

L'étrange équilibre macro-financier de 2020 pendant la crise du coronavirus

Auteur : Patrick Artus, Chef économiste de Natixis, Professeur à PSE-École d'économie de Paris

Nous nous intéressons à la nature de l'équilibre macro-financier de 2020, alors que le niveau de production s'effondre avec le confinement des populations. En effet, pour bien analyser les politiques économiques mises en place, il faut comprendre les caractéristiques tout à fait particulières de cet équilibre, très différentes de celles qui apparaissent habituellement dans les récessions.

Le principe de base : les États essaient de maintenir le revenu des ménages et des entreprises malgré le recul du PIB

Le recul du Produit Intérieur Brut va être considérable en 2020, au moins de 8 à 9% par rapport à 2019 en Europe et aux États-Unis. La politique économique mise en place dans tous les pays est la même : elle consiste à mettre en place un déficit public qui empêche le recul du revenu des entreprises (afin d'éviter les faillites des entreprises) et des ménages (afin d'éviter les défauts sur les crédits des ménages, d'empêcher que certains ménages tombent en-dessous du seuil de pauvreté). On peut donc décrire cette politique économique, en exagérant à peine, comme une politique où le déficit public maintient le revenu des ménages et des entreprises malgré la chute du PIB : il faut donc un déficit public égal à la perte de revenu (de production, de PIB).

Le déficit public n'a aucun effet sur le niveau du PIB durant la crise

D'habitude, une récession vient du recul de la demande. Le déficit public vise alors à soutenir la demande et à limiter le recul de la production. Mais, dans cette crise, le recul de la production vient d'une contrainte physique, qui est l'impossibilité où se trouvent beaucoup de salariés d'aller travailler. Le déficit public ne peut donc pas limiter le recul du PIB, il peut seulement éviter la perte de revenu du secteur privé malgré le recul du PIB.

Dans cette configuration, le déficit public ne peut pas faire apparaître une insuffisance d'épargne car il y aura épargne involontaire, forcée

Le risque, avec un déficit public, est qu'il fasse apparaître une insuffisance d'épargne donc une hausse des taux d'intérêt et une éviction de la demande du secteur privé. Mais ceci est impossible en 2020. En effet, si la politique budgétaire maintient le niveau de revenu du secteur privé, puisque la production baisse en raison du confinement de la population, le secteur privé devra épargner la partie de son revenu qu'il ne peut pas dépenser ; il s'agit d'épargne involontaire, d'épargne forcée.

Le niveau de cette épargne forcée est égal à celui du déficit public, puisqu'il est égal à l'écart entre le revenu du secteur privé et le PIB, c'est-à-dire précisément le niveau du déficit public qui maintient le revenu du secteur privé. S'il y a une épargne forcée supplémentaire égale au déficit, il n'y a pas de situation d'insuffisance d'épargne malgré le déficit public très important.

Pourquoi cette politique budgétaire est-elle menée ?

On peut se demander en effet pourquoi l'État verse du revenu au secteur privé qui est épargné et reprêté à l'État pour financer le déficit public. L'explication est le risque de faillite. Si ce transfert de revenu n'avait pas été réalisé, les agents économiques du secteur privé emprunteurs n'auraient pas pu assurer le service de leur dette auprès des agents économiques du secteur privé prêteurs, car leur perte de revenu aurait dépassé la contraction de leurs dépenses ; ils auraient fait faillite, ce qui crée une irréversibilité (perte de capital) et une crise bancaire. A nouveau, l'objectif n'est pas de soutenir la demande du secteur privé, mais de soutenir son revenu pour éviter les faillites.

Quel est alors le rôle de la Banque Centrale ? La question de la composition de l'épargne

Les Banques Centrales sont passées à une politique monétaire très expansionniste de Quantitative Easing (d'achat de dette des États et des entreprises contre création monétaire). Pourquoi si le supplément d'épargne forcée est identique au déficit public mis en place et qu'il n'y a donc pas d'insuffisance d'épargne ? La réponse est que si globalement la quantité d'épargne est suffisante, la composition de cette épargne peut poser problème. Si les épargnants veulent par exemple détenir l'épargne supplémentaire (involontaire) sous forme de monnaie, il y a déséquilibre puisqu'il faudrait qu'ils achètent un supplément de dette publique pour financer le déficit public. Le rôle de la Banque Centrale est alors d'acheter la dette publique émise et de fournir aux épargnants la monnaie qu'ils veulent détenir, ce qui est précisément l'objet du Quantitative Easing.

Le taux d'endettement public pourra-t-il être réduit dans le futur ?

Tout dépend, après la fin de la crise (après 2020), du comportement de dépense de l'épargne involontaire accumulée pendant la crise. Si, lorsque le PIB revient à la normale, les agents économiques dépensent cette épargne, il faut pour équilibrer le marché des biens et services un recul de la demande de l'État, donc un excédent budgétaire qui réduit l'endettement public.