



Les économies française et européenne à l'épreuve de la Covid-19

Lettre adressée à
Monsieur le Président de la République,
Monsieur le Président du Sénat et
Monsieur le Président de l'Assemblée nationale

par
François Villeroy de Galhau,
gouverneur de la Banque de France

Juillet 2020



SOMMAIRE

SYNTHÈSE	3
1 L'URGENCE : FACE À UN CHOC D'UNE BRUTALITÉ SANS PRÉCÉDENT, MOBILISER UNE RÉPONSE MASSIVE ET GLOBALEMENT EFFICACE	4
1.1 UN CHOC IMPRÉVISIBLE D'UNE AMPLÉUR INÉDITE	4
Les conséquences pour les différents acteurs économiques	5
Des effets lourds pour tous les pays européens, mais avec des différences	6
1.2 DES RÉPONSES FORTES	7
L'action budgétaire : protéger les entreprises pour aider les ménages	7
L'action monétaire : un bouclier de liquidités pour l'économie, via les banques et les marchés	9
La Banque de France en particulier s'est mobilisée sur cinq fronts	9
2 MAINTENANT, RÉUSSIR LA RECONSTRUCTION AUTOUR DE LA CONFIANCE PRIVÉE ET DE LA COOPÉRATION DES POLITIQUES MACROÉCONOMIQUES	10
2.1 LE TRIANGLE DE CONFIANCE DES ACTEURS PRIVÉS : MÉNAGES, ENTREPRISES ET BANQUES	10
La confiance des ménages : une garantie fiscale et sociale, associée à une forte mobilisation pour la formation	10
Faciliter le travail	
La confiance des entreprises : réduire le soutien généralisé, mais cibler leur solvabilité	11
La confiance dans les banques : préserver leur solidité, pour un bon financement de l'économie	12
2.2 LA TRIPLE MOBILISATION DES POLITIQUES MACROÉCONOMIQUES	13
Une politique monétaire qui aidera, mais au nom de ses objectifs propres	13
Tout en restant dans le cadre de son mandat, la BCE a la capacité d'agir encore fortement face à la crise	
La nécessité de soutenir la reprise par des taux bas et des liquidités abondantes pendant longtemps	
Deux ancrés indispensables, et l'absence de remède miracle	
Une politique budgétaire nationale en trois temps	16
Une relance européenne innovante pour relever les défis du « monde d'après »	17
Une politique européenne qui doit viser la croissance potentielle et l'intégrité du marché unique	
Un plan de relance crédible	
L'Union de financement pour l'investissement et l'innovation	
La promotion du multilatéralisme	

Le choc Covid sur notre économie a été d'une brutalité sans précédent : après une plongée à - 32 % fin mars, la reprise s'est faite d'abord en « demi-V », avec une perte d'activité revenue à - 9 % dès fin juin, puis elle s'aplanirait progressivement en profil d'« aile d'oiseau ». Malgré ce rebond assuré, le chômage devrait connaître un pic temporaire l'an prochain, et l'économie française ne retrouverait son niveau d'avant-crise qu'en 2022. Ce choc mondial devrait être au total plus fort que celui de la crise financière de 2008-2009, mais moins marqué que la dépression des années 30.

La réaction des autorités publiques a heureusement été rapide : au prix d'un déficit historique, l'amortisseur public a joué massivement pour protéger les ménages et les PME. La France se caractérise par le succès des prêts garantis par l'État (PGE) et un haut niveau d'indemnisation du chômage partiel. Dès mars, la politique monétaire européenne s'est mobilisée pour procurer via les banques et les marchés un « bouclier de liquidités » : les taux d'intérêt en sont les plus bas du monde, les volumes quasi illimités en garantissent le bon financement de l'économie et des États. Ainsi, on a évité que la crise sanitaire et économique se double d'une crise financière.

Désormais, il faut passer de l'urgence à la reconstruction. Face à beaucoup d'inquiétudes et d'impatiences, qui poussent à toujours plus d'aides de circonstance, l'État ne peut pas tout faire, et ne doit pas faire seul. Plutôt que de trop attendre des seules politiques budgétaire ou monétaire, voire d'illusions sur l'annulation de la dette publique ou sa conversion en dette perpétuelle, nous pouvons collectivement construire une « France d'après » plus forte économiquement, à deux conditions exigeantes. La première passe par les acteurs privés, et un « triangle de confiance » pour les aider à se projeter vers l'avenir. La confiance des **ménages** est clé pour que leur épargne supplémentaire de 100 milliards d'euros soit déversée en consommation : elle requiert une garantie fiscale – stabilité d'ensemble des impôts –, sociale – avec l'assurance chômage –, et de formation. Face aux mutations de l'emploi, et contre les inégalités, il n'est pas de réformes plus efficaces en France que celles en faveur de l'apprentissage, de la formation professionnelle et de l'éducation. La confiance des **entreprises**, levier de leurs investissements, suppose une action renouvelée de simplifications, et de les accompagner dans leurs besoins de fonds propres post-choc. Les fonds

publics, à hauteur de 10 à 20 milliards d'euros, devront ici être sélectifs – il ne faut investir que dans des entreprises viables –, et partenariaux – avec des professionnels privés. La confiance enfin dans les banques est associée à leur solidité préservée.

L'autre pilier de la reconstruction, en appui des entreprises et des ménages, c'est le jeu coopératif de trois grandes politiques économiques, alors que l'Europe a trop l'habitude de la non-coordination. La **politique monétaire** doit rester indépendante, mais pourra aider fortement au nom de son mandat de stabilité des prix : face à un choc qui affaiblit encore l'inflation – attendue jusqu'en 2022 très en dessous de sa cible proche de 2 % –, l'Eurosystème maintiendra autant que nécessaire des taux très bas et des liquidités très abondantes. La banque centrale peut procurer du temps par sa création monétaire, mais pas augmenter les richesses. La **politique budgétaire nationale** a été massivement activée, et est en France proche de ses limites avec 120 % de dette publique fin 2020, soit un doublement en seulement vingt ans. À court terme, il faut privilégier les dépenses temporaires, et résister à la tentation toujours récurrente de baisses d'impôts permanentes non financées. Après 2022, si on cantonne pour une décennie la « dette Covid », il faudra d'autant plus commencer à diminuer la dette ordinaire en stabilisant enfin le volume de nos dépenses publiques. Reste la nouveauté décisive d'une vraie **politique budgétaire européenne**. Elle est indispensable face aux risques accrus de divergence Nord-Sud, et elle doit dépasser la négociation des répartitions entre pays pour permettre des avancées structurelles communes : des investissements dans les deux transitions climatique et digitale, et une taxation du carbone, appuyés sur le rétablissement du contrôle des aides d'État si on veut sauvegarder le marché unique. Face aux graves défaillances américaine et chinoise, une Europe plus unie peut aussi peser pour le multilatéralisme et les économies en développement, encore oubliées dans la crise.

Au milieu de tant d'incertitudes, une conviction doit nous habiter : nous pouvons surmonter ce choc. Et ce non par des expédients qui pèseraient encore sur l'avenir, mais par notre travail et des solutions tenaces et justes. C'est par la qualité de notre jeu collectif, de notre dialogue, en France comme en Europe, que nous pourrions retrouver confiance. Cette rude crise aura alors aussi été la chance de la transformation vers une économie plus innovante et plus durable.

Cette « Lettre » est traditionnellement l’occasion de revenir sur les grands défis du moment, et de formuler des recommandations de politique économique et monétaire. En 2019, elle avait marqué les vingt ans de l’euro. Cette année, elle est naturellement centrée sur la crise de la Covid-19. Pour sauver des vies, ont été prises partout des mesures de restriction drastiques qui ont ébranlé l’activité économique mondiale bien au-delà du choc sanitaire initial. Jamais en temps de paix une telle chute de l’activité n’avait été enregistrée. La photographie à fin juin 2020 confirme la brutalité du choc, tout comme l’ampleur sans précédent du soutien apporté (1). Mais il nous faut désormais passer de l’urgence à la reconstruction : celle-ci exige un « triangle de confiance » des acteurs privés et une mobilisation coordonnée des politiques publiques (2).

1

L’urgence : face à un choc d’une brutalité sans précédent, mobiliser une réponse massive et globalement efficace

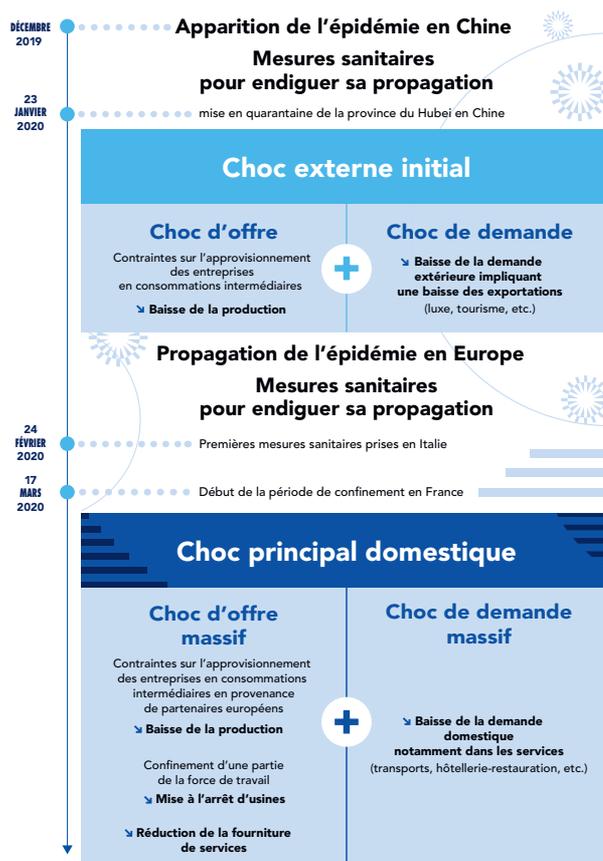
1.1 Un choc imprévisible d’une ampleur inédite

L’économie française a subi un choc imprévisible, d’une ampleur et d’une brutalité inédites. Ce qui était initialement un choc externe en provenance de Chine est devenu en quelques semaines un choc domestique massif qui a paralysé des pans entiers de notre économie pendant presque deux mois, à compter du 17 mars (cf. schéma 1). Ce qui était un choc d’offre est devenu aussi un choc de demande. Et ce qui était temporaire aura aussi des effets persistants.

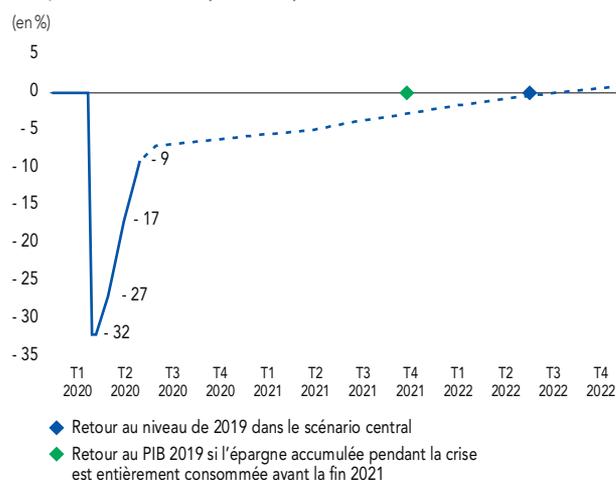
Au total, ces deux mois de confinement strict ont « coûté » à l’économie française environ 6 points de PIB annuel, avec des variations très fortes selon les secteurs : les services aux entreprises ont beaucoup moins souffert que ceux aux particuliers, dont en première ligne l’hébergement-restauration ; les industries agroalimentaires ou pharmaceutiques ont été peu touchées, contrairement à l’automobile ou l’aéronautique.

La deuxième phase, qui s’est ouverte le 11 mai, a été marquée par un redémarrage sensible de l’activité, perceptible dans nos enquêtes mensuelles de conjoncture (– 17 % de perte d’activité à fin mai, – 9 % à fin juin), et qui s’aplanirait progressivement en profil « d’aile d’oiseau » (cf. graphique 1). Cette phase intermédiaire de

Schéma 1 Comment la crise sanitaire s’est propagée à l’économie européenne



Graphique 1 Une reprise en profil d’aile d’oiseau



Source : Banque de France, projections macroéconomiques, juin 2020.

Encadré 1

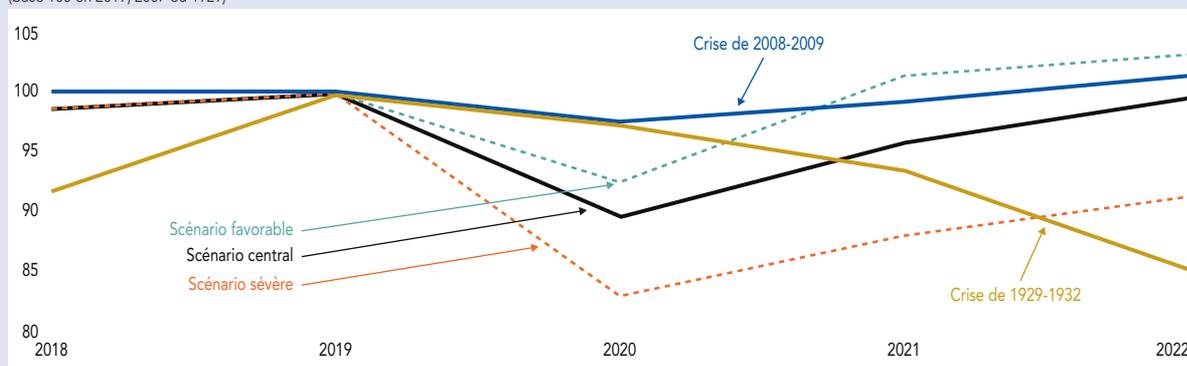
COMPARAISONS ENTRE LA CRISE ACTUELLE ET LES PRÉCÉDENTES CRISES

Le choc économique créé par la crise de la Covid-19 est singulier dans l'histoire économique de notre pays : il s'agit à la fois d'une crise profonde et très brutale (cf. graphique). Le PIB reculerait de 10 % en 2020 dans le scénario central, alors qu'il n'avait baissé que de 2,8 % en 2009, suite à la crise financière. Pendant la crise de 1929, il avait baissé de 15 % sur trois ans (entre 1929 et 1932). Pourtant, le rebond serait sensible en 2021 et 2022, du fait aussi des réponses de politique économique plus rapides et convergentes que lors des précédentes crises.

D'un point de vue strictement économique, la récession causée par la Covid-19 présente des similitudes, mais aussi des différences, avec une situation de guerre. Le choc est évidemment moins grave et moins long, mais la chute de la consommation et de l'investissement privé y est dans les deux cas brutale et massive tandis que l'épargne augmente significativement. Le déficit budgétaire et la dette publique s'accroissent fortement et la politique monétaire vise à assurer la stabilité financière et le financement de l'économie. Mais il n'y a heureusement pas dans ce choc assez court de destructions matérielles, en particulier sur le capital productif.

Comparaison avec les crises précédentes et scénarii de reprise

(base 100 en 2019, 2007 ou 1929)



Sources : Banque de France pour 2019 à 2022, Insee pour la crise de 2008, et Pierre Villa (1993), *Une analyse macroéconomique de la France au xx^e siècle*, CNRS Éditions, pour la crise de 1929.

redémarrage se traduirait par un coût pour l'économie française d'environ 4 points de PIB supplémentaires. D'après les prévisions de la Banque de France publiées le 9 juin ¹, l'activité économique devrait ainsi reculer de 10 % en 2020, avant de rebondir en 2021 (+ 7 %) et en 2022 (+ 4 %). Malgré ce rattrapage, la France ne retrouverait son niveau d'activité d'avant-crise que courant 2022. Deux scénarii alternatifs peuvent cependant être envisagés : i) un scénario favorable où une meilleure confiance des ménages les pousse à consommer leur épargne avec alors un retour à « l'avant-crise » d'ici fin 2021 ; et ii) un scénario sévère où les contraintes sanitaires resteraient durables face à la crainte d'une « deuxième vague ».

Les conséquences pour les différents acteurs économiques

Les **ménages** sont à ce stade relativement protégés avec une perte de revenu en moyenne limitée à 15 % du total en 2020 – dont une forte part pour les entrepreneurs individuels –, ce qui est très en deçà de leur poids dans le revenu disponible national (61 %). Cette situation globale ne doit bien sûr pas occulter la situation des ménages les

¹ Banque de France, *Projections macroéconomiques France*, juin 2020.

plus fragiles qui ont subi des pertes de revenus² justifiant un soutien public spécifique, qui devrait atteindre un milliard d'euros en 2020. Après avoir été amortie par le dispositif de chômage partiel, la détérioration du marché du travail serait néanmoins importante : selon nos prévisions, le **taux de chômage** pourrait connaître temporairement un pic supérieur à 11 % mi-2021, avant de diminuer ensuite sous les 10 % d'ici 2022. Le recul du pouvoir d'achat serait en moyenne limité en 2020 (- 0,5 %), du fait des indemnités et de la très faible inflation (+ 0,4 % seulement). En 2021 et 2022, le pouvoir d'achat croîtrait à nouveau, soit + 4 % par habitant au total sur cinq ans, depuis 2017. Globalement, la consommation des ménages aura reculé nettement plus que leur revenu pendant le confinement, conduisant à un **surcroît d'épargne ou « épargne forcée » significative** qui pourrait atteindre 100 milliards d'euros en 2020, soit une « réserve » de plus de 4 % du PIB, ou 8 % de la consommation des ménages.

Du côté des **entreprises**, le soutien massif en liquidité a déjà joué, mais des pertes non rattrapables de chiffres d'affaires auront dégradé la solvabilité de certaines entreprises. Au total, elles supporteraient en 2020 24 % du choc, soit plus que leur part du revenu national (13 %). L'**amortisseur public** a joué massivement et heureusement son rôle pendant la crise : en 2020, les administrations publiques supporteront environ 61 % du coût du choc. Le prix de cet amortisseur public sera une dette publique qui aura augmenté d'au moins 20 points de PIB, pour se situer à un niveau proche de 120 % fin 2020.

Des effets lourds pour tous les pays européens, mais avec des différences

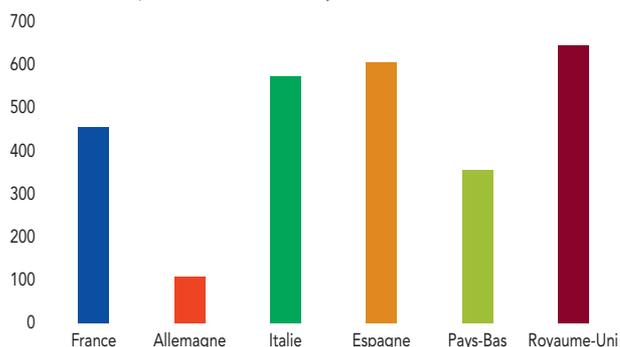
Le choc sanitaire a frappé de façon différenciée les pays européens ; mais le choc économique a été davantage symétrique, du fait de mesures de restriction finalement fortes partout.

Sur l'ensemble de l'année 2020, la récession serait généralisée en Europe (à - 8,7 % pour la zone euro) et dans le monde³, y compris aux États-Unis⁴ (- 6,5 %), dans un scénario central sans seconde vague. Les pays moins touchés en 2020 rebondiraient cependant moins en 2021 et 2022 : l'Allemagne ne devrait retrouver son niveau de PIB d'avant-crise que d'ici fin 2021, puis la France, avant l'Italie et l'Espagne. Des facteurs d'asymétrie, tels que la taille des différents plans de relance nationaux, pourraient accroître cependant les divergences entre les principaux pays de la zone euro. Ils justifient une réponse coordonnée à l'échelle européenne (cf. partie 2).

Graphique 2 Chocs sanitaire et économique en Europe

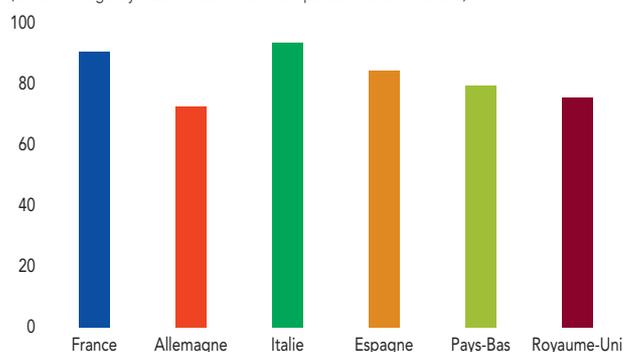
a) Le choc sanitaire

(Nombre de décès par million d'habitants, au 2 juillet 2020)



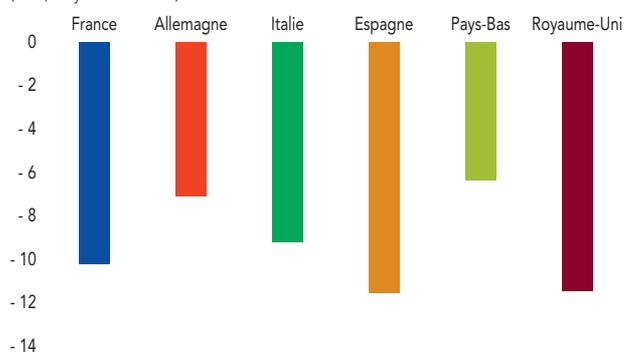
b) L'ampleur du confinement

(Oxford Stringency Index – valeur maximale pendant le confinement)



c) Le choc économique – récession 2020

(en %, moyenne annuelle)



Sources : a) Worldometers; b) University of Oxford; c) BCE Eurosysteme, projections, juin 2020; OCDE pour le Royaume-Uni.

1.2 Des réponses fortes

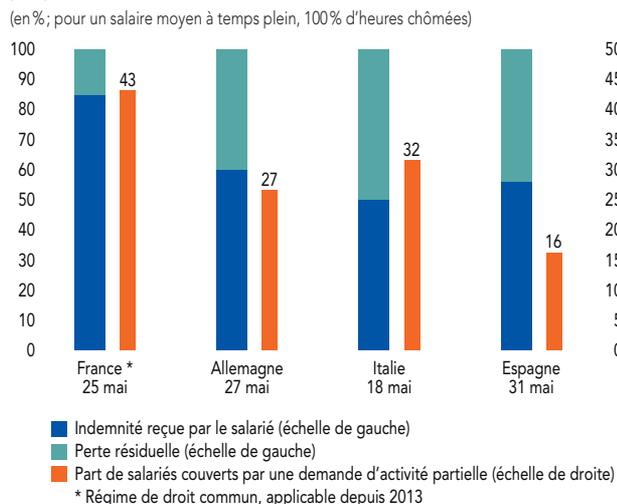
Face à cette crise sans précédent, et totalement imprévisible, des **réponses fortes, rapides et convergentes** ont été apportées pour endiguer les effets d'un choc économique sévère. Les leçons de 2008 ont été retenues. Rarement le consensus a été aussi fort sur le sens et l'ampleur des mesures à prendre, y compris parmi les économistes. En France, les pouvoirs publics ont ainsi construit un « bouclier de trésorerie » pour aider les entreprises de toute taille à traverser ce choc et protéger ainsi leurs salariés, fait à la fois de mesures budgétaires et monétaires sans précédent.

L'action budgétaire : protéger les entreprises pour aider les ménages

Le **volet budgétaire** mis en place par le gouvernement a d'abord reposé sur les reports d'échéances sociales et fiscales, le fonds de solidarité pour les indépendants, et surtout les mesures d'activité partielle. La France a su ainsi tirer les leçons du succès de l'Allemagne et de son « *Kurzarbeit* » en 2009⁵. Notre dispositif – un des plus généreux et coûteux d'Europe (cf. *graphique 3*) – a jusqu'à présent permis d'éviter ce qui s'est produit aux États-Unis, où 19,5 millions d'emplois ont été détruits en huit semaines. S'y sont ajoutés les prêts garantis par l'État (PGE) remboursables sur une durée d'un à six ans et pouvant couvrir jusqu'à un quart du chiffre d'affaires annuel. Ces PGE représentent à ce jour un succès sans équivalent en Europe à deux égards : par leur montant total (plus de 120 milliards d'euros prévisibles), comme par leur « ciblage » sur les TPE (pour 41 % des montants) et PME (34 %). À l'inverse, en Italie, en Grande-Bretagne et aux États-Unis les prêts bancaires garantis ont eu plus de difficultés à atteindre efficacement les PME-TPE.

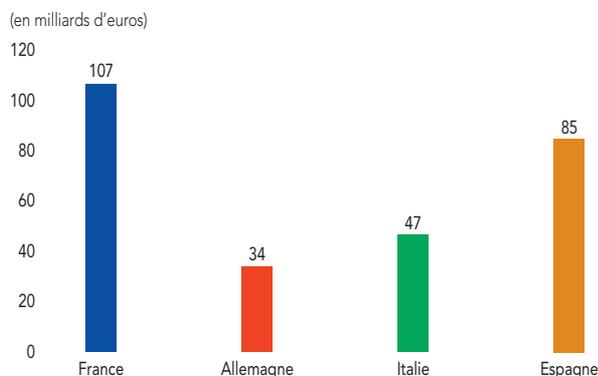
La comparaison de la taille globale des programmes entre pays européens est délicate, entre effets d'annonce et mesures non budgétaires (comme les garanties ou les simples reports de charges). L'Allemagne a clairement mobilisé davantage ses marges de manœuvre financières, qu'elle avait su reconstituer depuis la crise de 2009. Son effort budgétaire de soutien (en pourcentage du PIB) semble à ce stade environ deux fois supérieur à celui de l'Italie et de la France, et plus encore par rapport à l'Espagne. L'efficacité en est encore difficile à anticiper : en particulier, la baisse temporaire de TVA apparaît coûteuse et aux effets mal ciblés, entre importations, marges des entreprises et augmentation durable de la consommation. L'Allemagne a en outre affiché une capacité d'intervention de 100 milliards d'euros pour la prise de participations financières dans des entreprises stratégiques en difficulté (contre 45 milliards d'euros pour l'Italie, et 21 milliards d'euros pour la France).

Graphique 3 La France a une meilleure indemnité d'activité partielle reçue par le salarié, et la plus forte proportion de salariés couverts



Source : Banque de France, estimations basées sur les législations nationales et la comptabilité nationale.

Graphique 4 Montants accordés des prêts garantis par l'État, par pays



Sources : Ministère de l'Économie (France – 19 juin), Ministère des Finances/KfW (Allemagne – 31 mai), Ministère du développement économique (Italie – 26 juin), ICO (Espagne – 15 juin).

2 Cf. Albouy (V.) et Legleye (S.) (2020), « Conditions de vie pendant le confinement : des écarts selon le niveau de vie et la catégorie socioprofessionnelle », *Insee Focus*, n° 197, juin.

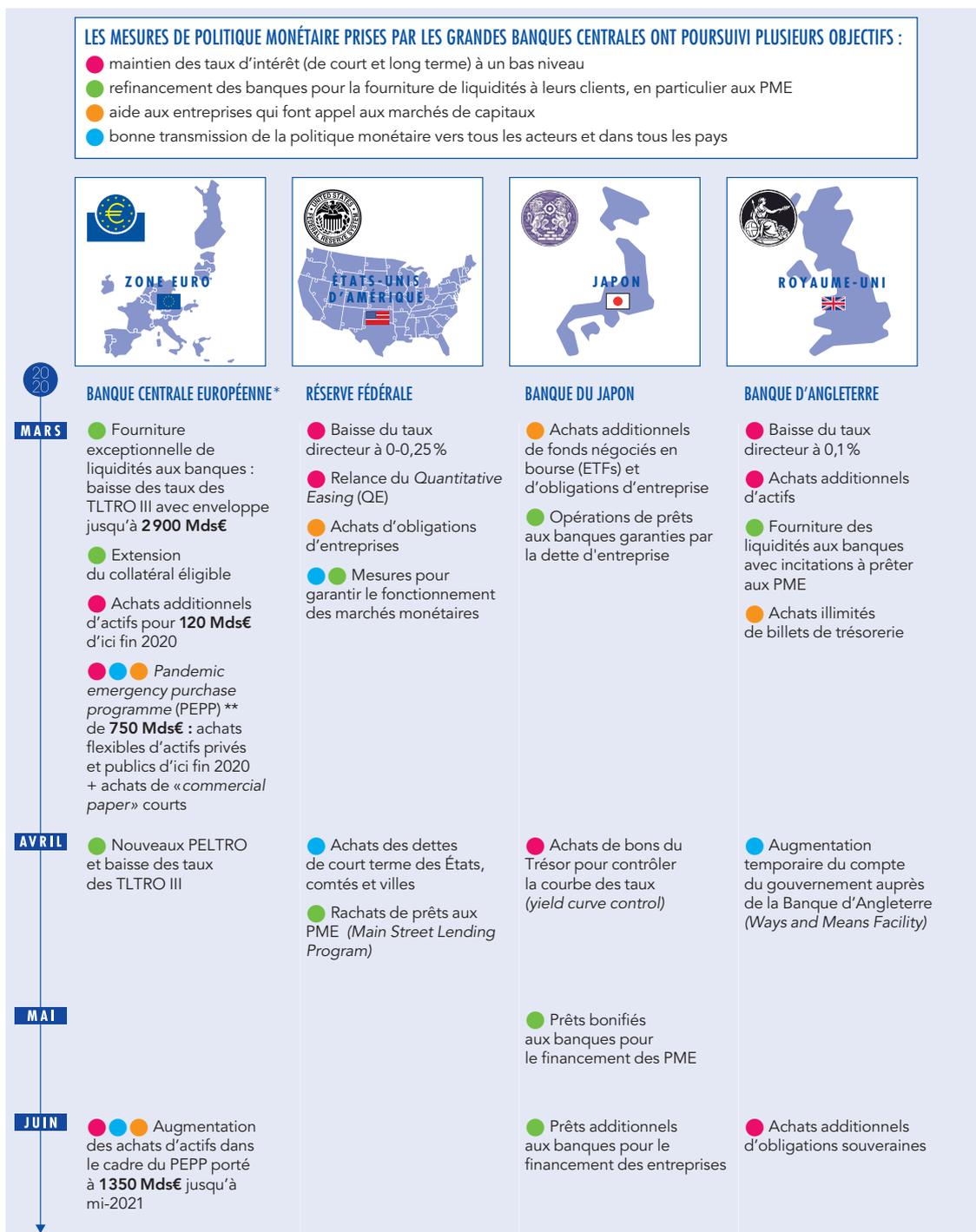
3 Les prévisions citées ici sont celles du BMPE (*Broad Macroeconomic Projection Exercise*) de la BCE de juin 2020, cohérentes avec les prévisions Banque de France.

4 Source : Réserve fédérale.

5 Dispositif de « temps réduit indemnisé » par l'assurance chômage et mis en place pour sauvegarder l'emploi.

Tableau 1 Principales mesures de politique monétaire décidées entre début mars et juin 2020

(en milliards d'euros)



* Les mesures de guidage des anticipations futures de taux (*forward guidance*) et le système de *tiering* restent en vigueur.
 ** Le programme PEPP a un impact sur les taux mais, grâce à sa flexibilité, son objectif premier reste le maintien d'un mécanisme de transmission monétaire unique.

Source : Banque de France.

L'action monétaire : un bouclier de liquidités pour l'économie, via les banques et les marchés

Partout dans le monde, les grandes banques centrales ont pris des mesures fortes pour assurer le financement de l'économie. Elles ont ainsi, dès mars et en une semaine, montré que les banques centrales ne sont jamais « à court de munitions », contrairement à des craintes antérieures. Il n'y a pas de limite théorique à la taille du bilan des banques centrales : c'est leur spécificité même.

La BCE a été parmi les pionnières à assurer des **liquidités immédiates, et quasi illimitées** pour soutenir les circuits de financement de tous les acteurs économiques : entreprises, États, et ménages. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a ainsi pris en deux réunions successives des décisions exceptionnelles. Le 12 mars, grâce au dispositif dit de « TLTRO III », il a mis à disposition des **banques** des prêts dont le montant pourra aller jusqu'à près de 3 000 milliards d'euros afin que celles-ci continuent à financer les entreprises, notamment les PME et les TPE. Les taux d'intérêt de ces refinancements sont les plus favorables au monde, fixés aujourd'hui à - 1 % pour les banques qui maintiennent au moins leurs encours de prêts. Le 18 mars, le Conseil a complété son action par l'adoption d'un « programme d'achats de titres face à l'urgence pandémique » (PEPP en anglais), totalement inédit, de 750 milliards d'euros au bénéfice des agents économiques qui se financent via les **marchés** : États et grandes entreprises. L'enveloppe du PEPP a été, lors de la réunion du 4 juin du Conseil des gouverneurs, portée à 1 350 milliards d'euros et les achats nets effectués au titre du PEPP ont été étendus au moins jusqu'à fin juin 2021.

Il n'y a pas eu de coordination formelle entre les grandes banques centrales, si ce n'est pour établir très rapidement des lignes de *swaps*⁶ qui ont évité l'assèchement de la liquidité internationale en dollars et plus marginalement en euros. Pour autant, la grande convergence des objectifs et des instruments monétaires adoptés partout en à peine quelques jours est frappante (cf. *tableau 1*).

La Banque de France en particulier s'est mobilisée sur cinq fronts

Face à cette crise, la Banque de France a immédiatement agi sur cinq fronts essentiels :

- elle a continué d'assurer par son Réseau l'accompagnement des ménages en difficulté et des entreprises, notamment les TPE et PME. La **Médiation nationale du crédit** a joué un rôle essentiel, grâce aussi à l'action des directeurs de la Banque de France dans chaque département. Sur le deuxième trimestre 2020, elle a traité près de 6 600 dossiers

– soit six fois plus que sur toute l'année 2019 –, dont une large majorité de TPE, avec un taux de succès de 55 % ;

- **l'approvisionnement en monnaie fiduciaire** a été assuré en permanence sur tout le territoire. Il a contribué à préserver la confiance dans la monnaie, qui est au cœur de nos missions de banque centrale. Les billets – qui ne sont porteurs d'aucun risque de contamination particulier – doivent à ce titre rester acceptés chez l'ensemble des commerçants ;
- la Banque de France a contribué, notamment à partir de ses enquêtes de conjoncture auprès de milliers d'entreprises, à la bonne **analyse des effets économiques de la crise**. Elle a activement aidé à définir la politique monétaire de l'Eurosystème, et à la mettre en œuvre au plan national ;
- notre **suivi des marchés financiers** et notre intervention opérationnelle ont été nettement intensifiés dès les fortes tensions de mars (cf. *encadré 2*) ;

Encadré 2

LES ACHATS DE *COMMERCIAL PAPER* DANS LE CADRE DU PEPP, UNE ILLUSTRATION DU RÔLE DE LA BANQUE DE FRANCE

La crise sanitaire avait très vite entraîné une quasi-paralysie du marché des titres de créance à court terme. En réaction, l'Eurosystème a étendu, dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP en anglais), ses achats fermes de titres aux titres courts émis par les entreprises, et notamment aux titres de créance négociables à court terme (moins d'un an) émis sur le marché du « *commercial paper* » (les NEU CP en France – *negotiable european commercial paper*). Compte tenu de son expertise sur le marché français des titres courts, la Banque de France a joué un rôle clé dans la définition des modalités techniques du programme d'achat de *commercial paper* et sa mise en place dès le 27 mars, en étroite interaction avec la BCE. Ce nouveau programme a permis d'offrir très rapidement une réponse aux besoins de trésorerie urgents et importants des entreprises françaises. À peine trois semaines après le lancement du programme, le volume des émissions a retrouvé un niveau comparable au début de l'année. Ces interventions ont également encouragé le retour progressif des investisseurs naturels sur ce marché, notamment les fonds d'investissement monétaires.

⁶ Accord conclu entre deux banques centrales en vue de procéder à un échange de devises (<https://www.ecb.europa.eu/explainers/>).

- enfin, **la surveillance de la santé financière des banques et des assurances** a été renforcée par l’Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR). Le secteur financier français a abordé la crise dans une position solide, grâce notamment aux réglementations dites de « Bâle 3 » pour les banques et « Solvabilité 2 » pour les assurances – pourtant si souvent critiquées jusque-là. Les banques françaises sont à ce stade au cœur des solutions, et non à l’origine d’une crise qui est d’abord sanitaire puis économique mais pas financière. Le superviseur européen et français a, dans l’esprit même des réglementations, encouragé l’utilisation de « coussins » et flexibilités contracycliques pour permettre aux banques d’absorber ce choc exceptionnel et maintenir leur capacité à financer l’économie réelle.

2

Maintenant, réussir la reconstruction autour de la confiance privée, et de la coopération des politiques macroéconomiques

Après le temps de l’urgence, vient maintenant celui de la sortie de crise. Avec une opinion publique et des acteurs économiques inquiets, il suscite beaucoup d’impatiences et de « bruit » poussant à toujours plus de plans sectoriels, et d’aides de circonstance. Pour le dire autrement, la forte présence – indispensable – de l’État et de la banque centrale pendant la phase d’urgence a pu créer une accoutumance : collectivement, nous attendons trop demain des seules politiques budgétaire et monétaire. L’État ne peut pas tout faire, et ne doit pas faire seul. Il peut même exister parfois la tentation des remèdes publics miracles : or la dette publique ne peut pas être annulée et est donc proche de ses limites ; la banque centrale peut procurer du temps par sa création monétaire, mais pas augmenter les richesses. Nous devons plus positivement reconstruire sur deux piliers :

- ce sont les acteurs privés – ménages et entreprises – qui détiennent la clé de la reconstruction (2.1), par leur confiance – qui est un levier central même s’il est moins mesurable –, par leur travail, par leur investissement productif ;
- pour autant, les autorités nationales et européennes peuvent venir en appui des acteurs privés si elles pratiquent un jeu coopératif inédit en Europe, et inscrit dans la durée (2.2).

C’est à ces conditions, exigeantes, que « la France d’après » pourra économiquement être plus forte que « la France d’avant » : alors, cette crise aura été aussi la chance d’une transformation dans le sens d’un travail rénové par la formation et les technologies numériques, d’une économie plus innovante et plus durable, de réponses européennes plus affirmées face aux tensions du monde.

2.1 Le triangle de confiance des acteurs privés : ménages, entreprises et banques

Il n’y a pas de croissance sans confiance. Et pas de confiance sans une « ré-assurance » de la sphère publique, qui peut désormais prendre la forme de trois « pactes de confiance » avec les grands acteurs privés : ménages, entreprises et banques.

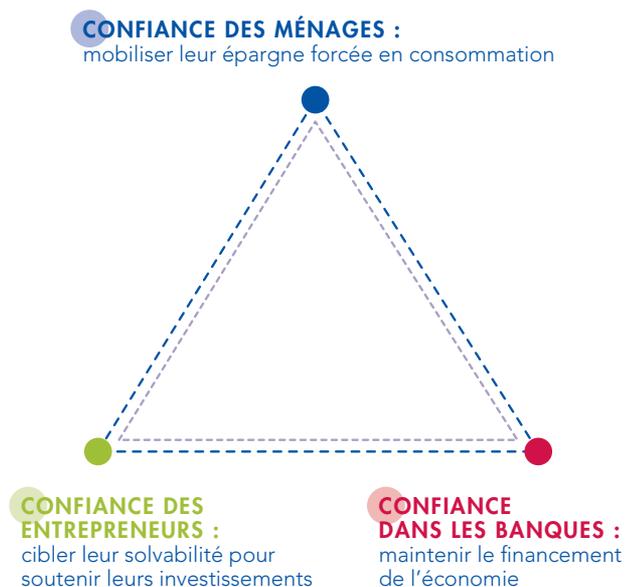
La confiance des ménages : une garantie fiscale et sociale, associée à une forte mobilisation pour la formation

Le premier levier de la sortie de crise est la confiance des ménages. À l’image de l’action menée par Roosevelt qui en 1933 avait su rétablir la confiance des Américains abîmée par les faillites bancaires, l’enjeu décisif est de relancer la demande des ménages qui disposent d’une réserve d’épargne substantielle (*cf. supra*).

La confiance des ménages repose sur l’amélioration de la situation sanitaire, mais également sur deux réassurances économiques. Le risque est en effet sérieux que l’épargne forcée du confinement devienne une épargne de précaution, nourrie par une double crainte : celle d’un resserrement fiscal prochain pour financer les déficits – ce que les économistes appellent une épargne « ricardienne » –, et celle, bien sûr, de la montée du chômage. Il faut donc d’abord écarter l’effet récessif de hausses d’impôts sur les ménages, et ne pas reproduire l’erreur, faite par un certain nombre de pays européens dont la France après la crise de 2011, de remonter trop rapidement les impôts, au risque d’étouffer la reprise. Il pourrait s’agir d’une **garantie de stabilité fiscale sur plusieurs années** : la France n’a par ailleurs pas les moyens de financer de nouvelles baisses d’impôts, après celles initiées ces dernières années.

Il faut ensuite rassurer sur le maintien d’une indemnisation chômage significative, couplée à un engagement de formation. Une insécurité sur les retraites futures risquerait aussi d’alimenter l’épargne de précaution.

Schéma 2 Le triangle de confiance des acteurs privés

**Faciliter le travail**

Répondre aux inquiétudes et limiter les inégalités, c'est aussi mieux préparer les Français au monde de demain et aux nouveaux métiers. Ce doit même être une exigence, en contrepartie des garanties sociales. La solution passe prioritairement par la formation professionnelle et l'apprentissage. De ce point de vue, les regards changent – enfin ! – sur l'apprentissage, et plus de jeunes l'an dernier (+ 16 %) ont opté pour cette forme d'enseignement. Mais il reste aujourd'hui moins de jeunes en apprentissage en France, Italie et Espagne réunies que dans la seule Allemagne. Sur la formation professionnelle, la mise en œuvre de la loi « Avenir Pro » votée en France en 2018 doit être résolument poursuivie.

Le dispositif d'activité partielle a été très large pendant la période de confinement (cf. partie 1). Pour autant, outre son coût budgétaire élevé (prévu à 31 milliards d'euros dans le projet de loi de finances rectificative pour 2020), une plus grande sélectivité semble désormais nécessaire pour accompagner la reprise de l'activité. Le dispositif dit de droit commun a d'ailleurs connu un premier ajustement début juin, et un deuxième est prévu début octobre. Un nouveau dispositif d'activité partielle de longue durée (APLD) est parallèlement mis en place : il sera plus généreux mais soumis à la signature d'un accord collectif de branche ou d'entreprise. Ceci ne devrait pas pour autant dans le cadre

de la négociation sociale, empêcher toute restructuration si la situation économique de l'entreprise le nécessite.

Pendant la période de hausse du chômage jusqu'à mi-2021, il faudrait accorder la priorité aux mesures visant à renforcer les compétences et accompagner les mobilités professionnelles (notamment pour les personnes dont les activités sont plus durablement affectées par la crise). En particulier, pour les jeunes arrivant sur le marché du travail, les dispositifs visant à encourager la poursuite des études, l'attractivité des stages et de l'apprentissage sont à privilégier. Des aides à l'embauche peuvent aussi être envisagées, à la condition qu'elles soient temporaires et bien ciblées.

La France, entre 2016 et 2019, a su créer un million d'emplois supplémentaires nets : après le choc exogène de la crise, notre pays doit retrouver le fil de ces progrès.

La confiance des entreprises : réduire le soutien généralisé, mais cibler leur solvabilité

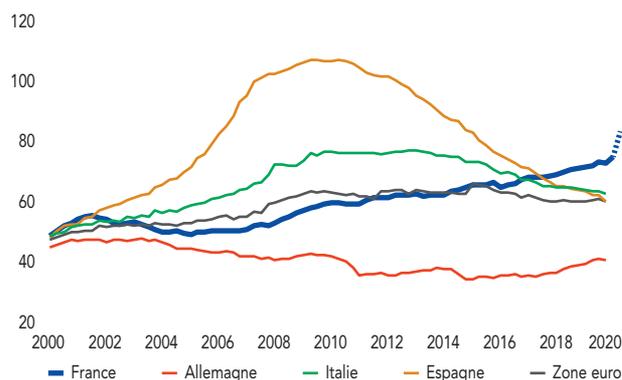
Les entreprises ont bénéficié à juste titre pendant la phase d'urgence d'un « bouclier de trésorerie » et d'une assistance généralisée, notamment par l'activité partielle. L'enjeu est maintenant de réorienter ces dispositifs vers un **investissement public sélectif** afin de soutenir durablement en fonds propres les entreprises viables qui auront été fragilisées par la crise, comme va le faire l'Allemagne. À défaut, leurs investissements en seraient fortement freinés, et par là toute la capacité de notre appareil productif à répondre aux défis technologiques et climatiques : la reconstruction n'est pas le redémarrage à l'identique. Elle impose d'innover, et pour cela d'en avoir la confiance par des fonds propres suffisants.

Selon les analyses de la Banque de France, les entreprises verraient leur endettement brut augmenter de près de 10 %. C'est la plus forte hausse d'Europe, alors que les entreprises françaises sont déjà plus endettées que la moyenne (cf. graphique 5). Cette hausse est cependant, à fin juin, compensée largement par des augmentations significatives de dépôts. Le besoin net de financement ne se creuserait donc que de façon moindre, à hauteur néanmoins d'environ 80 milliards d'euros.

Les bonnes réponses, en dehors des plans sectoriels et annulations de charges fiscales et sociales, pourraient passer par plusieurs voies. Un « carry-back » fiscal immédiat – imputation des déficits de 2020 sur les bénéfices antérieurs – a l'avantage d'être simple et réservé à des entreprises bénéficiaires avant la crise Covid et donc a priori viables.

Graphique 5 Dette consolidée des sociétés non financières

(en % du PIB)



Note : Pour la France, prévision à fin juin 2020 à partir des flux connus en avril et mai.

Sources : Banque de France et BCE.

Encadré 3

LES PRINCIPES DE QUASI-FONDS PROPRES PUBLICS

L'investissement public se ferait ici **sans droit de vote**, mais avec en contrepartie **une rémunération plus élevée**. La **sélectivité** est indispensable pour éviter de financer des entreprises « zombies », et à fonds massivement perdus. Il faudrait donc systématiquement un « ticket modérateur » d'investisseurs privés – un financement à 100 % public est la quasi-certitude de pertes – et une instruction par des acteurs spécialisés (fonds, Bpifrance) et non principalement par des décideurs administratifs ou politiques, y compris locaux. Il faut en outre demander une « viabilité durable », y compris sur les plans climatique et environnemental, social et de gouvernance (ESG) : l'effort public ne peut viser à conserver le monde d'hier.

La conversion des prêts garantis par l'État (PGE) en quasi-fonds propres aurait de grands risques de fonctionner au contraire en « antisélection » ou « autosélection » des entreprises les moins viables. Mieux vaut, plus simplement, allonger quand nécessaire la durée des PGE au-delà de l'année initiale, jusqu'à 6 ans au maximum. Une autre piste mal adaptée serait l'affectation de l'épargne forcée des ménages, alors même qu'il s'agit de fonds de retournement potentiellement très risqués.

La mesure, neutre pour les finances publiques dans la durée, avait eu en 2009 un effet de 5 milliards d'euros. Parallèlement, un apurement exceptionnel des retards de paiement de collectivités locales et des hôpitaux apporterait plusieurs milliards à la trésorerie des entreprises. Mais il faudra en outre des dispositifs **de quasi-fonds propres publics** : pour les entreprises cotées, l'État a déjà prévu la possibilité de nationalisations partielles et/ou temporaires. Pour le cas – massif – des TPE, PME et ETI, non cotées, beaucoup d'idées ont surgi : prêts participatifs avec soutien de l'État, obligations hybrides, actions à dividendes prioritaires, etc. Le besoin se situerait entre 10 et 20 milliards d'euros. Aucun instrument n'est à vrai dire idéal, et mieux vaut sans doute en expérimenter plusieurs en parallèle, avec pour tous quelques principes clairs de sélectivité (cf. encadré 3).

Il faudrait accompagner cet investissement public d'une accélération et d'une simplification des procédures de restructuration collective et de liquidation, dans l'esprit des dispositions en vigueur aux États-Unis, en prolongeant les progrès récents et en assurant leur mise en œuvre effective. Le rétablissement rapide des **règles du jeu européennes sur les aides d'État** a en outre, contrairement à une idée trop reçue, un intérêt évident au regard de la capacité d'intervention allemande, pour sauvegarder l'égalité de concurrence dans le marché unique.

La confiance des entrepreneurs suppose par ailleurs un effort massif de **simplifications**, y compris autant que possible des normes sanitaires qui pèsent sur la production. Mais plus largement notre pays devrait sortir de ce syndrome français qui compense (mal) toujours plus de règles, par toujours plus de crédits d'impôts ou d'aides coûteuses.

La confiance dans les banques : préserver leur solidité, pour un bon financement de l'économie

Acteurs essentiels du financement de notre économie, les banques françaises ont porté le bouclier de liquidités indispensable aux entreprises durant la phase aiguë de la crise. Leur situation est fin 2019 beaucoup plus favorable qu'en 2008 : leur ratio de capital (CET1) a plus que doublé, à 14,4 % contre 5,8 % ; leur ratio stress (LCR) est à 132 % nettement supérieur à 100 %.

Pour autant, il faudra suivre avec attention l'impact potentiel de la montée du risque de défaillance des entreprises sur la solidité financière des banques européennes. Celles-ci souffrent déjà d'une rentabilité structurelle deux fois

plus faible en moyenne que les banques américaines, et en conséquence d'une valorisation boursière très basse qui rendrait difficile la levée de capital privé additionnel. Le renforcement de la solvabilité des entreprises (cf. supra) est une bonne action de prévention en amont en faveur de la solidité des banques. Les risques « macroprudentiels » doivent enfin rester surveillés avec vigilance : ils tiennent notamment à la valorisation aujourd'hui élevée des marchés actions, et au secteur des fonds et « non-banques⁷ » moins régulé après 2009.

2.2 La triple mobilisation des politiques macroéconomiques

À côté de ce « triangle de confiance » privé, l'autre défi est d'assurer un jeu coopératif de qualité entre les trois politiques macroéconomiques publiques : la politique monétaire, la politique budgétaire nationale et la relance européenne. Tout en respectant l'autonomie de décision de chacune – à commencer par l'indépendance de la politique monétaire –, c'est un défi inédit dans une Europe qui a trop l'habitude de la non-coordination.

Une politique monétaire qui aidera, mais au nom de ses objectifs propres

Tout en restant dans le cadre de son mandat, la BCE a la capacité d'agir encore fortement face à la crise

Au-delà de l'urgence des premières semaines (cf. section 1.2), la politique monétaire de la BCE devra continuer à soutenir l'activité, au nom même de son mandat de stabilité des prix. La crise de la Covid a entraîné un choc économique sans précédent et l'évolution de l'environnement économique est entourée d'une extrême incertitude. À court et moyen terme, **le choc a des effets désinflationnistes**, notamment en raison de la chute de la demande et de la baisse du prix du pétrole. L'inflation est aujourd'hui très faible, à 0,1 % en juin en France et 0,3 % en zone euro, même si la mesure des prix pendant la période du confinement s'avère délicate (cf. encadré 4). Dans les différentes prévisions, l'inflation en zone euro ne devrait globalement pas dépasser 1 % au moins d'ici 2021.

Ces évolutions faibles des prix prolongent une décennie durant laquelle l'inflation est restée, à 1,3 % en moyenne, durablement en dessous de notre objectif « inférieur à, mais proche de 2 % ». Cet objectif d'inflation doit reposer sur trois caractéristiques, liées entre elles ; il doit être à la fois :

- **symétrique** : si la cible centrale est perçue comme un plafond, elle a moins de chance d'être atteinte. Et donc,

clairement, l'Eurosystème sera prêt à l'avenir à dépasser à certains moments le taux de 2 % ;

- **flexible** : l'Eurosystème ne peut garantir le taux de 2 % ni tout le temps, ni tout de suite ;
- **de moyen terme**. Cet objectif de moyen terme doit être considéré de deux manières : il est tourné vers le futur pour guider les anticipations d'inflation ; mais il ne peut aussi complètement ignorer le passé. Faut-il aller jusqu'à cibler une inflation **moyenne** proche de 2 % et donc compenser au moins temporairement, à compter du début de la crise, insuffisances et excès d'inflation dans le temps ? C'est une question ouverte, qui fera partie de la « revue stratégique » de la politique monétaire que la BCE reprendra à compter de septembre prochain.

La nécessité de soutenir la reprise par des taux bas et des liquidités abondantes pendant longtemps

Dans ce contexte, et afin d'atteindre son objectif d'inflation, l'Eurosystème a toujours été clair dans son engagement à assurer des conditions financières favorables dans l'ensemble de la zone euro. Pour atteindre l'objectif primaire de stabilité des prix, comme la présidente de la BCE l'a rappelé, « *la [bonne] transmission de la politique monétaire est aussi importante que la politique monétaire elle-même⁸* ». Cette transmission concerne tous les acteurs économiques, tous les canaux de financement et tous les pays.

Le volume du programme d'achats d'urgence pandémique (PEPP, 1 350 milliards d'euros) a frappé, mais sa plus grande innovation est sa flexibilité, notamment quant à son allocation entre pays. Alors que la crise risque d'avoir certains effets asymétriques, l'Eurosystème ne permettra pas qu'une dynamique de marché défavorable entraîne des hausses injustifiées de taux d'intérêt dans certains pays, et une fragmentation qui compromettrait la bonne transmission de la politique monétaire. Cette réactivité accrue est justifiée par le caractère même exceptionnel et temporaire du PEPP.

La reprise s'annonce hétérogène et graduelle, et il est difficile de mesurer le temps de retour à une nouvelle normalité ainsi que l'ampleur des pertes durables qui vont affecter la croissance potentielle. Mais pour remplir durablement son mandat de stabilité des prix, l'Eurosystème maintiendra

⁷ Banque de France, *Évaluation des risques du système financier français*, juin 2020.

⁸ C. Lagarde, interview à la presse européenne, 19 mai 2020.

Encadré 4

LA CRISE SANITAIRE, UN CHOC A PRIORI DÉINFLATIONNISTE

La crise sanitaire liée à la Covid-19 constitue un choc globalement désinflationniste pour l'économie française. En mai 2020, le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) total a été de 0,4 %, après 0,4 % en avril, 0,8 % en mars et 1,6 % en février. Ce mouvement est lié notamment à la baisse du prix du pétrole qui s'est répercutée aux carburants (- 20 % sur un an en mai 2020) mais la baisse de l'inflation a été observée aussi pour d'autres produits à l'exemple du secteur de l'habillement-chaussures (- 2,6 %). À l'inverse, certains produits – peu nombreux – ont connu une forte hausse de prix comme l'alimentation non transformée (légumes, fruits, viande), qui a augmenté de + 12 % sur un an. Pendant le confinement, la mesure de l'inflation a ainsi été fortement mais temporairement perturbée par la modification brutale de la structure des produits consommés par les ménages.

Pour les mois à venir, les pressions devraient rester désinflationnistes. Les coûts supplémentaires liés aux mesures sanitaires imposées aux activités commerciales (coiffeurs, garagistes, services de transports, etc.) pourraient ponctuellement contribuer à rehausser les prix. Mais la perspective d'une reprise seulement progressive de l'activité et de la dégradation du marché du travail devrait contribuer à maintenir globalement l'inflation à un niveau faible au cours des trimestres à venir.

Prévisions d'inflation pour la zone euro et la France

(en %)

	2020	2021	2022
Zone euro	0,3	0,8	1,3
France	0,4	0,5	0,9

Sources : BCE Eurosysteme, *Projections macroéconomiques pour la zone euro*, juin 2020; Banque de France, *Projections macroéconomiques France*, juin 2020.

aussi longtemps que nécessaire des taux d'intérêt très favorables, et des liquidités très abondantes; et il reste prêt à être aussi innovant que requis sur ses instruments.

Deux ancrs indispensables, et l'absence de remède miracle

Dans les Traités qui l'ont fondée, comme dans sa légitimité aux yeux des acteurs économiques et de l'opinion, l'action de la BCE repose sur deux ancrs liées : son mandat de stabilité des prix, et son indépendance. Elle n'est soumise ni aux gouvernements nationaux, ni aux pressions des marchés ou des modes du moment. C'est grâce à cette indépendance que la BCE peut apporter un soutien effectif à l'économie sans compromettre la confiance des citoyens (à 76 %⁹) dans l'euro.

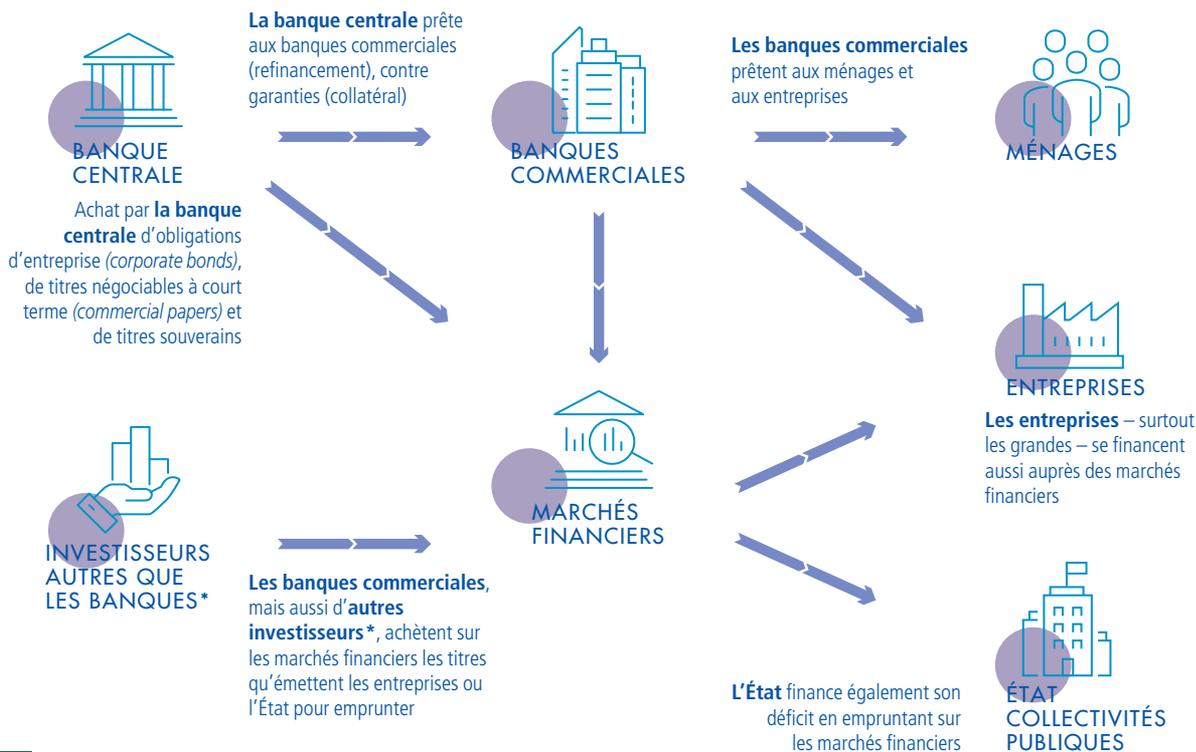
Depuis l'origine, ce mandat et cette indépendance n'empêchent en rien d'innover, et d'agir vite et fort. Au contraire, ils créent même les conditions d'une action efficace : selon plusieurs estimations globalement convergentes, sur la période entre 2014 et 2018¹⁰, les effets de la politique monétaire ont été d'augmenter la croissance de l'ordre de 2 à 2,5 points de pourcentage et l'inflation d'environ 1,5 point de pourcentage en cumulé en zone euro; les effets pour la France sont similaires. La zone euro avait créé plus de onze millions d'emplois entre 2013 et 2019, dont deux à trois millions proviennent des effets de la politique monétaire.

Cette efficacité de la politique monétaire peut laisser croire – à tort – qu'elle est toute-puissante. Certes, la spécificité d'une banque centrale est de pouvoir créer de la monnaie virtuellement sans limites : traditionnellement par l'impression de billets, mais dans une économie moderne plutôt par la création de « réserves », c'est-à-dire de la monnaie inscrite sur les comptes de dépôts que les banques commerciales détiennent auprès de la banque centrale (cf. schéma 3). **L'argent créé par les banques centrales n'est toutefois jamais « donné » définitivement** : il est **prêté** pour une durée limitée; et il va dans l'économie pour revenir *in fine* à la banque centrale.

Dans le contexte actuel d'augmentation inédite des dettes publiques, la tentation peut être forte de céder à la « domination budgétaire¹¹ » – ce que la recherche économique a qualifié de « *fiscal dominance* » –, où la banque centrale devrait obéir à un autre objectif : financer la dette publique. Cela peut prendre des formes différentes, dont deux fréquemment citées : l'annulation des dettes publiques détenues par la banque centrale, ou l'idée proche de leur conversion en dette perpétuelle.

L'annulation de dette signifierait le financement monétaire des déficits, dont l'interdiction est un pilier fondateur de l'accord de création de l'euro (cf. encadré 5).

Schéma 3 Acteurs et mécanismes du financement de l'économie



* Fonds, assurances, entreprises, particuliers, etc.

Mais si par hypothèse, la Banque de France annulait des dettes qu'elle détient (plus de 400 milliards de titres publics français, à fin mai 2020), elle constaterait une perte équivalente à son bilan, et le patrimoine collectif serait appauvri d'autant dans la mesure où l'État est son actionnaire unique. Par ailleurs, les dépôts des banques liés à cette création monétaire devront être rémunérés par la banque centrale. Ce n'est pas coûteux actuellement car le taux de rémunération des dépôts est négatif – comme celui de la dette – ; mais cela pourra le devenir lorsque ce taux redeviendra positif, ce qui coûtera autant qu'une dette à court terme. Et si, comme le laissent croire certains, la banque centrale s'engageait à ne jamais remonter ses taux d'intérêt, alors s'enclencherait une spirale inflationniste potentiellement incontrôlable, ce qui va clairement à l'encontre du mandat confié à l'Eurosystème et de l'intérêt des citoyens. Quant à la **dette perpétuelle**, les investisseurs demanderaient pour une dette sans espoir de remboursement des primes de risque et donc des taux d'intérêt élevés, beaucoup plus coûteux que la dette actuelle.

Ainsi, l'Eurosystème ne peut ni ne doit faire de miracle monétaire, ni juridiquement, ni surtout « fiduciairement » : tout soupçon de « domination budgétaire » donnerait lieu à une défiance monétaire, à une perte de confiance dans la valeur de la monnaie, comme observé par le passé (Hongrie, Autriche, Allemagne ou Pologne dans l'entre-deux-guerres, ou en Israël aux débuts des années 1980) et récemment dans certaines économies de marché émergentes (Argentine, Liban). À chaque fois que la monnaie est dévaluée, ce sont les plus démunis qui en souffrent le plus.

9 Commission européenne, *Eurobaromètre Standard*, automne 2019.

10 Voir notamment Rostagno (M.) *et al.* (2019), « A tale of two decades: the ECB's monetary policy at 20 », *Working Paper Series*, BCE, n° 2346, décembre, et Hartmann (P.) et Smets (F.) (2018), « The first twenty years of the European Central

Bank: monetary policy », *Working Paper Series*, BCE, n° 2219, décembre.

11 Sargent (T.) et Wallace (N.) (1981), « Some unpleasant monetarist arithmetic », *The Quarterly Review*, vol. 5, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Fall, p. 1-17.

Encadré 5

POURQUOI LA BCE NE PEUT-ELLE PAS FINANCER DIRECTEMENT LES ÉTATS ?

La BCE poursuit un mandat très clair qui lui a été confié par les Traités européens¹ : son principal objectif consiste à « maintenir la stabilité des prix », c'est-à-dire éviter des périodes prolongées d'inflation excessive – celles des après-guerres en Allemagne – ou de déflation – celle de la crise de 1929 – qui ont toujours des effets destructeurs sur l'économie. La stabilité des prix préserve le pouvoir d'achat des ménages; plus encore, elle renforce la confiance dans la valeur de la monnaie et ainsi la confiance des acteurs économiques dans toutes leurs décisions engageant l'avenir.

Ce mandat strict est la contrepartie de l'indépendance de la banque centrale : une autorité indépendante, en démocratie, doit s'en tenir au mandat reçu des représentants élus par les peuples. En maintenant des taux d'intérêt bas, en achetant des quantités importantes de titres souverains auprès des

investisseurs, l'Eurosystème va continuer cependant d'aider significativement les États. Mais il le fait en toute indépendance, et au nom de son propre objectif de stabilité des prix.

La BCE ne peut donc pas financer directement les États. D'un point de vue **juridique** d'abord, le « contrat de confiance » qu'ont passé entre eux les pays qui partagent l'euro comporte l'interdiction expresse pour la BCE de financer directement les États (article 123 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne). D'un point de vue **économique** ensuite, la quantité de monnaie mise en circulation ne peut pas être durablement déconnectée de la richesse produite; il pourrait notamment en résulter une inflation élevée qui détruirait l'épargne et ramènerait l'instabilité.

1 Cf. Article 127 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

Une politique budgétaire nationale en trois temps

Pour contrer les effets de la crise, la politique budgétaire a joué pleinement son rôle contracyclique. L'après-crise sera donc un défi pour les finances publiques, entre reprise rapide à préserver et soutenabilité durable à assurer. Pour ce faire, la politique budgétaire devra accompagner **les trois temps de la sortie de crise**.

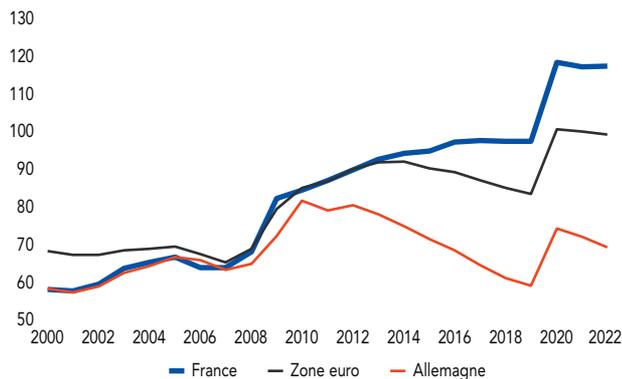
- En 2020, **réparer et contrer résolument la récession** grâce à des dépenses qui devront autant que possible rester **temporaires** voire réversibles. Ceci est particulièrement fondé face à la tentation toujours renouvelée de baisses d'impôts : la France n'en a pas aujourd'hui les moyens, et leur efficacité économique s'avère *ex-post* souvent décevante. Notre pays cède régulièrement aux délices du « concours Lépine fiscal », sans jamais passer par son préalable qu'est la maîtrise des dépenses. La promesse raisonnable – et nouvelle en France –, ce serait bien plutôt aujourd'hui celle de la stabilité fiscale, qui garantit réassurance aux ménages (*cf. supra*) et prévisibilité aux entreprises. Dans le contexte économique et financier actuel, le déficit total (attendu autour de 10 % en 2020) n'est pas insupportable **si** le déficit structurel est tenu.
- En 2021 et 2022, éviter un resserrement prématuré pour accompagner la reprise, mais sans prolonger les mesures exceptionnelles prises en 2020 pour répondre à la crise sanitaire.

- Après 2022, **gérer le désendettement public dans la durée**. Il est possible de distinguer i) une « dette Covid » (avoisinant 20 % du PIB) à cantonner à part puis à ne commencer à rembourser qu'après environ dix ans, à l'image de la dette Covid européenne et ii) une « dette ordinaire » (d'environ 100 % du PIB) à diminuer enfin. Le choc actuel rendra d'autant plus important d'avoir une politique à moyen terme de réduction de la dette clairement communiquée et assumée. Ceci passe par la meilleure efficacité de nos dépenses : la contrepartie à l'absence de hausse d'impôts – au cœur du pacte de confiance avec les ménages et les entreprises – devra être la maîtrise de nos dépenses publiques qui, à fin 2019, restent à plus de 55 % du PIB supérieures de plus de dix points de PIB à celles de nos voisins de la zone euro ayant pourtant un modèle social comparable.

Une poursuite de l'évolution des dépenses publiques primaires – hors charges d'intérêts – sur leur tendance antérieure (+ 1 % par an en volume entre 2010 et 2019) ne permettrait pas de réduire à long terme notre ratio de dette. Il est donc indispensable de viser une **stabilisation en volume des dépenses primaires** (à taux de prélèvements inchangés); elle permettrait en une dizaine d'années de ramener notre taux d'endettement « ordinaire » (hors Covid) à 80 % du PIB. Les effets multiplicateurs des dépenses sur la croissance potentielle de l'économie sont plus forts pour l'investissement public et les dépenses d'avenir comme l'éducation ou la recherche. À l'inverse, les salaires publics, les prestations sociales, et baisses d'impôts ont un multiplicateur plus modeste.

Graphique 6 Évolution des dettes publiques de la France, de l'Allemagne et de la zone euro depuis 2000

(en % du PIB)



Sources nationales pour France et Allemagne, et BCE pour zone euro.

C'est sur notre niveau de dette que se jouera *in fine* le statut de la France en Europe. En vingt ans, le poids de la dette française par rapport au PIB aura doublé, passant des 60 % prévus par le Traité – que notre pays respectait en 2000 – à 120 %. Lors de la crise de 2009, nous étions encore au même niveau que l'Allemagne. Mais depuis lors, la dette française a augmenté nettement plus vite (+ 36 % du PIB) que la moyenne de la zone euro.

La sagesse collective recommande donc de ne pas dépasser les 120 % ¹². À défaut, à mesure que notre dette progresserait plus vite que celle de l'Allemagne, la confiance des investisseurs diminuerait, et la France « glisserait » davantage vers le Sud de l'Europe.

Une relance européenne innovante pour relever les défis du « monde d'après »

La crise de la Covid-19 a fait subir au projet européen un « stress test » d'une ampleur inédite, et les risques de divergence accrue restent forts. Mais cette crise peut aussi être la chance de réponses européennes plus fortes face à ce monde incertain, bouleversé et peu coopératif.

Une politique européenne qui doit viser la croissance potentielle et l'intégrité du marché unique

Soutenir la croissance potentielle, qui risque de sortir diminuée de la crise, est un objectif commun à tous les pays européens. Face à un bouleversement aussi majeur que la crise de la Covid, l'investissement au niveau national atteindra inévitablement ses limites. Pour faire face au recul de l'investissement en 2020 et 2021, estimé à plus de 800 milliards d'euros ¹³, l'enjeu est de répondre à

nos priorités structurelles communes. La première est la **transition écologique**, qui ne doit absolument pas être une victime collatérale de la crise. La taxation carbone est généralement considérée comme l'instrument le plus efficace pour lutter contre le réchauffement climatique. La proposition de la Commission européenne, qui vise à renforcer le système européen du *trading* d'émissions par un ajustement aux frontières, mérite tout notre soutien. Une autre priorité est la **transition numérique**, qui sera encore davantage qu'avant le principal moteur de la productivité future.

Un plan de relance crédible

L'initiative franco-allemande du 18 mai dernier a représenté une avancée majeure pour la solidarité financière européenne. Reprise dans le projet de la Commission, la création d'un instrument d'endettement commun, doté d'une capacité de 750 milliards d'euros dont 500 milliards pour des dépenses budgétaires définitives, constitue le signal politique que les marchés attendaient de l'Allemagne, particulièrement après le jugement de la cour de Karlsruhe le 5 mai. Elle permet de rééquilibrer enfin le *policy-mix* européen : la politique monétaire n'en sera plus la seule composante, « *the only game in town* ».

Nonobstant ces avancées, qui restent sujettes à un accord des 27, la proposition de la Commission devra veiller à dépasser la simple répartition d'enveloppes nationales – plus de 90 % des 750 milliards d'euros de l'instrument de relance *Next Generation EU* s'inscrivent dans le cadre du pilier 1, celui de l'appui direct aux États membres – pour répondre à deux enjeux clés pour une reprise partagée :

- **inclure une véritable « valeur ajoutée européenne »**, grâce à des investissements additionnels et porteurs de répercussions **transfrontières** positives ;
- renforcer la part dédiée à **la solvabilité des entreprises européennes** qui reste trop limitée et pourrait être gérée par la Banque européenne d'investissement (BEI).

L'Union de financement pour l'investissement et l'innovation

La zone euro dispose en outre d'une ressource abondante : une épargne privée excédentaire par rapport à l'investissement, qui s'élevait à 360 milliards d'euros l'année dernière. Une meilleure allocation de cette épargne nécessite des

¹² Cour des comptes, *La situation et les perspectives des finances publiques*, juin 2020.

¹³ Proposition de plan de relance du 27 mai 2020 de la Commission européenne (<https://ec.europa.eu/commission/>).

canaux de financement transfrontières plus efficaces – l'épargne ne se trouve pas toujours là où le besoin d'investissement apparaît – ainsi qu'une « transformation » plus efficace : les instruments d'épargne privilégiés sont souvent à court terme et sûrs, tandis que les besoins de financement sont souvent à plus long terme et plus risqués.

Il faut combiner une Union bancaire plus efficace et une « Union des marchés de capitaux » pour constituer une véritable « Union de financement pour l'investissement et l'innovation ». Les gouvernements européens sont tous d'accord sur le principe, et la Commission est en train de finaliser encore son nouveau rapport ; mais à présent, il faut, enfin, passer des mots aux actes.

La promotion du multilatéralisme

Face à un choc sanitaire qui ne connaît pas de frontières, les mesures prises par les gouvernements et banques centrales ont été fortes mais non coordonnées. Plus encore, la sortie de crise est porteuse de tensions qui favorisent les comportements non coopératifs, singulièrement de la part tant de l'actuelle administration américaine, que des autorités chinoises emmurées dans leur propagande Covid. Les ruptures engendrées par la crise sanitaire accroissent encore la tentation de politiques protectionnistes. De fortes divergences de vues perdurent sur le « monde d'après », notamment sur la priorité à la lutte contre le changement climatique ou contre les inégalités. Enfin, malgré la mobilisation rapide du Fonds monétaire international (FMI) et de la Banque mondiale, l'aide apportée aux pays émergents et en développement (le FMI a pour le moment déboursé 83 milliards d'euros en réponse à la crise) reste sans commune mesure avec les plans de soutien des grandes économies : le stimulus budgétaire des pays du G20 s'élève à près de 5 000 milliards de dollars. Certes, le moratoire temporaire sur le service de la dette des pays les plus pauvres (35 milliards de dollars), a contribué à l'effort de solidarité internationale. Toutefois, faute d'accord américain, le FMI n'a pu augmenter ses allocations de droits de tirage spéciaux (DTS), ni suffisamment les ressources mises à disposition des pays en développement.

Dans ce contexte, l'Europe doit, avec le Canada et le Japon, se faire encore davantage le champion de la méthode multilatérale. À défaut, le virus aura été défait sur le plan sanitaire, mais il aura triomphé sur le plan économique et politique, en semant plus encore la division et l'appauvrissement collectif.

La pandémie qui a durement frappé notre pays aura remis en cause bien de nos certitudes. Une chose est sûre cependant : nous pouvons surmonter ce choc. Il nous faudra clairvoyance et ténacité pour ne pas céder à l'illusion des remèdes publics miracles. La reprise sera exigeante, et la sortie de crise nécessitera deux à trois ans pour rattraper l'essentiel des pertes économiques. Mais les solutions présentées ici sont à notre portée par notre travail à tous, et des efforts partagés avec justice. Nous devons maintenant viser un sens global de la stratégie de reprise. Sa lisibilité compte plus encore que la réactivité, pour aider entreprises et ménages à se projeter vers l'avenir. La clé est de restaurer la confiance. C'est par la qualité de notre jeu collectif, de notre dialogue en France mais également en Europe, que nous dépasserons cette rude épreuve.

François Villeroy de Galhau

* *



