

Flash Economie

26 juin 2020 - 769

Profil de la reprise économique : il faut comprendre ce qu'est une « variable d'état »

Certaines variables économiques sont des flux, qui peuvent varier très rapidement (la production, la consommation, les exportations, l'investissement...); d'autres variables économiques sont des « variables d'état » qui sont très inertes (ce sont des stocks et non des flux).

Ce sont les variables d'état qui transmettent la mémoire des évolutions économiques passées : lorsqu'elles ont été modifiées, la trajectoire économique future est transformée.

Quand on s'interroge sur le profil de la reprise économique après la crise du Covid, il faut donc s'interroger sur les modifications apportées par la crise aux variables d'état, par exemple :

- le stock de capital des entreprises, réduit par le recul de l'investissement et les faillites ;
- le stock de capital humain, réduit par le chômage et les difficultés durables de certains secteurs d'activité ;
- les stocks de dette publique et de dette des entreprises, accrus par la crise ;
- le niveau de l'offre de monnaie, également accru par la crise.

Toutes ces évolutions des variables d'état, à l'exception de la dernière, plaident pour une croissance plus faible après la crise du Covid.

Patrick Artus
Tel. (33 1) 58 55 15 00
patrick.artus@natixis.com
 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

www.research.natixis.com

Le rôle particulier des « variables d'état »

Les variables d'état sont des variables dont l'évolution est lente, et qui transmettent la mémoire des évolutions économiques passées.

Leur niveau conditionne la trajectoire future de l'économie.

Donnons un exemple : le stock de capital des entreprises.

Après une période où l'investissement a été faible, le stock de capital a été réduit ; même si l'investissement se redresse, le stock de capital reste faible, d'où la faiblesse durable de la production potentielle, de la productivité du travail.

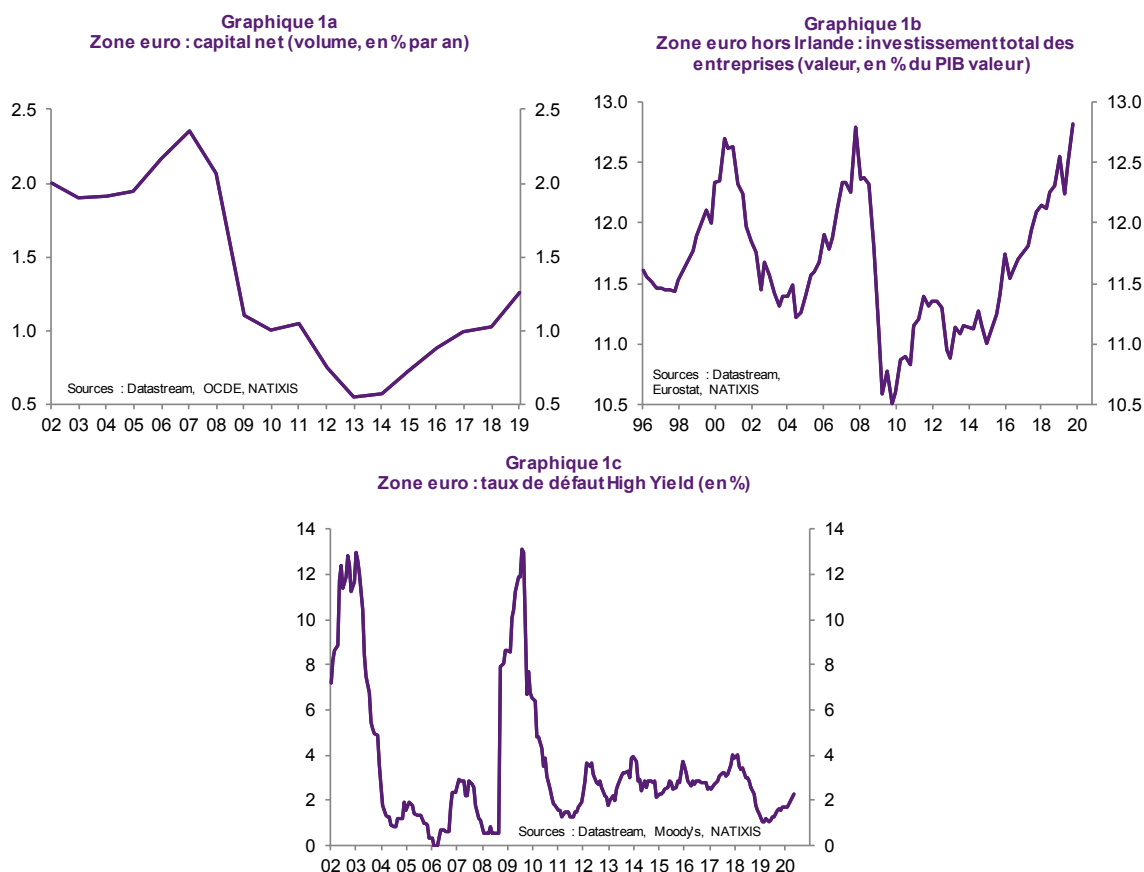
Cette analyse des variables d'état peut s'appliquer à la crise du Covid.

Si la récession de 2020 modifie des variables d'état (des variables qui sont des stocks et non des flux), alors, même si la pandémie disparaît complètement, l'économie sera durablement différente.

Quatre variables d'état importantes

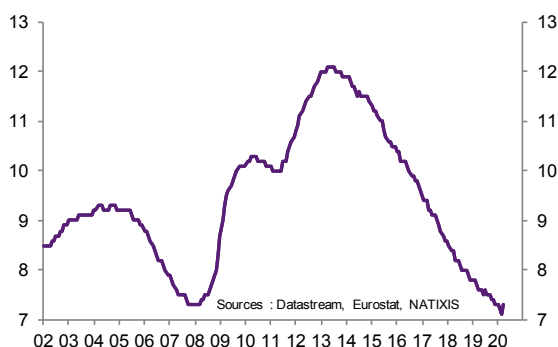
Donnons l'exemple de la zone euro pour illustrer cette question des variables d'état. On pense naturellement à quatre variables d'état.

1. Le stock de capital des entreprises (graphique 1a), qui sera réduit, comme après la crise des subprimes, par le recul de l'investissement (graphique 1b) et les faillites (graphique 1c). La faiblesse du stock de capital conduit à celle de la productivité du travail et de la production potentielle.

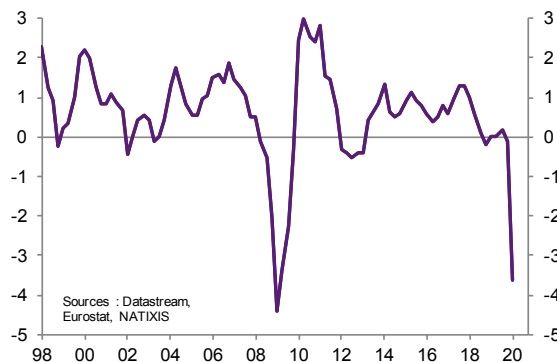


2. **Le stock de capital humain, qui sera réduit** par la hausse du chômage (**graphique 2a**), certains salariés se déqualifiant avec une durée trop longue du chômage ; qui peut aussi être réduit, après la crise du Covid, par le fait que certains secteurs d'activité sont en grande difficulté, et que les compétences liées à ces secteurs deviennent donc moins utiles. La faiblesse du capital humain entraîne celle de la productivité du travail (**graphique 2b**).

Graphique 2a
Zone euro : taux de chômage (en %)

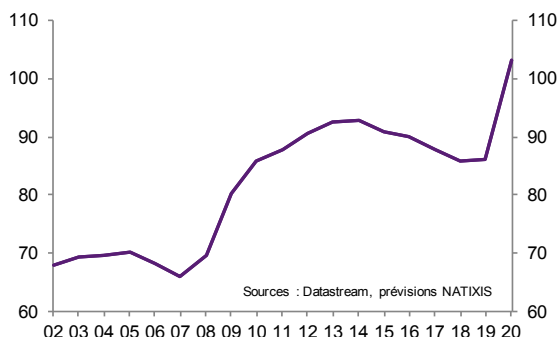


Graphique 2b
Zone euro : productivité par tête (GA en %)

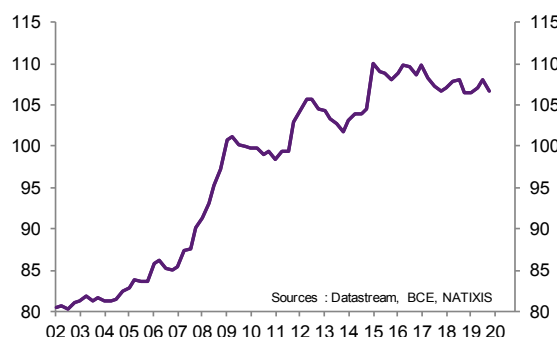


3. **Le stock de dette.** La crise du Covid va accroître le **stock de dette publique** (**graphique 3a**), ce qui peut conduire ensuite à une politique budgétaire durablement restrictive, **et le stock de dette des entreprises** (**graphique 3b**), ce qui peut conduire ensuite à une faiblesse durable de l'investissement.

Graphique 3a
Zone euro : dette publique (en % du PIB valeur)

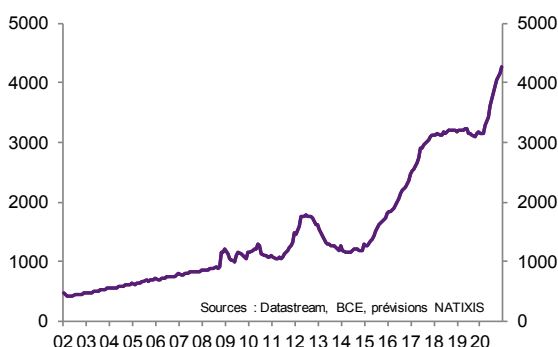


Graphique 3b
Zone euro : dette des entreprises (en % du PIB valeur)

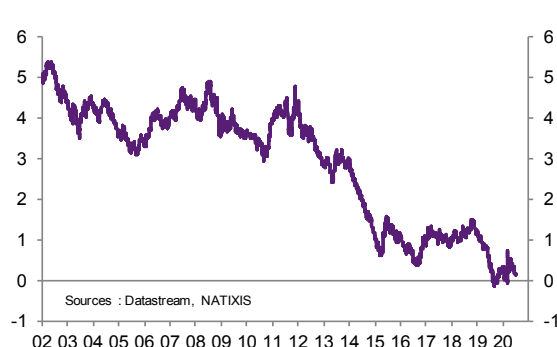


4. **Le niveau de l'offre de monnaie de Banque Centrale** (la base monétaire), fortement accru par la réaction à la crise du Covid (**graphique 4a**), ce qui doit conduire à des taux d'intérêt à long terme durablement bas (**graphique 4b**) et à des bulles sur les prix des actifs, par exemple sur l'immobilier (**graphique 4c**).

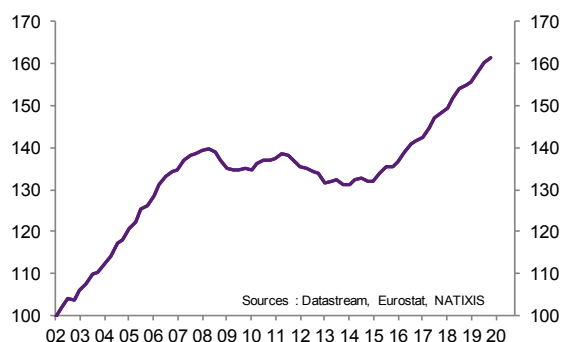
Graphique 4a
Zone euro : base monétaire (Md€)



Graphique 4b
Zone euro : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



Graphique 4c
Zone euro : prix des maisons (100 en 2002:1)



Synthèse : pour faire des prévisions après la crise du Covid, ne pas oublier les variables d'état

La crise du Covid, en 2020, va avoir modifié de nombreuses variables d'état, qui vont transmettre l'effet de la crise à la trajectoire future de l'économie.

Si la hausse de la quantité de monnaie est plutôt favorable à la croissance, toutes les évolutions des autres variables d'état sont défavorables : la baisse du capital des entreprises, la baisse du capital humain, la hausse de l'endettement public, la hausse de l'endettement des entreprises.