

Le financement des économies pendant et après la crise du coronavirus

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

Il nous paraît intéressant de réfléchir à la manière dont peut se réaliser le financement des économies pendant et après la crise du coronavirus. Cette crise va en effet entraîner une forte hausse, probablement durable, des besoins de financement des entreprises et des États. Ces besoins de financement en hausse pourront-ils être satisfaits, de quelle manière, avec quelles conséquences ? La première réflexion porte sur l'équilibre entre l'épargne et l'investissement (entre les besoins de financement et les capacités de financement) ; la seconde réflexion porte sur la structure de l'épargne et des financements. Ces analyses nous permettront aussi de réfléchir au rôle de la politique monétaire.

Equilibre global épargne-investissement

Ex post, il y a nécessairement équilibre entre l'épargne et l'investissement (entre les besoins de financement de certains agents économiques), mais ce qui est intéressant est de regarder comment on passe de la situation de déséquilibre *ex ante* à la situation d'équilibre *ex post*. La crise du coronavirus va durablement conduire à une hausse des déficits publics (des besoins de financement de l'État). A court terme, il faut réagir à la chute de l'activité ; à plus long terme, après la fin de la crise sanitaire, il faudra que les États relancent l'activité, aident les entreprises à investir, contribuent au financement des relocalisations d'industries stratégiques.

La crise va aussi probablement conduire à une hausse durable du besoin de financement des entreprises, avec le recul des profits, la nécessité de réorganiser les chaînes de valeur, l'endettement plus élevé contracté pendant la crise. Si les besoins de financement des États et des entreprises sont durablement fortement accrus, il apparaît un déséquilibre si la capacité de financement des ménages ne progresse pas du même montant. Pendant la crise, il n'y a pas de problème, les ménages ont une énorme épargne puisqu'ils ne peuvent pas consommer.

Après la crise des *subprimes*, en 2008-2009, on a observé une forte hausse de l'épargne privée qui a couvert la hausse des déficits publics et de l'investissement des entreprises. Mais cela sera-t-il le cas après la crise du coronavirus ? S'il n'y a pas une hausse de la capacité de financement des ménages, alors il y aura *ex ante* insuffisance d'épargne, donc à l'équilibre hausse des taux d'intérêt, et difficulté pour financer les besoins nouveaux des États et des entreprises.

Composition de l'épargne et des financements

Même si l'équilibre entre épargne et investissement (entre besoins et capacités de financement) ne pose pas de problème, il reste à s'interroger sur la composition de l'épargne et des financements. La crise du coronavirus et les besoins post crise décrits plus haut vont conduire à de fortes émissions de dettes des entreprises et de dette publique. Les ménages (épargnants) peuvent ne pas désirer détenir autant de dette des entreprises et de dette publique dans leur richesse (directement ou au travers des intermédiaires financiers) par rapport aux autres actifs (monnaie, actions cotées ou non cotées, immobilier). Il y a alors déséquilibre même si le volume global d'épargne est suffisant. C'est alors qu'interviennent les États et les Banques Centrales. Les États garantissent les crédits aux entreprises pour les rendre moins risqués pour les prêteurs. Les Banques Centrales achètent des dettes publiques et des dettes des entreprises et payent en créant de la monnaie ; ceci permet aux épargnants de détenir davantage de monnaie et non davantage de dettes.

Le rôle différent des Banques Centrales

On voit que, dans ce cadre, les Banques Centrales ne font plus de politique monétaire au sens habituel. Normalement, si l'économie est affaiblie, les Banques Centrales baissent les taux d'intérêt puis, quand ce n'est plus possible (normalement quand les taux d'intérêt deviennent nuls, mais on a vu qu'ils pouvaient devenir légèrement négatifs), elles passent au Quantitative Easing, c'est-à-dire à l'achat d'obligations en contrepartie de création monétaire. Mais le Quantitative Easing a normalement comme objectif de stimuler la demande : que les banques, détenant davantage de réserves de liquidité, prêtent davantage ; que les ménages, détenant davantage de monnaie, consomment davantage.

Mais on voit que cet objectif est aujourd'hui oublié : le Quantitative Easing ne sert plus à stimuler le crédit bancaire ou la demande des ménages, elle sert à rendre possible de fortes émissions de dette par les entreprises et les États, essentiellement à rendre possible la mise en place d'un fort déficit public. Les Banques Centrales ne fournissent plus de la liquidité pour soutenir la demande, elles sont les acheteurs en dernier ressort des dettes publiques.

Une tension sur les financements après la crise du coronavirus

Nous avons donc vu les deux risques liés à l'apparition d'un besoin durable de financement des États et des entreprises pendant et après la crise du coronavirus. D'abord que, ex ante, le montant d'épargne disponible soit insuffisant, ce qui conduirait à l'équilibre à une forte hausse des taux d'intérêt à long terme. Ensuite que, même si le montant global d'épargne est suffisant, la partie allouée à l'acquisition de dette publique et de dette des entreprises soit insuffisante, ce qui rendrait nécessaire une intervention durable des Banques Centrales pour acheter ces dettes.