiques pose la crise de la Covid ?

La crise de la Covid pose plusieurs questions macroéconomiques.

1. Quel est l'effet d'une politique budgétaire si expansionniste que le déficit public a été accru de plus que la perte de PIB ?
2. Quel est l'effet de la politique monétaire ultra-expansionniste de monétisation des déficits publics ? L'inflation ? Les bulles sur les prix des actifs, c'est-à-dire l'ouverture des inégalités de patrimoine ? La recherche d'actifs refuges ? De manière liée, quelle sera l'utilisation de l'épargne forcée accumulée pendant la crise ?
3. Quel est le degré de normalisation des comportements après une crise aussi violente ? C'est une question très importante, puisque l'ampleur de la hausse du chômage et le nombre de faillites dépendent du degré de normalisation de la production dans les secteurs en difficulté.
4. Une récession réduit-elle la croissance potentielle (par la perte de capital productif et de capital humain) ou au contraire l'accroît-elle (par la dynamique schumpeterienne, par l'effet « d'années folles » après la fin des restrictions sanitaires) ?
5. Quel est le potentiel de remontée des taux d'intérêt après la crise, donc quel est le risque de crise de la dette ? Cela dépend des poids respectifs de la politique monétaire et de l'excès mondial d'épargne dans l'explication de la baisse des taux d'intérêt.

**Patrick Artus**

Tel. (33 1) 58 55 15 00

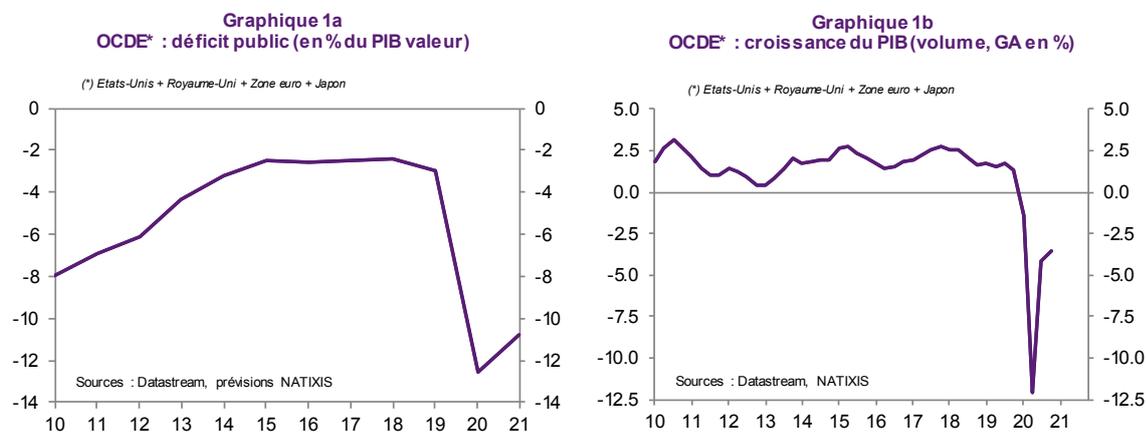
[patrick.artus@natixis.com](mailto:patrick.artus@natixis.com)

 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

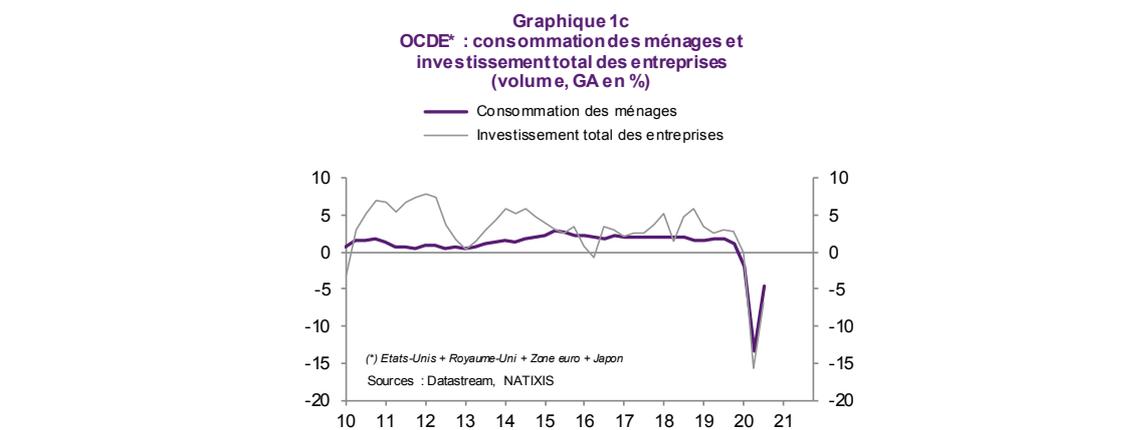
[www.research.natixis.com](http://www.research.natixis.com)

## Première question macroéconomique liée à la crise de la Covid : les effets de l'énorme expansion budgétaire

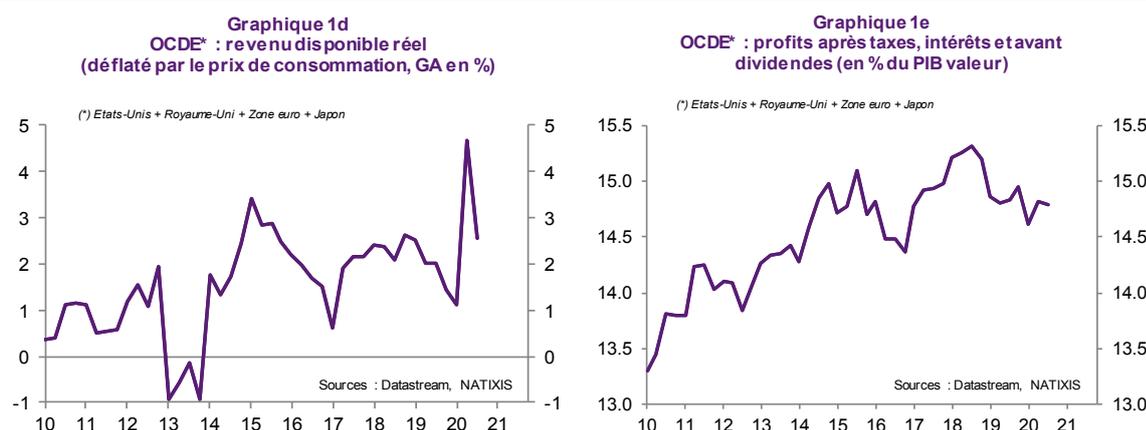
Dans les pays de l'OCDE, le déficit public a été accru en 2020, et ce sera encore le cas en 2021, de plus que la perte de PIB (graphiques 1a/b) : il y a donc eu surréaction de la politique budgétaire au recul de l'activité.



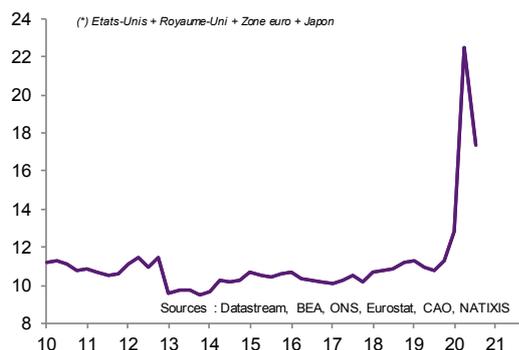
Par ailleurs, la crise et les restrictions sanitaires ont conduit au recul de **la consommation et de l'investissement des entreprises** (graphique 1c).



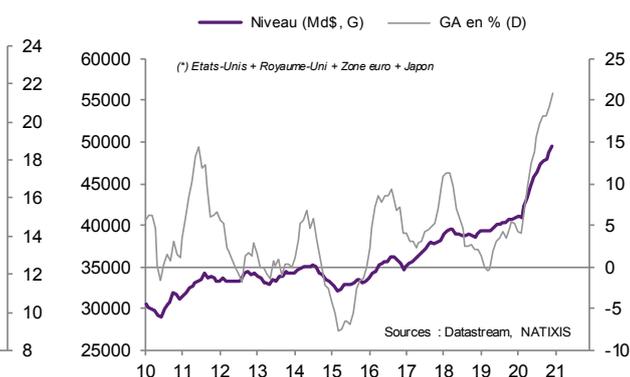
Puisque le revenu des ménages (**graphique 1d**) et des entreprises (**graphique 1e**) a été préservé, et au-delà, par l'expansion budgétaire, et que leurs dépenses ont été réduites, **il en résulte une forte épargne forcée** (**graphiques 1f/g**) détenue surtout sous forme monétaire.



**Graphique 1f**  
OCDE\* : taux d'épargne brute des ménages (en %)



**Graphique 1g**  
OCDE\* : masse monétaire M2



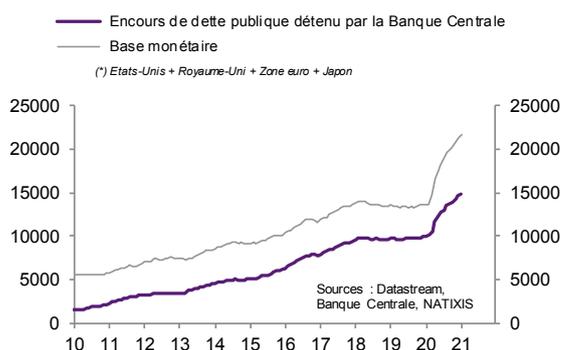
Ceci pose des questions importantes :

- un soutien budgétaire aussi massif était-il nécessaire s'il aboutit à de l'épargne monétaire forcée ?
- cette situation s'explique-t-elle par le fait que ceux qui ont constitué de l'épargne forcée ne sont pas les agents économiques en difficulté qui ont reçu les aides publiques ?
- le niveau des effets d'aubaine induits par les transferts publics ?

## Deuxième question macroéconomique liée à la crise de la Covid : les effets des politiques monétaires expansionnistes

Les déficits publics massifs mis en œuvre (graphique 1a plus haut) ont été monétisés par les Banques Centrales, d'où la **création monétaire massive liée à l'achat de dettes publiques par les Banques Centrales (graphique 2a)**.

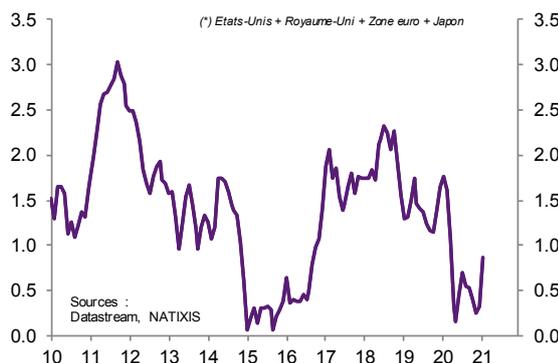
**Graphique 2a**  
OCDE\* : encours de dette publique détenu par la Banque Centrale et base monétaire (Md\$)



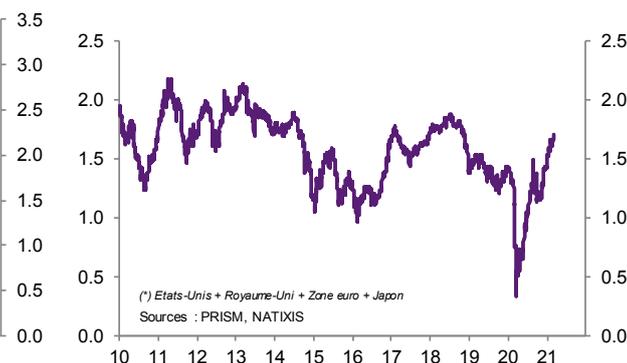
**Quelles sont alors les conséquences de cette création monétaire massive ?**

- **l'inflation des biens et services ?** On ne la voit pas (**graphique 2b**), même si les marchés financiers l'attendent (**graphique 2c**), si le débat est important sur ce point ;

**Graphique 2b**  
OCDE\* : inflation (CPI, GA en %)

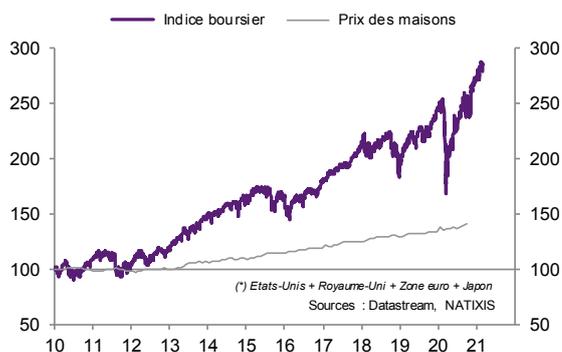


**Graphique 2c**  
OCDE\* : swaps d'inflation (zéro coupon)



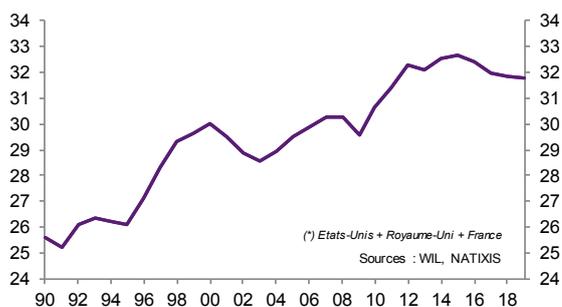
- les bulles sur les prix des actifs (graphique 2d) avec le réinvestissement de l'excès de liquidité dans les autres classes d'actifs (ce qu'on appelle le « portfolio rebalancing ») ? On commence à voir ces bulles.

**Graphique 2d**  
OCDE\* : indice boursier et prix des maisons  
(100 en 2010:1)



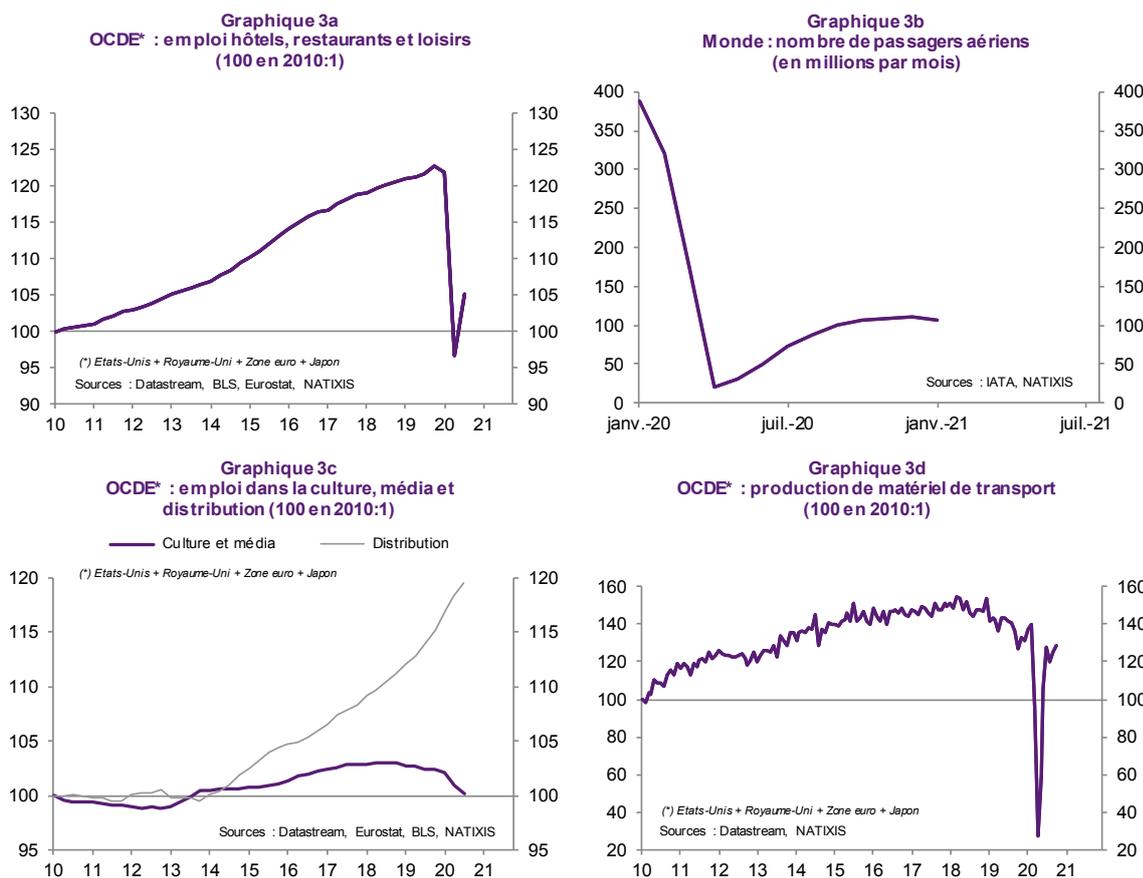
L'utilisation de l'épargne forcée vue plus haut sera très importante : si elle sert à consommer (ce qui est peu probable), il peut apparaître des pressions inflationnistes ; si elle est investie, il y aura bulles sur les prix des actifs. S'il y a hausse des prix des actifs, le prix à payer pour l'expansion monétaire sera la hausse des inégalités de patrimoine (graphique 2e).

**Graphique 2e**  
OCDE\* : proportion du patrimoine national détenue par les  
1 % d'individus possédant le patrimoine le plus important



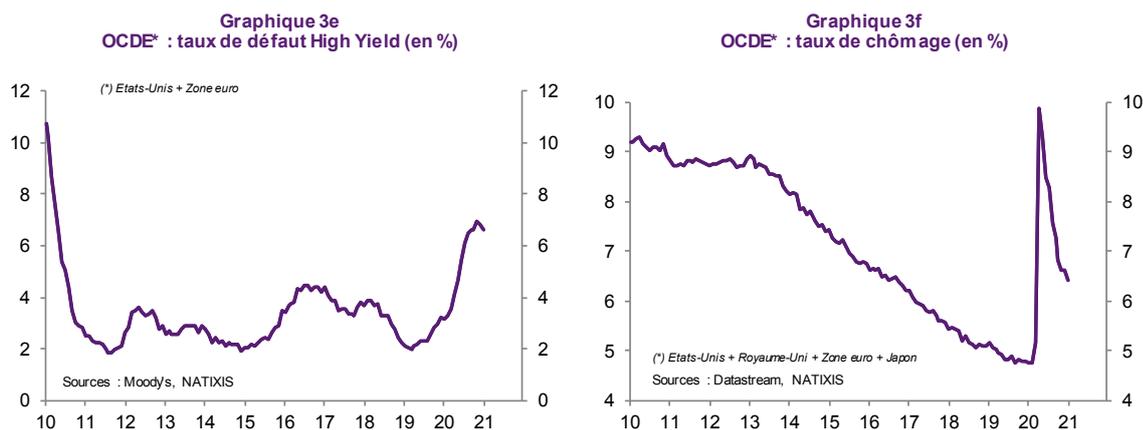
## Troisième question macroéconomique liée à la crise de la Covid : quel sera le degré de normalisation des comportements ?

La crise de la Covid a conduit à une **forte dégradation de la situation de certains secteurs d'activité** : hôtels-restaurants-loisirs (**graphique 3a**), transport aérien (**graphique 3b**), culture, distribution (**graphique 3c**), matériel de transport (autos, avions, **graphique 3d**), et à une **forte hétérogénéité des économies**.



### Que va-t-il se passer lorsque les restrictions sanitaires vont disparaître ?

- si la production ne se normalise pas rapidement ou pas complètement dans ces secteurs, on aura une forte hausse des faillites et du chômage structurel (**graphiques 3e/f**) ;



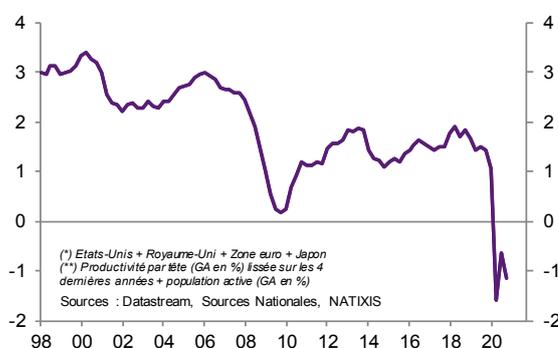
- mais si la production se normalise rapidement dans ces secteurs, il y aura une faible hausse des faillites et du chômage.

Cela dépend des comportements de consommation, de travail, de transport, de loisirs : redeviendront-ils ce qu'ils étaient avant la crise ou pas ?

## Quatrième question macroéconomique liée à la crise de la Covid : une récession longue réduit-elle ou peut-elle accroître la croissance potentielle ?

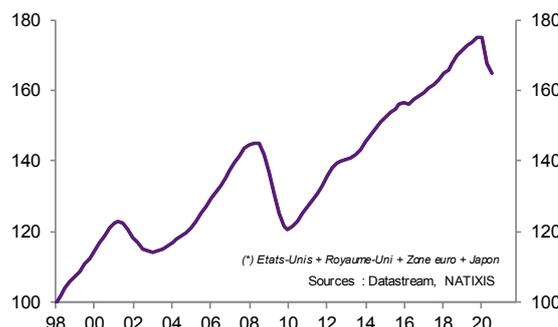
La plupart des économistes pensent qu'après une récession la croissance potentielle recule, comme on l'a vu après la crise des subprimes (graphique 4a), puisque :

Graphique 4a  
OCDE\* : croissance potentielle\*\* (volume)



- il y a perte de capital productif, avec le recul de l'investissement (graphique 4b), avec les faillites (graphique 3e plus haut) ;

Graphique 4b  
OCDE\* : investissement total des entreprises  
(volume, 100 en 1998:1)



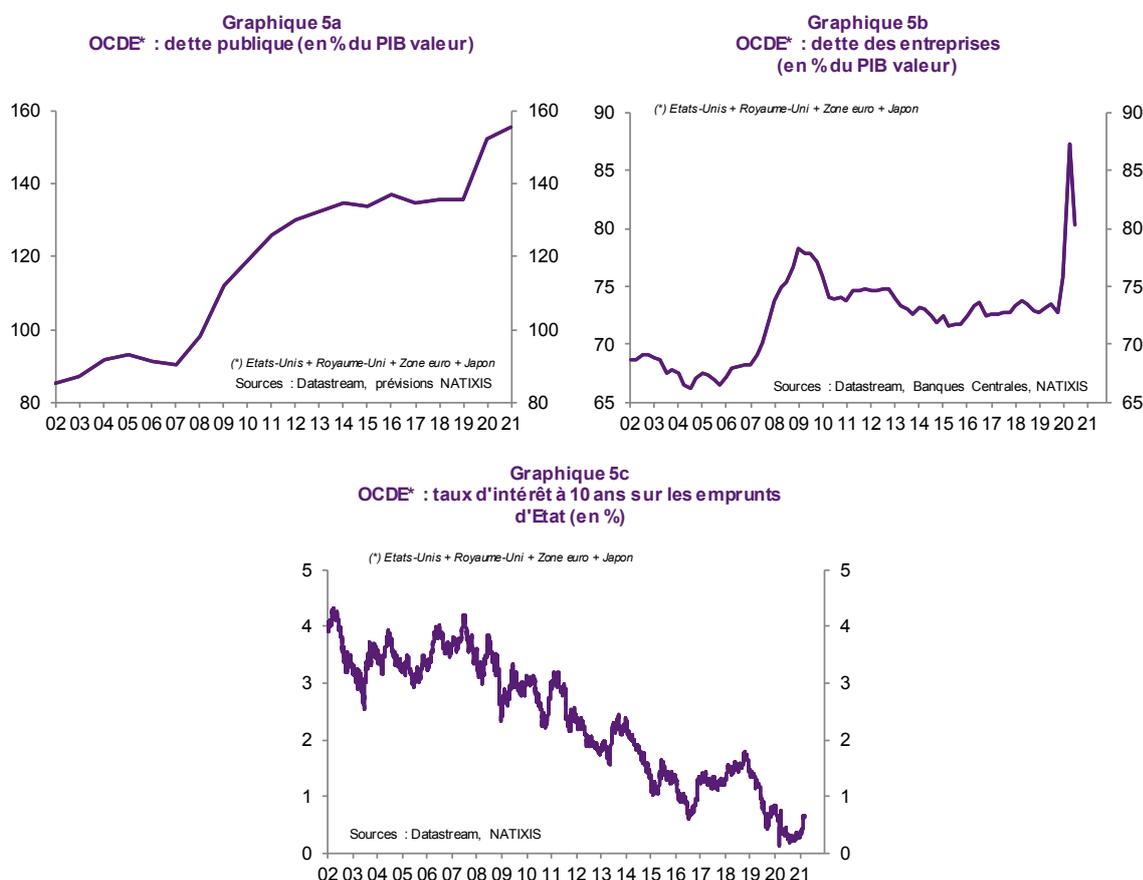
- il y a perte de capital humain, avec la montée durable du chômage (graphique 3f plus haut). Cette perte de capital humain sera accentuée après la crise de la Covid par la déformation de la structure sectorielle de l'économie, qui va rendre inutiles certaines compétences.

Mais, à l'inverse, certains défendent l'idée d'une augmentation au contraire de la croissance potentielle avec deux arguments :

- l'apparition d'une **dynamique schumpeterienne**, favorable aux entreprises et aux secteurs d'activité les plus efficaces, et liée en particulier à la **digitalisation de l'économie** ;
- l'**hypothèse des « années folles »**, un boom de la demande dû au soulagement après la fin des restrictions sanitaires.

## Cinquième question macroéconomique liée à la crise de la Covid : quel est le potentiel de remontée des taux d'intérêt à long terme ?

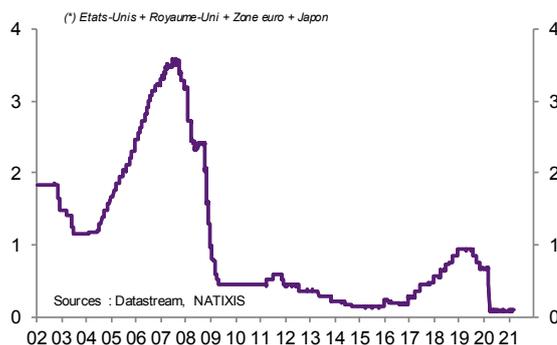
La crise de la Covid a encore accru l'endettement des États (graphique 5a) et des entreprises (graphique 5b), ce qui n'a pour l'instant pas d'effet négatif grâce aux **politiques monétaires très expansionnistes** (achats de dette publique, graphique 2a plus haut) et au très bas niveau **des taux d'intérêt à long terme** (graphique 5c).



L'inquiétude est donc liée au potentiel de remontée des taux d'intérêt à long terme après la crise. Si elle est forte, il y a risque important de crise de la dette. La taille de la remontée des taux d'intérêt à long terme dépend des poids relatifs des deux explications des taux d'intérêt bas :

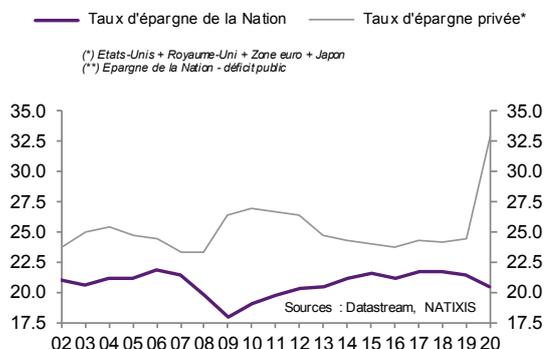
- les **politiques monétaires expansionnistes** (graphique 2a, graphique 5d) ;

**Graphique 5d**  
OCDE\* : taux d'intervention des Banques Centrales (en %)



- l'excès (ex ante) d'épargne (totale et privée) du Monde (graphique 5e).

**Graphique 5e**  
OCDE\* : taux d'épargne de la Nation et taux d'épargne privée (en % du PIB valeur)



Plus le poids de l'excès d'épargne est grand, plus les taux d'intérêt à long terme resteront faibles même quand les politiques monétaires deviendront moins expansionnistes.

## Synthèse : la crise de la Covid conduit à se poser des questions macroéconomiques difficiles

On l'a vu, ces questions portent :

- sur la pertinence de déficits publics qui aboutissent à de l'épargne forcée et à la hausse des encaisses monétaires détenues par les agents économiques ;
- sur les conséquences à moyen terme d'une création monétaire très rapide ;
- sur le degré de modification permanente ou de retour à la normale d'avant crise des comportements (de consommation, de travail, de loisirs...) ;
- sur le poids des arguments qui expliquent d'un côté pourquoi une récession réduit la croissance potentielle, de l'autre pourquoi elle peut l'augmenter ;
- sur le risque de crise des dettes, qui est lié à l'ampleur de la remontée des taux d'intérêt, qui dépend elle-même des poids des différentes explications (cycliques ou structurelles) des taux d'intérêt bas.

**La multiplicité et la difficulté de ces questions expliquent la divergence des scénarios qui sont présents** : croissance forte ou faible, retour ou non de l'inflation, normalisation ou non des secteurs en difficulté, crise ou non de la dette, crise sociale légère ou forte...