



# Une stratégie économique face à la crise

Les notes du conseil d'analyse économique, n° 57, Juillet 2020

**L**es mesures de confinement mises en place en réponse à la pandémie de Covid-19 ont conduit à une chute brutale de l'activité économique. En est résulté un choc inédit par sa nature, à la fois d'offre et de demande, et fortement différencié selon les secteurs.

En moyenne, les ménages français ont bénéficié d'une protection efficace de leur revenu, en particulier grâce au chômage partiel. Ils disposent d'une épargne involontaire du fait de la consommation empêchée pendant le confinement, mais celle-ci est plus faible pour les ménages modestes. Un enjeu de la politique économique est que cette épargne forcée ne se transforme pas en épargne de précaution. Les informations tirées des données de transactions sur cartes bancaires CB sont encourageantes, et suggèrent un retour rapide à la normale, mais elles ne montrent pas à ce stade de rattrapage de la consommation perdue.

Du côté des entreprises, si les outils de soutien à la liquidité ont été efficaces, un double risque demeure : macro-économique d'un côté, pesant sur leur perspective de demande ; financier de l'autre, pesant sur leur solvabilité.

Après avoir rassuré lors du confinement, la politique économique française doit maintenant aider entreprises et ménages à se projeter vers l'avenir. Il faut éviter que le choc transitoire devienne persistant du fait d'une dégradation trop forte de l'emploi et de la disparition d'entreprises.

Dans le cadre du plan de relance, nous recommandons de soutenir l'emploi *via* des aides pour les embauches concentrées sur les bas salaires et plus généreuses pour les jeunes, et de mettre en place un bouclier anti-faillite ciblé sur les secteurs et entreprises en difficulté. Des mesures de soutien au pouvoir d'achat sont également nécessaires, ciblées sur les ménages les plus modestes qui ont la plus forte propension à consommer. La crise sanitaire induit aussi un réexamen des priorités collectives qui justifie de nouveaux investissements, du fait notamment des enjeux environnementaux, de souveraineté économique à l'échelle de l'Europe, de la numérisation et d'un effort accru en faveur de la santé.

L'ensemble de ces mesures représente un coût budgétaire important et la forte incertitude sur la dynamique économique implique que son ampleur soit contingente. Nous estimons le plan de relance nécessaire autour de 2 points de PIB (hors des mesures de liquidité et aides européennes). Le risque d'affaissement économique nous paraît plus grave que celui d'une augmentation de la dette. Les facteurs structurels et la politique monétaire de la BCE laissent attendre des taux d'intérêt bas à moyen terme ce qui permet de rester sur une trajectoire soutenable avec un niveau de dette plus élevé. Même si la probabilité de remontée des taux d'intérêt est faible, l'État pourrait en partie s'assurer contre ce risque en augmentant la maturité de ses emprunts.

Cette note est publiée sous la responsabilité des auteurs et n'engage que ceux-ci.

<sup>a</sup> Sciences Po, membre du CAE ; <sup>b</sup> Sciences Po, Bruegel ; <sup>c</sup> OFCE, Sciences Po, membre du CAE.

## Analyse économique de la crise

### Un choc d'offre et de demande

Les mesures prises pour enrayer la pandémie ont eu un impact brutal et massif sur l'économie. En est résulté un choc de nature inédite, fortement différencié selon les secteurs, qui s'est traduit par la fermeture de marchés (hôtellerie, restauration, commerce de détail et transport) et l'arrêt ou une réduction importante de la production (construction industrielle). De ce fait, les agrégats nationaux ne sont plus suffisants pour rendre compte de la situation macroéconomique.

Ainsi, le confinement combine chocs d'offre et de demande. Un choc d'offre réduit la capacité de l'économie à produire des biens et des services, à prix donnés. Les mesures qui ont empêché les salariés de se rendre sur leurs lieux de travail ou qui ont conduit à des ruptures d'approvisionnement peuvent être considérées comme un choc d'offre. En revanche, un choc de demande réduit la capacité ou la volonté des consommateurs d'acheter des biens et des services. La baisse de la fréquentation des restaurants par peur de la contagion, ou la baisse de la demande de services par des entreprises en activité réduite sont des exemples de choc de demande. Mais la fermeture administrative de certains services est simultanément un choc d'offre (pour le consommateur) et un choc de demande (pour le producteur). Par ailleurs, le fait que les secteurs ne soient pas affectés de la même manière ouvre la possibilité que le choc d'offre se transforme en choc de demande, ce que des travaux récents appellent un choc d'offre keynésien<sup>1</sup>.

La nature dominante du choc peut se mesurer par la dynamique des prix. Si le choc d'offre domine dans un secteur, les prix augmentent. L'inverse se passe lorsque le choc de demande négatif domine. Les prévisions récentes d'inflation montrent que malgré une hausse de l'indice des prix dans certains secteurs, la tendance est clairement déflationniste. La Banque de France prévoit même que l'inflation passe temporairement en territoire négatif, avant de repartir à la hausse en 2021<sup>2</sup>. Dans la phase post-confinement en tout cas, le choc de demande domine.

Les mesures sanitaires ont conduit à une chute brutale de l'activité économique sans précédent en temps de paix. Simultanément, les gouvernements ont activé des dispositifs d'urgence, en octroyant des facilités de trésorerie aux entreprises et des transferts directs et indirects aux ménages. Les banques centrales ont également pris des mesures énergiques, au-delà de celles qui avaient été utilisées dans la dernière crise financière mondiale, afin d'éviter que la crise économique et sanitaire ne se transforme en une crise financière

et en vue de permettre aux ménages, aux entreprises et aux gouvernements de se refinancer à moindre coût.

### En France, un choc plus fort qu'ailleurs

Les estimations du PIB pour le premier trimestre 2020 et les enquêtes auprès des entreprises indiquent que le choc récessif a été particulièrement fort en France, plus que dans les autres pays européens. La chute du PIB serait de 5,3 % pour le premier trimestre, comparable à celle observée en Espagne et en Italie, mais plus du double de la récession allemande (- 2,2%).

Cette différence interroge, même s'il faut rester prudent compte tenu de l'incertitude des mesures. Notre analyse est qu'elle est surtout expliquée par la plus forte sévérité du confinement. Cette dernière n'en rend cependant pas entièrement compte. Or malgré le poids du tourisme, la structure sectorielle de l'économie française (faible part de l'industrie, forte part des services publics) n'a pas été particulièrement handicapante. D'autres facteurs pourraient être intervenus :

- le caractère uniforme des mesures administratives (en comparaison de l'Allemagne où elles ont été différenciées par région) a sans doute joué un rôle ;
- la relative générosité du chômage partiel, la mauvaise qualité des relations de confiance entre acteurs (qui ne se résument pas aux seules relations sociales dans l'entreprise) et la culture de la norme pourraient avoir amplifié l'impact du choc.

Des estimations empiriques préliminaires ne montrent pas cependant de pouvoir explicatif robuste de ces autres facteurs. L'intensité du confinement reste le principal facteur explicatif.

### Une protection efficace des ménages

En moyenne, les ménages français n'ont vu leur revenu chuter que de 5 % pendant les huit semaines de confinement, alors que le revenu national baissait de près d'un tiers. Cette protection très efficace, essentiellement attribuable à l'activité partielle, s'est cependant accompagnée de très fortes disparités parmi les actifs :

- la grande majorité (22 millions) n'a pas connu de dégradation sensible de son revenu ;
- 6,6 millions (salariés en chômage partiel, hors smicards non primés) ont connu une perte de revenu limitée du fait de l'activité partielle ;
- 1,6 million (non-salariés, contrats courts, intérimaires) a subi le choc de plein fouet.

Nous remercions Hamza Bennani, Conseiller scientifique, Étienne Fize et Baptiste Savatier, Économistes, qui ont assuré le suivi de ce travail au sein de l'équipe permanente du CAE, ainsi que Christophe Gouardo, David Bounie, Youssef Camara, John Galbraith, Camille Landais et Tatiana Pazem et le Groupement cartes bancaires CB.

<sup>1</sup> Guerrieri V., G. Lorenzoni, L. Straub et I. Werning (2020) : « Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages? », *National Bureau of Economic Research*, n° w26918.

<sup>2</sup> Voir Banque de France (2020) : *Prévisions macroéconomiques*, juin.

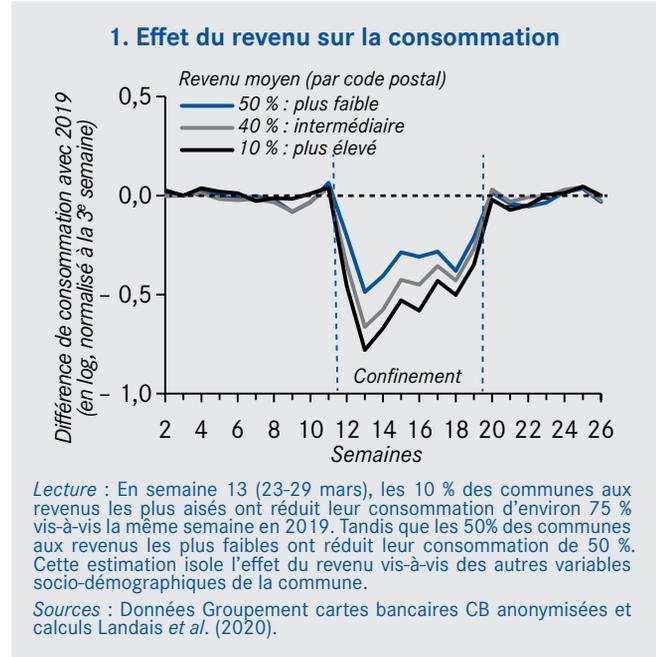
Globalement, les ménages disposent d'un excès d'épargne important (55 milliards après huit semaines de confinement et sans doute près de 80 milliards au début juillet, après 16 semaines)<sup>3</sup> aujourd'hui détenus pour l'essentiel sous forme de dépôts bancaires. Cette épargne devrait en partie au moins alimenter la demande dans les mois à venir, car elle est avant tout involontaire. Après le confinement, la dynamique de la consommation sera marquée par deux effets contradictoires :

- effet richesse : les ménages disposent d'une épargne excédentaire liquide qu'ils pourraient choisir de consommer rapidement ;
- effet de précaution : devant l'incertitude économique et sanitaire, les ménages pourraient être tentés de conserver une partie plus importante de cette épargne.

À cet égard, les données de transactions sur cartes bancaires CB apportent des enseignements précieux<sup>4</sup>. Même si elles ne couvrent qu'une partie (de l'ordre de 60 %) des transactions, elles fournissent un thermomètre à haute fréquence de la consommation des ménages<sup>5</sup>. Ces transactions ont aujourd'hui retrouvé un niveau proche voire même légèrement supérieur à celui d'il y a un an. Compte tenu de la baisse des retraits d'espèces en DAB, nous estimons que la consommation totale chez les commerçants (cartes bancaires + espèces) a bien rebondi mais se situait entre la mi-mai et la fin juin à un niveau légèrement en dessous de sa valeur d'il y a un an (- 2%). C'est encourageant mais insuffisant<sup>6</sup>.

La situation n'est pas homogène au sein des ménages. Des travaux en cours<sup>7</sup> montrent que pendant le confinement, la chute de la consommation a été plus importante pour les ménages à revenus élevés (graphique 1) : pour la moitié des ménages aux revenus les plus faibles la chute de consommation a été d'environ 50 % pendant la deuxième semaine de confinement alors qu'elle a été de 75 % pour les ménages du dernier décile. Cela signifie que l'épargne involontaire des ménages modestes, et donc leur capacité de consommer dans les mois qui viennent, est inférieure à celles des ménages aisés.

La dynamique de la consommation sera déterminante pour le PIB et l'emploi. Au regard des évolutions des dernières semaines, un recul de 2 % de la consommation des ménages paraît faible. Néanmoins, s'il se maintenait, il abaisserait le PIB de fin 2020 de 1 %, et il induirait une réduction voisine de l'emploi mobilisé<sup>8</sup>. Ces ordres de grandeur indiquent bien combien la qualité du pilotage de la demande agrégée va peser sur l'évolution de l'emploi.



Sauf nouvelle vague épidémique, il est vraisemblable que les principaux freins au rattrapage de la consommation resteront l'incertitude économique et la crainte du chômage<sup>9</sup>. L'enjeu de politique économique est donc d'éviter que l'épargne involontaire accumulée pendant le confinement se transforme en épargne de précaution.

Enfin, le soutien public au revenu des ménages, notamment du fait du dispositif d'activité partielle, et la perte de recettes fiscales et sociales se sont traduits par une forte dégradation du compte des administrations publiques, estimée à 96 milliards sur quatre mois. Tous les pays développés connaissent une hausse massive du déficit public, la France de ce point de vue ne se distingue pas particulièrement.

### Un double risque pour les entreprises

La dynamique économique va simultanément être déterminée par le comportement des entreprises. Leur situation financière s'est fortement détériorée, avec une perte de revenu estimée à 54 milliards entre mi-mars et mi-juillet, et leurs perspectives se sont dégradées :

- une partie d'entre elles (industrie manufacturière, tourisme, etc.) fait face à un choc de demande qu'elles anticipent durable ;

<sup>3</sup> Voir Dauvin D., B. Ducoudré, É. Heyer, P. Madec, M. Plane, R. Sampognaro et X. Timbeau (2020) : « Évaluation au 26 juin 2020 de l'impact économique de la pandémie de Covid-19 et des mesures du confinement et du déconfinement en France », *OFCE Policy Brief*, n° 75, 26 juin.

<sup>4</sup> Il s'agit de l'agrégation de données individuelles anonymisées, voir Fize É. Et H. Paris (2020) : « Consommation des ménages pendant et après le confinement : que nous apprennent les données de cartes bancaires CB ? », *Focus du CAE*, n° 44, juillet. Dans son point de conjoncture du 8 juillet 2020, l'INSEE estime qu'au mois de juin, sur un champ plus large, la consommation aurait quasiment rejoint son niveau d'avant crise, - 3 % en moyenne.

<sup>5</sup> Les autres moyens de paiement sont : espèces, chèques, virements, prélèvements, cartes françaises autres que cartes CB, cartes étrangères.

<sup>6</sup> Pour les commerces qui étaient fermés pendant le confinement mais qui ont rouvert depuis le 11 mai (commerces non essentiels), il y a cependant une certaine forme de rattrapage ou de report.

<sup>7</sup> Landais C., D. Bounie, Y. Camara, É. Fize, J. Galbraith, T. Pazem t L.B.Savatier (2020) : « Dynamiques de la consommation et stratégies de relance : enseignements partir des données cartes bancaires », à paraître.

<sup>8</sup> L'emploi mobilisé est défini par le ministère du Travail comme l'emploi total diminué du chômage partiel et des congés exceptionnels pour des motifs lié à la pandémie (risques sanitaires spécifiques, garde d'enfants).

<sup>9</sup> Voir Landais et al. (2020), *op. cit.* Ces travaux montrent, au niveau local, une corrélation fortement négative entre d'une part la dynamique de la consommation et celle du nombre de demandeurs d'emploi en avril 2020.

- une autre partie (HCR, services aux ménages...) fait face à un choc de productivité et donc de coût qui est probablement transitoire mais handicape leur activité ;
- l'industrie manufacturière est particulièrement vulnérable en raison de ses faibles marges et du choc spécifique sur l'aéronautique et l'automobile.

Nombre d'entreprises ont donc subi un double choc : choc de bilan d'abord, dont la trace est un endettement accru ; choc sur le compte d'exploitation ensuite, qui perdure pour une partie d'entre elles.

Les outils de soutien à la liquidité des entreprises ont été efficaces. Le volume des prêts garantis par l'État (PGE) effectivement accordés (105 milliards au 26 juin) est plus élevé que dans les autres grands pays européens à l'exception de l'Espagne. S'y ajoutent 5 milliards de transferts au titre du Fonds de solidarité et 34 milliards de reports d'échéances fiscales et sociales. Les entreprises ont fait usage de ces facilités pour accumuler de la trésorerie : de mars à fin mai, leur endettement s'est accru de 136 milliards et leur trésorerie de 119 milliards<sup>10</sup>.

Si le risque de liquidité a été traité, le risque de solvabilité n'est cependant pas écarté et tient largement aux dettes accumulées pendant le confinement, à la dégradation des comptes d'exploitation et à l'effondrement des marchés dans certains secteurs spécifiques (aéronautique, tourisme, spectacles...). En dépit du chômage partiel et du PGE, le nombre de faillites pourrait fortement augmenter, de 60 à 80 % d'ici la fin de l'année<sup>11</sup>. Cette estimation reste fragile du fait de la difficulté à prendre en compte les mesures de soutien, mais elle témoigne d'un risque important.

Une double menace pèse donc sur les entreprises : macro-économique d'un côté, en fonction de la demande ; financière de l'autre, en fonction de leur solvabilité. L'un et l'autre peuvent concourir à une contraction de l'emploi et contribuer à enrayer la dynamique de reprise qui s'est engagée.

### Une grande incertitude sur le volume d'emploi mobilisé et le potentiel productif

Au plus fort du confinement, 9 millions des actifs antérieurement occupés dans l'économie privée se sont trouvés démobilisés (en congé, en congé maladie pour garde d'enfants, au chômage partiel, en chômage ou en inactivité)<sup>12</sup>. En est résulté une réduction importante du potentiel productif.

Pour le moment, la hausse du chômage a été contenue en comparaison des États-Unis<sup>13</sup> mais une dégradation est à attendre résultant :

- des effets décalés de la chute de la demande sur les effectifs employés. Le gel des embauches va particulièrement peser sur les jeunes ;
- de la persistance d'une sous-activité en raison des précautions sanitaires résiduelles ;
- d'une destruction d'emplois résultant des faillites et de la perte de potentiel économique correspondante.

Malgré la hausse du chômage observée en avril, l'essentiel du choc sur l'emploi a continué jusqu'ici d'être absorbé à l'intérieur des entreprises, sans rupture de la relation de travail. En mai, le volume du chômage partiel s'élevait encore à 3 millions d'équivalents temps plein<sup>14</sup>. Le destin de ces salariés va être déterminant pour la dynamique de la reprise.

Le chômage et le sous-emploi relèveront donc simultanément d'un traitement par l'offre, qui devra viser à contenir les faillites, à inciter à la pleine mobilisation des actifs dans le respect des impératifs sanitaires et à organiser les inévitables réallocations entre secteurs ; et du maintien de la demande agrégée au plus près d'un potentiel nécessairement évolutif.

Les mesures de soutien efficacement mises en place en réponse à la crise sanitaire peuvent aussi agir comme un frein à des réallocations probablement indispensables. L'activité partielle maintient les salariés en emploi dans la même entreprise, et le PGE permet aux entreprises de rester liquides, alors que certaines d'entre elles n'ont plus de perspectives, voire auraient dû cesser leur activité du fait d'une demande insuffisante, même en l'absence de crise sanitaire (voir Guerini *et al.*, 2020, *op. cit.*).

Nous considérons qu'en raison de l'ampleur du choc et de l'extrême incertitude sur les perspectives de marché, il vaut mieux agir avec prudence et protéger des emplois dont il pourra s'avérer qu'ils sont condamnés. Le coût durable des crises économiques, au-delà du coût social, est la destruction du capital humain, physique et immatériel. Mettre aujourd'hui l'accent sur la réallocation, alors que les entreprises ont fortement réduit leur investissement et que les mécanismes d'appariement entre offre et demande de travail vont se trouver engorgés, c'est prendre le risque de stigmates permanents pour les actifs et pour les jeunes, dont la non-activité peut induire un abaissement durable des perspectives de carrière. Pour le dire autrement, le coût social du travail est aujourd'hui très inférieur à son coût privé.

<sup>10</sup> Données Banque de France.

<sup>11</sup> Voir Guerini M., L. Nesta, X. Ragot et S. Schiavo (2020) : « Dynamique des défaillances d'entreprises en France et crise de la Covid-19 », *OFCE Policy Brief*, n° 73, 19 juin.

<sup>12</sup> Il n'existe pas d'estimations pour le secteur public.

<sup>13</sup> Cohen-Setton J. et J. Pisani-Ferry (2020) : « When More Delivers Less: Comparing the US and French COVID-19 Crisis Responses », *Peterson Institute Policy Brief*, n° 20-9, juin.

<sup>14</sup> D'après l'enquête Acemo-Covid de juin de la DARES.

Il faut cependant commencer d'envisager les étapes à venir. Plus la politique macroéconomique soutiendra activement la demande, plus tôt il sera possible de laisser jouer les mécanismes de réallocation du capital, du travail et de la technologie vers les entreprises à plus fort potentiel. *A contrario* plus la gestion de la demande sera déficiente, plus la politique publique sera tentée de mettre l'accent sur la préservation des emplois existants, au risque de brider le potentiel de l'économie.

### Une estimation du déficit d'activité

Sur la base des éléments qui précèdent, quel pourrait être le niveau d'activité à la fin de 2020 en l'absence de mesures nouvelles ? Notre évaluation (qui est entachée d'une forte marge d'incertitude) est qu'il devrait se situer au moins 5 points en dessous d'une activité normale.

Cette estimation suppose évidemment le maintien de conditions épidémiologiques favorables. Elle se fonde aussi sur l'hypothèse d'une dynamique soutenue de la consommation permettant un retour rapide vers le niveau d'activité d'avant-crise.

L'écart de cinq points viendrait à la fois d'un déficit de demande et d'une baisse (au moins temporaire) du potentiel productif. Le premier résulterait d'une consommation proche mais en deçà de son niveau d'avant crise, d'une chute de l'investissement des entreprises et d'un déficit commercial limité mais persistant.

Du côté de l'offre, les contraintes sanitaires devraient réduire le potentiel productif d'un montant que l'on peut estimer *a minima* autour de 2,5 %, en considérant les contraintes sur l'accès aux services et les modifications prévisibles de la structure de consommation (voir encadré 4 dans Dauvin *et al.*, 2020, *op. cit.*).

Dans ces conditions, l'écart de production effectif (output gap) serait de l'ordre de 2 à 3 % fin 2020. En considérant un multiplicateur budgétaire proche de l'unité, conforme aux estimations empiriques, le plan de soutien nécessaire pour fermer à l'horizon d'un an l'écart de production effectif se situerait donc entre 2 et 3 points de PIB, en ne considérant que sa dimension conjoncturelle<sup>15</sup>.

## Quelle stratégie économique ?

### Des objectifs et un séquençage explicite

Dans une phase post-traumatique marquée par l'incertitude, la politique économique doit être à la fois réactive – pour s'adapter à un contexte évolutif – et extrêmement lisible –

pour guider les anticipations des ménages et des entreprises et leur insuffler de la confiance. Cette même exigence peut cependant se traduire par des stratégies différentes. Les cas de la France et de l'Allemagne en sont une bonne illustration (encadré)<sup>16</sup>.

### Allemagne et France : deux stratégies différentes

L'Allemagne a annoncé un plan de 130 milliards d'euros le 4 juin 2020. Ce plan comporte des mesures d'appui aux entreprises, mais aussi des mesures de soutien au pouvoir d'achat, comme une baisse de la TVA de six mois pour un montant de 20 milliards d'euros<sup>a</sup>. Les montants annoncés sont des plafonds d'engagement, et certains paiements vont dépendre de l'activité économique. Cette stratégie massive et précoce repose en partie sur des effets d'annonce. Le gain attendu est de rassurer les acteurs et d'ancrer les anticipations en écartant le risque d'une chute profonde de l'activité. L'inconvénient est qu'elle aura un coût financier important, même en cas de retour de la croissance.

L'approche française est plus évolutive : les plans de soutien aux secteurs industriels, ou l'évolution du fonds d'indemnisation des indépendants ont fait l'objet d'annonces graduelles. Cette stratégie progressive et contingente tient compte de l'évolution de la situation économique et dose les efforts en fonction des nécessités. Le gain est une réduction de coût, l'inconvénient pour les acteurs est une relative incertitude quant à l'environnement futur de politique économique.

La distribution des crédits garantis aux entreprises illustre bien cette disparité : selon les estimations de Bruegel, l'enveloppe du plan allemand est supérieure à 900 milliards, celle du plan français d'un peu moins de 350 milliards, mais au 15 juin le montant des garanties de crédit accordées était trois fois plus élevé en France (104 milliards) qu'en Allemagne (32 milliards)<sup>b</sup>.

<sup>a</sup> Voir Heyer É, X. Timbeau, C. Antonin, C. Blot, M. Dauvin, B. Ducoudré, A. Falah, S. Le Bayon, P. Madec, P. Malliet, C. Mathieu, H. Pélérax, M. Plane, C. Riffart et R. Sampognaro (2020) : « Évaluation de l'impact économique de la pandémie de COVID-19 et des mesures de confinement sur l'économie mondiale en avril 2020 », OFCE Policy Brief, n° 69, juin.

<sup>b</sup> Voir Anderson J., F. Papadia et N. Véron (2020) : « Government-Guaranteed Bank Lending: Beyond the Headline Numbers », *Bruegel Blog Post*, à paraître.

Après avoir rassuré lors du confinement, la politique économique française doit maintenant aider entreprises et ménages à se projeter vers l'avenir. Cela implique d'être à la fois très explicite sur les objectifs et les étapes, et très souple dans la mise en œuvre. Pour cela, l'État doit assumer de passer du rôle d'assureur du revenu au rôle de réassureur de la demande intérieure. Il doit aussi se doter de nouveaux outils de soutien de l'offre.

<sup>15</sup> Il ne faut pas espérer de fort effet d'entraînement des plans de relance des autres pays. Par exemple, les biens et services français représentent 7,6 % des importations allemandes, représentant elles-mêmes 41 % du PIB allemand. Une hausse de 1 % du PIB allemand n'aurait un effet direct que de 0,03 % sur le PIB français.

<sup>16</sup> Pour une comparaison entre la France et les États-Unis, voir Cohen-Setton et Pisani-Ferry (2020) *op. cit.*



Les objectifs centraux de politique économique pour la période à venir devraient être :

- accompagner la reprise pour passer la période risquée de l'automne-hiver 2020 ;
- enrayer l'enclenchement d'un cercle vicieux entre dégradation des perspectives d'emploi, perte de confiance des ménages et affaiblissement de la demande ;
- empêcher que la commotion subie se traduise par une perte de substance économique porteuse d'effets permanents sur le potentiel économique ;
- répondre à la vulnérabilité des ménages les plus atteints par le choc et aux difficultés des jeunes entrants sur le marché du travail ;
- allonger l'horizon des acteurs économiques et promouvoir l'investissement en fixant de manière crédible les perspectives de l'après-crise : transition écologique, ré-outil- lage industriel et réinvestissement dans le service public.

Pour les dix-huit mois à venir, ces objectifs vont devoir continuer à primer sur le rééquilibrage des finances publiques – même s'ils devront bien entendu être poursuivis avec une exigence d'efficacité dans l'usage de la ressource budgétaire.

Il ne s'agit donc pas de choisir entre politique de l'offre et politique de la demande, ou entre production et redistribution. Les objectifs ci-dessus vont devoir être poursuivis simultanément en jouant sur des instruments de renforcement des entreprises, de soutien à l'emploi, d'appui ciblé aux ménages les plus vulnérables, et de pilotage de la demande agrégée.

S'agissant de la visée d'ensemble, nous proposons, sous l'hypothèse d'une poursuite de l'amélioration des conditions sanitaires, de retenir pour objectifs de retrouver à horizon d'un an le niveau d'activité de la fin 2019 et de résorber le déficit d'emploi d'ici la fin 2021. Cette cible peut paraître ambitieuse mais elle correspond au *mild scenario* publié par la BCE le 4 juin, dont les hypothèses sont la maîtrise du risque pandémique et une réponse de politique économique appropriée. Elle est surtout volontariste, en ce qu'elle a pour fonction de guider le dosage de la réponse de politique économique, en cohérence avec une stratégie qui repose sur un objectif de résultat et non de moyens. Elle implique de faire plus si le résultat était en deçà de l'objectif.

**Recommandation 1.** Calibrer une réponse contingente de politique économique en vue de retrouver à horizon d'un an le niveau d'activité de la fin 2019 et résorber le déficit d'emploi d'ici la fin 2021.

### Les instruments : combiner offre et demande

Nous proposons d'agir sur quatre fronts : les entreprises, pour éviter une contraction de l'offre ; l'emploi, pour contrer une

hausse violente du chômage ; le pouvoir d'achat, pour aider les ménages les plus vulnérables et soutenir la demande ; la réorientation de la croissance, pour offrir une perspective claire à l'investissement. Nous préconisons de conserver l'option de mesures additionnelles de soutien à l'activité, au cas où la reprise se révélait trop molle dans les mois à venir.

### Un bouclier anti-faillites

En situation normale, la « sortie » des entreprises les moins efficaces contribue positivement à la productivité et à la croissance : en libérant des facteurs économiques (travail, capital, locaux, etc.) mal utilisés, elle permet le développement des entreprises plus efficaces et l'arrivée de nouveaux entrants, et donc la réallocation de ces facteurs vers des emplois plus bénéfiques à la collectivité.

Ce mécanisme fonctionne si, d'une part, ce sont bien les entreprises les moins efficaces qui font faillite et si, d'autre part, les facteurs de production, et notamment le travail, sont rapidement et efficacement réalloués. Aucune de ces conditions n'est actuellement remplie. Dans les circonstances des prochains mois, le coût économique des faillites pour la collectivité va donc être magnifié.

Il convient alors de préserver les entreprises viables – c'est-à-dire susceptibles de produire une chronique de profits dont la valeur actualisée est positive –, même si un endettement accru et des conditions d'exploitation temporairement dégradées les ont rendues insolubles. Les études en cours<sup>17</sup> suggèrent que les aides peuvent être efficaces si elles sont bien ciblées. Ces travaux suggèrent que c'est dans l'industrie manufacturière et le commerce, gros gisements d'emploi en danger, qu'elles seraient les plus utiles.

Deux types d'outils peuvent être envisagés en complément des plans sectoriels, qui ciblent les secteurs les plus touchés mais laissent de côté une partie des entreprises :

- *ex ante* : une solution, mise en œuvre en Allemagne, est d'indemniser les entreprises pour les coûts fixes encourus pendant la période de confinement (maintien du capital inutilisé, notamment dans l'industrie, loyers, etc.). Elle peut être mise en œuvre préventivement, sans attendre que la situation financière des entreprises induise une dégradation de l'investissement. Son coût budgétaire peut être évalué aux alentours de 17 milliards. L'industrie, recevrait 36 % de l'enveloppe globale du dispositif pour 17 % de la VA marchande<sup>18</sup> ;
- *ex post* : la seconde solution, moins coûteuse, est de concentrer l'effort sur les entreprises menacées d'insolvabilité par le choc subi sur leur bilan et de restructurer leurs dettes (par rééchelonnement, abandon de créances ou transformation en fonds propres). L'État, qui est directement ou indirectement leur créancier des entreprises à hauteur de 140 milliards, devrait proposer aux créanciers

<sup>17</sup> Gourinchas P-O., S. Kalemli-Özcan, V. Pencikova et N. Sander (2020) : « COVID-19 and Business Failures », *UC Berkeley Working Paper*, à paraître.

<sup>18</sup> Voir les évaluations dans Plane M. (2020) : *Covid-19 et entreprises : Comment éviter le pire*, OFCE Blog.

privés, c'est-à-dire d'abord aux banques, de restructurer ses créances sur les entreprises en péril sous la condition qu'elles procèdent à une restructuration parallèle des leurs. Parce qu'il attache du prix à la survie des entreprises, il devrait même aller au-delà du *pari passu* et accepter un effort plus élevé. Pour les PME et TPE, la décision serait entièrement déléguée aux banques, que ce contrat incitatif transformerait en agents de l'intérêt public. Pour les plus grandes se tiendrait une négociation fondée sur le même principe (Blanchard, Philippon et Pisani-Ferry, 2020).

L'équilibre entre ces deux stratégies doit se faire sur la base de considérations budgétaires mais aussi d'impact économique. Le premier dispositif a le défaut de ne pas cibler les entreprises en risque. Il peut donc coûter cher mais ne pas suffire néanmoins à prévenir des sinistres évitables. Le second est plus ciblé mais n'interviendrait qu'après une dégradation financière des entreprises susceptible de peser sur leur investissement et donc sur la dynamique de la reprise.

Une approche intermédiaire serait de procéder à des apports en fonds propres ou quasi-fonds propres aux entreprises ayant subi une forte baisse d'activité du fait de crise pandémique. Elle pourrait être moins coûteuse que la première mais comporterait le risque de renflouer indirectement les banques, qui verraient la valeur de marché de leurs créances augmenter au fur et à mesure de l'apport de fonds propres.

La situation de trésorerie des entreprises permet aujourd'hui de repousser la décision sur ces mécanismes à l'échéance du PGE (mars 2021 au plus tôt). Le risque de l'attentisme est cependant de maintenir en survie des entreprises dépourvues de moyens de développement. Nous préconisons plutôt que la question soit tranchée dès l'automne.

### Recommandation 2. Mettre en place rapidement un bouclier anti-faillites ciblé sur les secteurs et entreprises en difficulté.

Par ailleurs, en cohérence avec la récente *Note du CAE* sur les impôts de production<sup>19</sup>, nous recommandons une élimination de la C3S, impôt qui pénalise les exportations et subventionne les importations de biens intermédiaires. Cet impôt, et c'est important dans le contexte actuel de fragilité des PME, augmente aussi la probabilité de faillite.

### Un accélérateur d'emploi

Il importe dans les mois à venir de poursuivre la remobilisation de l'emploi, soit le plus souvent au sein de la même entreprise, soit au terme de mutations professionnelles. La

dynamique de l'emploi aura un impact primordial sur le comportement des ménages en termes de consommation (et la relation inverse sera aussi à l'œuvre).

Même dans des entreprises faisant face à des difficultés de débouchés ou de productivité, la rotation naturelle de la main d'œuvre (fin de CDD, démissions, départ en retraite) implique un certain volume de recrutements. Pour éviter une réduction trop forte des embauches, une baisse du coût du travail peut être un outil efficace. Les aides à l'embauche ont en fait un effet d'autant plus important sur le maintien de l'emploi que l'entreprise se situe dans une situation difficile, comme démontré durant la crise de 2009. Les travaux empiriques montrent que les primes à l'embauche coûtent de l'ordre de 20 à 40 % du coût d'un emploi sauvé par les allègements de charges du fait que les premières financent seulement le flux d'emplois alors que les secondes financent tout le stock<sup>20</sup>. Une prime à l'embauche, parce qu'elle touche les flux, facilite aussi la mobilité entre entreprises et entre secteurs, ce qui est particulièrement adéquat dans la crise actuelle.

Par ailleurs le chômage des jeunes augmente plus fortement dans les crises, comme ce fut le cas en 2009 où la classe d'âge des 15-24 ans a subi la plus forte augmentation de chômage. Ils seront les premières victimes d'un tarissement des embauches et c'est pourquoi nous considérons qu'une aide à l'embauche doit être plus généreuse pour eux. Mais une aide seulement pour les jeunes fait courir le risque d'une substitution trop forte au seuil de l'âge éligible. Finalement, les travaux empiriques sur les baisses du coût du travail montrent de manière répétée que leur impact à court terme sur l'emploi est d'autant plus fort qu'elles sont concentrées sur les bas salaires<sup>21</sup>.

La mesure que nous soutenons devrait, pour un budget de l'ordre de 5 milliards d'euros :

- prendre la forme d'une prime forfaitaire pour toutes les embauches jusqu'à 1,5 SMIC de 200 euros par mois augmentée à 300 euros pour les moins de 25 ans ;
- être annoncée pour un an (embauches du 1<sup>er</sup> septembre 2020 au 1<sup>er</sup> septembre 2021) ;
- couvrir à la fois les embauches et les retours à l'activité des salariés en chômage partiel ;
- s'appliquer aux CDI et CDD de plus de 1 mois ;

### Recommandation 3. Soutenir rapidement l'emploi *via* des aides forfaitaires pour les embauches concentrées sur les bas salaires et plus généreuses pour les jeunes.

Par ailleurs, les jeunes qualifiés (niveau licence) arriveront aussi sur un marché de l'emploi déprimé à un moment où

<sup>19</sup> Martin P. et A. Trannoy (2019) « Les impôts sur (ou contre) la production », *Note du CAE*, n° 53, juin.

<sup>20</sup> Voir Cahuc P., S. Carcillo et T. Le Barbanchon (2019) : « The Effectiveness of Hiring Credits », *Review of Economic Studies*, vol. 86, n° 2, sur le dispositif zéro charges, qui exonérait de cotisations patronales les embauches au niveau du SMIC. Une diminution de 1 % du coût du travail a entraîné un accroissement de 2 % de l'emploi au bout d'un an et l'impact sur l'emploi apparaît dès 3 mois.

<sup>21</sup> Pour une étude récente voir L'Horty Y., P. Martin et T. Mayer (2019) : « Baisses de charges : stop ou encore ? », *Note du CAE*, n° 49, janvier.



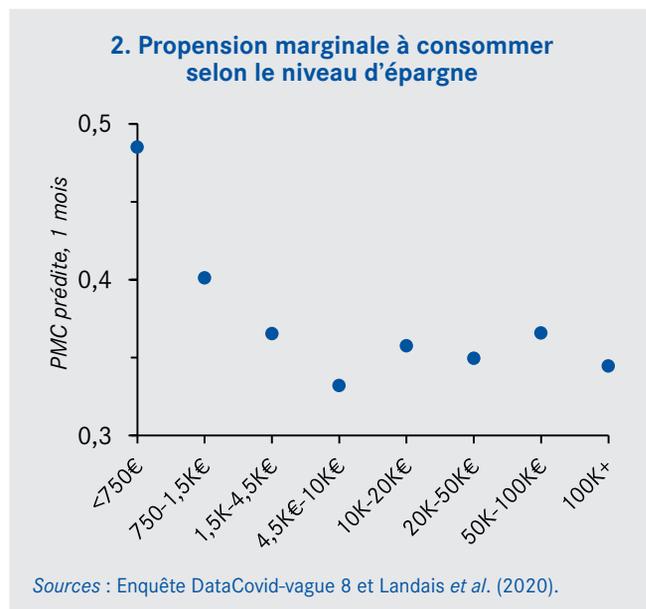
l'Éducation nationale fera face au problème des élèves qui ont décroché pendant le confinement. Ceux-ci pourraient utilement bénéficier d'heures de tutorat. Nous estimons le coût de ces emplois de tutorat sur un an autour de 3 milliards d'euros.

**Recommandation 4.** Proposer aux jeunes qualifiés à partir de septembre 2020 un contrat temporaire avec l'Éducation nationale pour faire du tutorat auprès des jeunes élèves qui ont décroché pendant le confinement.

Nous recommandons aussi de mobiliser les outils mis en place dans le cadre de la réforme de la formation professionnelle pour faciliter les mutations professionnelles. Cela doit être pensé dans le contexte d'une forte augmentation du chômage partiel.

#### Des soutiens ciblés au pouvoir d'achat

Les ménages modestes ont moins épargné pendant le confinement que les ménages plus aisés (voir plus haut) et ils seront davantage exposés au risque de chômage et de précarité. Ils ont aussi une propension marginale à consommer tout transfert plus élevée que les ménages plus aisés. Cela a été vérifié pendant cette crise par les résultats de la vague 8 de l'enquête DataCovid (graphique 2). Interrogés sur la part d'un transfert financier inattendu qui serait consommée dans le mois suivant cet apport, les ménages les plus modestes disent qu'ils en dépenseraient 50 % immédiatement alors que pour les ménages plus aisés cette propension se situe entre 35 et 40 %<sup>22</sup>.



<sup>22</sup> Les travaux empiriques montrent que les réponses à ce type de questionnaire sont cohérentes avec les comportements observés, voir Parker, J.A. et N.S. Souleles (2019) : « Reported Effects vs. Revealed Preference Estimates: Evidence from the Propensity to Spend Tax Rebates », *American Economic Review: Insights*, vol. 1, n° 3, décembre.

<sup>23</sup> Les travaux empiriques montrent qu'une expansion budgétaire a un impact positif sur l'investissement des entreprises, voir, par exemple, Romer C.D. et D.H. Rome (2010) : « The Macroeconomic Effects of Tax Changes: Estimates Based on a New Measure of Fiscal Shocks », *American Economic Review*, n° 100, juin, pp. 763-801.

Ainsi, à la fois pour des raisons sociales et économiques, nous considérons que des aides aux ménages modestes et précaires seront nécessaires et efficaces :

- des aides ciblées comme le doublement de l'allocation de rentrée scolaire et une allocation supplémentaire pour les étudiants et les travailleurs précaires (4 milliards) ;
- un « bon d'achat » aux ménages modestes sous forme de chèques à dépenser avant 2021, qui pourraient être ciblés sur des biens et services labellisés en accord avec les objectifs de transition environnementale. Le panier doit être assez large pour mettre en concurrence les biens « verts » entre eux et réduire ainsi le risque que cette subvention n'induisse une augmentation de prix (2 milliards).

**Recommandation 5.** Soutenir le pouvoir d'achat des ménages modestes par des transferts ciblés et des bons d'achat de biens et services en accord avec la transition environnementale.

Si la dynamique positive de consommation continue, un soutien additionnel ne sera pas utile. Notre commerce extérieur nous met aussi dans une situation très différente de l'Allemagne qui a pris une mesure de baisse de TVA. Cependant la définition de plans contingents est utile dans l'environnement actuel. Si la consommation venait à fléchir, la question d'une baisse de TVA temporaire devrait être examinée. La nature temporaire de la baisse (nécessaire afin d'avancer les décisions d'achat) pose cependant la question de la crédibilité de la remontée ultérieure et nous considérons donc qu'une telle baisse devrait être plus brève et plus prononcée qu'en Allemagne. À ce stade cependant, une telle mesure n'est pas appropriée à la situation française.

L'éventualité d'une aide à l'investissement des entreprises a aussi été débattue. En temps de crise, l'investissement privé est contraint par trois facteurs : la trésorerie, les perspectives de demande et l'incertitude. Le PGE, les aides fiscales et sectorielles, les mesures anti-faillites et la baisse des taux d'intérêt sont les bons instruments pour desserrer les contraintes financières. Un enjeu du plan de relance est qu'il soit suffisamment ambitieux et lisible pour rassurer sur les perspectives de demande<sup>23</sup> et pour réduire l'incertitude. En revanche, dans les mois qui viennent, le coût du capital sera un facteur très secondaire. C'est pourquoi une mesure de type suramortissement fiscal n'apparaît pas appropriée à court terme<sup>24</sup>. Elle pourra avoir plus de sens dans la phase de reconstruction pour guider l'investissement des entreprises vers les modes de travail, la transition écologique ou la robotisation.

## Réorienter la croissance

La crise sanitaire ne se résume pas au choc macroéconomique analysé dans la première partie. Elle induira certainement aussi un réexamen des priorités collectives et donc une mutation du régime de croissance des économies avancées qui s'était établi dans les années 1980. L'économie des années à venir devrait ainsi se caractériser par une exigence renforcée de décarbonation, un accent sur la souveraineté économique à l'échelle de l'Union européenne, une intensification de la numérisation de la société et un effort accru en faveur de la santé et des services qui contribuent au bien-être collectif.

Les trois premières de ces inflexions vont se traduire par une obsolescence accélérée du stock de capital existant, et elles appellent simultanément un investissement accru dans les technologies, les secteurs et les produits associés aux nouvelles priorités. Elles impliqueront donc un fléchissement du potentiel productif et sa reconstitution sur la base d'un nouvel investissement. L'effet sur la croissance sera ambigu, l'effet sur le bien-être sera passagèrement négatif. Des tâtonnements seront nécessaires pour effectuer une mutation d'une pareille ampleur. Dans un contexte d'extrême incertitude, il importe que la politique économique offre aux acteurs privés des repères clairs et crédibles afin que ceux-ci puissent former des anticipations stables et orienter leurs décisions d'investissement, car l'incertitude sur les politiques futures est en effet défavorable à l'investissement et induit un coût macroéconomique élevé<sup>25</sup>.

Cette observation prend tout son relief dans le contexte perturbé consécutif à la crise sanitaire. Un défaut de clarté sur les perspectives futures, que ce soit en raison de l'absence de consensus sur les instruments associés (comme pour la fiscalité carbone), ou en raison d'une formulation approximative des objectifs eux-mêmes (comme pour la souveraineté économique) serait macroéconomiquement pénalisant. En revanche une clarification des objectifs, des dispositions réglementaires et du cadre fiscal est de nature à favoriser des investissements à longue portée. Le « rendement de la clarté » est aujourd'hui élevé.

Une description détaillée des réglementations et des investissements nécessaires pour cette réorientation de la croissance dépasse le cadre de cette Note. Nous considérons cependant que la question de la rénovation des bâtiments publics ainsi que l'investissement dans l'université, la recherche et dans la santé devraient avoir une place centrale dans le plan d'investissement. Il faut cependant être clair : les investissements verts ne doivent pas être considérés comme

un élément de relance de l'emploi et de l'économie à court terme mais bien comme une transformation de long terme<sup>26</sup>.

## Quel montant ?

On peut maintenant estimer le soutien nécessaire à l'activité en partant des besoins ici mentionnés. Nous donnons les montants pour une période de 18 mois, couvrant la fin d'année 2020 et l'année 2021. Les mesures de court terme sont de 24 milliards : prime embauche (5 milliards), emplois de tutorat dans l'éducation nationale (3 milliards) pouvoir d'achat des ménages fragiles (6 milliards). Le bouclier anti-faillites dont le montant dépendra de l'évolution des entreprises devrait être budgété autour de 10 milliards. Le but de ces mesures est de gérer l'urgence économique et sociale.

Ensuite, les mesures pérennes de réorientation de la croissance à mettre en œuvre à court terme sont de 24 milliards. Il s'agit des dépenses publiques pour la transition énergétique (7 milliards sur un an), un plan pour l'université, la formation et la recherche de 3 milliards, une réduction des impôts de production de 4 milliards et, enfin, les 10 milliards additionnels pour le secteur de la santé qui sont déjà prévus.

Ce plan de soutien à l'activité et la transition énergétique représente donc de l'ordre de 2 points de PIB. Ce chiffre est cohérent avec l'objectif de fermer l'écart de production effectif (*output gap*) de l'ordre de 2 à 3 % à l'horizon d'un an et un multiplicateur budgétaire unitaire. Par ailleurs, il s'agit d'une impulsion budgétaire qui exclut les mesures de soutien à la liquidité.

La grande incertitude sur la situation économique amène en outre à considérer la possibilité d'un soutien additionnel en cas de menace de fléchissement de la reprise, dans le cadre de la stratégie contingente que nous privilégions.

**Recommandation 6.** Mettre en œuvre un plan de relance de l'ordre de 2 points de PIB sur dix-huit mois (hors mesures de liquidité et aides européennes), qui pourra être augmenté en cas de fléchissement de la dynamique de redressement.

## Financer l'effort de soutien

### Une forte augmentation de la dette publique

Les chocs macroéconomiques impriment toujours une trace persistante sur les finances publiques. Plus encore qu'au

<sup>24</sup> En 2009, les entreprises en France n'ont pas utilisé massivement la possibilité de suramortissement parce que celle-ci bénéficie surtout aux entreprises profitables. L'évaluation du suramortissement effectué aux États-Unis en 2009 montre aussi que son impact n'a concerné que les entreprises profitables, voir Zwick E. et J. Mahon (2017) : « Tax Policy and Heterogeneous Investment Behavior », *American Economic Review*, vol. 107, n° 1.

<sup>25</sup> Voir Fried S., K. Novan et W. Peterman (2020) : *The Macro Effects of Climate Policy Uncertainty*, Miméo, mars.

<sup>26</sup> Sur l'expérience américaine, voir, Popp D., F. Vona, G. Marin et Z. Chen (2020) : « The Employment Impact of Green Fiscal Push: Evidence from the American Recovery Act », *NBER Working Paper*, n° w27321.



début des années 1990 ou à la suite de la crise financière de 2008, le ratio de dette publique va subir une augmentation en marche d'escalier. En l'absence d'une seconde vague pandémique, les prévisions récentes (Banque de France, OCDE, FMI) situent le ratio de dette publique aux alentours de 120 % du PIB fin 2020 et sensiblement au même niveau fin 2021, compte tenu de la combinaison d'un déficit encore très élevé et d'un rebond de l'activité.

À plus long terme, la Cour des Comptes projette que le ratio de dette publique approcherait 100 % du PIB à horizon de dix ans en l'absence de dégradation persistante du potentiel productif, qu'il se stabiliserait au voisinage de 120 % du PIB en cas de recul limité (chiffré à 3 %, soit deux années de croissance), et qu'il continuerait d'augmenter en cas d'affaiblissement de la croissance potentielle.

Pour apprécier le niveau de l'endettement public, il est essentiellement fait référence depuis une trentaine d'années à la norme de 60 % du PIB fixée à la fin des années 1980 dans un protocole annexé au Traité de Maastricht. Cette norme est aujourd'hui obsolète : compte tenu des niveaux d'endettement projetés pour la zone euro, mais aussi d'un environnement de taux d'intérêt et de croissance sans rapport avec celui des années 1980, elle n'est plus une référence utile pour le guidage des politiques nationales. La crise pandémique impose définitivement une redéfinition en profondeur du cadre budgétaire européen. Faisant suite aux recommandations de nombreux économistes, l'*European Fiscal Board* a d'ailleurs commencé à s'y atteler<sup>27</sup>.

Ainsi, la stratégie budgétaire ne peut pas se borner à projeter une convergence graduelle vers un sentier conforme aux prescriptions du Pacte de stabilité et de croissance. Elle doit prendre en compte à la fois un contexte radicalement nouveau et l'ensemble des risques économiques et financiers auxquels la politique budgétaire doit parer.

### Un contexte persistant de faibles taux d'intérêt

Au début de juillet 2020, les taux nominaux sans risque sont inférieurs à zéro pour toutes les maturités inférieures à 20 ans et le taux moyen des OAT depuis le début de l'année est de -0,06 %. Les taux d'intérêt réels sont donc très clairement négatifs, et l'écart entre taux de croissance et taux d'intérêt réel est d'au moins deux points. Cette faiblesse des taux est un phénomène mondial qui affecte toutes les classes d'actifs et dont l'origine est bien antérieure<sup>28</sup> aux politiques d'assouplissement quantitatif mises en œuvre par les banques centrales (dont la contribution au niveau des taux longs a été

chiffrée par la Fed et la BCE aux alentours de 100 points de base)<sup>29</sup>.

Cette chute mondiale du rendement des actifs tient principalement à des facteurs structurels :

- augmentation de l'épargne en raison de la déformation du partage des revenus en faveur des entreprises, inégalités accrues de richesse entre ménages, vieillissement et, à l'échelle internationale, déformation de l'équilibre épargne-investissement avec des politiques d'accumulation de réserves mises en œuvre après la crise asiatique de 1997 et la résorption des déficits courants des pays d'Europe du Sud après la crise de la zone euro. Les États-Unis sont aujourd'hui le seul pays à maintenir un déficit extérieur d'ampleur ;
- baisse de la demande d'investissement, sous l'effet de la technologie (plus économe en capital), de la démographie (qui réduit la demande de capital résidentiel) et de la contraction des investissements publics.

Au total, les traits structurels de la baisse des taux d'intérêt laissent attendre sa persistance à moyen terme. Dans l'immédiat l'excès d'offre qui prévaut dans l'économie mondiale renforce le déséquilibre sur le marché de l'épargne et amplifie donc le phénomène. À moyen terme les besoins d'investissement accrus induits par la transition écologique ou l'augmentation des dettes publiques peuvent certainement conduire à des corrections. Mais ces phénomènes ne conduisent pas à envisager un scénario de remontée marquée des taux. La crise Covid-19 elle-même a amené les banques centrales des pays riches (par exemple, la BCE avec en particulier le *Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP) à augmenter massivement leurs programmes d'achat d'actifs, pour atteindre entre 15 et 23 % du PIB d'ici la fin de 2020<sup>30</sup>. Ces actions, plus importantes que pendant la crise financière de 2009, impliquent que par rapport à la situation avant Covid-19, la perspective d'une remontée des taux d'intérêt est encore davantage retardée.

La baisse des taux a eu un effet considérable sur les finances publiques européennes. Entre 1999 et 2019, la dette publique agrégée de la zone euro avait plus que doublé, mais la charge d'intérêt avait baissé de 2,5 points de PIB. En France aussi, la baisse des taux a plus que compensé l'augmentation de la dette. De 2009 à 2019, la charge d'intérêt a baissé de 1,1 point de PIB, en dépit d'une hausse sensible du ratio de dette, de 69 % du PIB début 2009 à 98 % début 2019. Ces évolutions ont été très mal prises en compte dans la préparation des programmes de stabilité et des lois de finances qui tablaient systématiquement sur une remontée rapide des taux longs, hypothèse régulièrement démentie par les faits.

<sup>27</sup> European Fiscal Board (2020) : *Assessment of the Fiscal Stance Appropriate for the Euro Area*, Rapport Commission européenne, 1<sup>er</sup> juillet.

<sup>28</sup> Jordà Ò., K. Knoll, D. Kuvshinov, M. Schularick et A. Taylor (2019) : « The Rate of Return on Everything, 1870-2015 », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 134, n° 3.

<sup>29</sup> Voir Eser F., W. Lemke, K. Nyholm, S. Radde et A.L. Vladu (2019) : « Tracing the Impact of the ECB's Asset Purchase Programme on the Yield Curve », *European Central Bank Working Paper Series*, n° 2293 et Ihrig J., E. Klee, C. Li, M. Wei, et J. Kachovec (2018) : « Expectations about the Federal Reserve's Balance Sheet and the Term Structure of Interest Rates », *International Journal of Central Banking*, vol. 14, n° 2, mars.

<sup>30</sup> Voir Cavallino P. et F. De Fiore (2020) : « Central Banks' Response to Covid-19 in Advanced Economies », *BIS Bulletin*, n° 21, juin.

C'est sur cette toile de fond qu'il convient de situer les risques. Le premier est évidemment celui d'un endettement public excessif. La littérature économique ne fournit pas de repère normatif stable qui permette de fixer un niveau optimal de dette. Dans une adresse présidentielle très remarquée à l'*American Economic Association*, Blanchard (2019)<sup>31</sup> a rappelé que dans un contexte où le taux d'intérêt ( $r$ ) est inférieur au taux de croissance de l'économie ( $g$ ) tout niveau de dette est soutenable, du moins en l'absence de choc négatif sur le solde budgétaire (récessions prolongées) ou sur l'endettement (sinistres bancaires, matérialisation de passifs contingents)<sup>32</sup>. Il a aussi montré que le maintien d'une dette publique élevée induisait probablement un coût macroéconomique, mais que celui-ci était faible.

Une diminution du taux d'intérêt abaisse le solde primaire requis pour stabiliser un ratio d'endettement donné et permet donc un endettement plus élevé. Ce solde primaire s'interprète comme l'excès des prélèvements sur la valeur des services et transferts fournis par la sphère publique auquel consentent les générations présentes. Il y a pour cette raison une limite d'économie politique à l'excédent du solde primaire : le consentement à l'impôt s'érode s'il n'est pas la contrepartie de consommations collectives ou individualisées dont les ménages bénéficient directement.

Certains risques, de probabilité faible, doivent néanmoins être pris en compte :

- risques de nouveaux chocs sur le niveau d'endettement consécutifs à des crises de diverse nature. Après avoir éprouvé successivement une crise financière et une crise sanitaire, on ne peut exclure que nous connaissions une crise environnementale ou géopolitique d'ampleur analogue, voire supérieure ;
- risque d'une contagion des doutes sur la solvabilité d'autres pays avancés. Ce risque prend une forme particulière en zone euro où l'expérience a montré que les souverains pouvaient faire face à des anticipations auto-réalisatrices d'insolvabilité et où les primes de risque sur la dette publique reflètent à la fois des anticipations de restructuration, et des anticipations de redénomination consécutive à une sortie de l'union monétaire ;
- risque d'une remontée des taux sous l'effet d'un retour des anticipations d'inflation, elle-même induite par la tentation de monétisation des dettes publiques.

Ces risques sont aujourd'hui très faibles, en particulier le dernier, mais ils doivent être pris en compte. Ils invitent à conserver des marges de précaution dans la gestion des

dettes publiques. En dépit de la mise en place d'instruments dédiés (lignes de crédit du MES, programmes d'assistance conditionnelle, dispositif OMT de la BCE), ces marges doivent être plus élevées en zone euro que dans les pays émettant dans leur monnaie nationale, dont la banque centrale peut intervenir de manière discrétionnaire pour bloquer les spéculations auto-réalisatrices.

### Les arbitrages essentiels

La politique budgétaire fait aujourd'hui face à des choix stratégiques de grande portée. Le premier a trait à la préservation du potentiel économique, le second à la question environnementale.

La question est aujourd'hui de savoir lequel des deux risques d'endettement excessif et d'affaissement du potentiel économique est le plus sérieux pour l'économie française et la soutenabilité des finances publiques. La stratégie budgétaire de réponse à la pandémie a jusqu'ici été fondée sur l'hypothèse qu'il valait mieux encourir le premier pour prévenir le second. Les simulations de la Cour des Comptes indiquent qu'une chute permanente du potentiel productif de trois points de PIB induite par le choc pandémique se traduirait toutes choses égales par ailleurs par un ratio de dette publique de quinze points plus élevé à l'horizon 2030. En d'autres termes, investir jusqu'à 5 milliards d'euros pour relever durablement le potentiel de croissance d'un milliard est à horizon de dix ans une opération positive pour les finances publiques. Investissements dans l'enseignement supérieur et la recherche, formation professionnelle, modernisation des infrastructures, maintien en activité d'entreprises viables menacées de faillite par le poids de leur dette, programmes de soutien à la numérisation : la liste est longue des actions qui peuvent satisfaire à un test de ce type<sup>33</sup>. Parce qu'elles préviennent une hystérèse du chômage ou des pertes de compétences et de technologies, des initiatives de stabilisation à court terme (transferts aux ménages, dépenses publiques sans impact direct sur le potentiel de croissance) sont également justifiées.

*A contrario* le risque d'affaissement économique est potentiellement très pénalisant pour les finances publiques. C'est ce qu'illustre une comparaison entre la France et l'Italie, dont le PIB par tête se situait en 2019 au même niveau qu'en 1999 : si la France avait enregistré sur cette même période la même séquence de soldes primaires que l'Italie, sa dette publique à fin 2019 aurait été de 36 % du PIB, au lieu de 98 %. Si l'endettement français ne dépasse pas le niveau italien, ce n'est pas

<sup>31</sup> Blanchard O. (2019) : « Public Debt and Low Interest Rates », *American Economic Review*, vol. 109, n° 4, avril, pp. 1197-1229.

<sup>32</sup> La variation de la dette publique en ratio du PIB  $d_t$  entre deux années  $t-1$  et  $t$  peut s'écrire en effet comme suit  $d_t - d_{t-1} = dp_t + d_{t-1} \frac{i_t - g_t}{1 + g_t}$  où  $dp_t$  est le déficit primaire en ratio du PIB,  $i_t$  le taux d'intérêt nominal et  $g_t$  le taux de croissance nominal de l'économie. Lorsque le taux d'intérêt  $i_t$  est inférieur au taux de croissance du PIB  $g_t$ , la dette en pourcentage du PIB peut donc être stabilisée même avec un déficit primaire ou peut être réduite avec un équilibre primaire nul. La raison est que dans ce cas l'impact des paiements d'intérêt ( $i_t d_{t-1}$ ) sur l'accroissement de la dette est plus que compensé par l'augmentation du PIB ( $g_t$ ), c'est-à-dire le dénominateur du ratio dette sur PIB  $d_t$ .

<sup>33</sup> Cet argument rejoint le plaidoyer de l'*European Fiscal Board* pour un effort d'investissement public dans les domaines favorables à la croissance potentielle.

en raison d'une plus grande rigueur budgétaire. C'est parce que nous avons mieux préservé notre potentiel économique.

Le deuxième arbitrage porte sur le choix entre dette financière et dette environnementale : mobiliser des ressources budgétaires pour financer un programme de réduction des émissions de gaz à effet de serre accroît la première mais réduit la seconde.

D'un point de vue socio-économique, ces investissements doivent être entrepris si leur valeur actualisée nette à long terme est positive, compte tenu des bénéfices collectifs qu'ils induisent et sur la base d'une trajectoire de prix du carbone cohérente avec les objectifs de l'Accord de Paris (et, au-delà, de neutralité climatique à l'horizon 2050). Pour les projets à très long terme (plus de 30 ans), il n'existe pas de marché des titres sans risque, le taux d'actualisation est bien supérieur aux taux d'intérêt de marché qui pourraient être pris en compte pour l'évaluation des projets. Ce choix conduit à évincer des projets et n'est pas économiquement cohérent avec les objectifs quantitatifs de réduction des émissions à horizon de trente ans. Il doit donc être révisé.

**Recommandation 7.** Réduire le taux d'actualisation en se basant les taux d'intérêt de marché pour évaluer les projets d'investissement dans la transition écologique.

Si la transition écologique s'appuyait sur une trajectoire de prix du carbone cohérente avec les objectifs quantitatifs, ce prix s'imposerait dans le calcul de la rentabilité socio-économique des projets. En l'absence d'une telle référence, l'alternative est de prendre appui sur une valeur tutélaire du carbone<sup>34</sup>, c'est-à-dire le prix fictif correspondant aux objectifs de réduction des émissions. Une telle méthode ne prend cependant pas en compte la soutenabilité des finances publiques. Dans ce contexte le financement par endettement des investissements pour la transition écologique doit s'analyser comme

un choix de répartition de leur charge entre les générations actuelles et les générations à venir. Ce choix, distinct de celui des investissements eux-mêmes, doit faire l'objet d'une décision explicite et être inscrit dans une loi de programmation.

## Allonger la maturité de la dette

Le risque d'une nette remontée des taux sur le coût de refinancement de la dette française apparaît très faible dans les cinq prochaines années. Au-delà, il demeure faible mais ne peut être exclu. Dans le contexte actuel de taux bas, l'État peut en partie s'assurer contre ce risque en augmentant progressivement la maturité de ses emprunts<sup>35</sup>. Il ne l'a pas fait jusqu'ici : la maturité moyenne des OAT émises n'a pas augmenté depuis cinq ans et se situe autour de 11 ans. Prendre cette assurance a certes un coût puisque l'État emprunte aujourd'hui à environ - 0,5 % à 5 ans, 0 % à 10 ans et 0,6 % à 30 ans. Du fait des taux très bas, même à long terme, le coût de cette assurance est cependant très faible<sup>36</sup>.

**Recommandation 8.** Pour s'assurer contre le risque de remontée des taux, allonger la maturité de la dette française.

Notre analyse de la situation nous conduit à privilégier les mesures qui, du côté de l'offre comme de la demande, répondent au risque immédiat d'affaiblissement économique. C'est la meilleure manière de rétablir notre potentiel de croissance à long terme et d'assurer l'équilibre des finances publiques. Cette stratégie implique qu'il ne faut pas reproduire l'erreur de 2011-2013 en procédant à un ajustement budgétaire trop précoce. Mais elle appelle aussi la reconstruction, avec nos partenaires européens, d'un cadre budgétaire qui comporte une ancre crédible de dette publique de moyen-long terme et serve de cadre à la maîtrise de nos finances publiques. ●

<sup>34</sup> Quinet A. (2019) : *La valeur de l'action pour le climat. Une valeur tutélaire du carbone pour évaluer les investissements et les politiques publiques*, Rapport France Stratégie.

<sup>35</sup> Un exemple est celui de l'Autriche qui a récemment émis une obligation à 100 ans avec un taux d'intérêt à 0,88 %.

<sup>36</sup> Un contre argument parfois avancé est que les achats de dette publique de la BCE ne se font que jusqu'à trente ans. Cependant, ces achats font baisser l'ensemble des taux et il n'existe pas de discontinuité après 30 ans.



**conseil d'analyse  
économique**

Le Conseil d'analyse économique, créé auprès du Premier ministre, a pour mission d'éclairer, par la confrontation des points de vue et des analyses de ses membres, les choix du Gouvernement en matière économique.

**Président délégué** Philippe Martin  
**Secrétaire générale** Hélène Paris

**Conseillers scientifiques**  
Hamza Bennani, Jean Beuve,  
Claudine Desrieux, Thomas Renault

**Ch. d'études/Économistes**  
Étienne Fize, Madeleine Péron,  
Loïc Baptiste Savatier

**Membres** Yann Algan, Emmanuelle Auriol,  
Stéphane Carcillo, Gabrielle Fack, Élise Huillery,  
Sébastien Jean, Camille Landais, Philippe Martin,  
Thierry Mayer, Anne Perrot, Thomas Philippon,  
Corinne Prost, Xavier Ragot, Katheline Schubert,  
Claudia Senik, Stefanie Stantcheva, Jean Tirole,  
Farid Toubal

**Correspondant**  
Dominique Bureau

**Les Notes du Conseil d'analyse économique**  
ISSN 2273-8525

**Directeur de la publication** Philippe Martin  
**Rédactrice en chef** Hélène Paris  
**Réalisation** Christine Carl

**Contact Presse** Christine Carl  
christine.carl@cae-eco.fr Tél. : 01 42 75 77 47