

# ÉTUDE DE DOSSIER

Cadre de direction 2021

La pandémie de Covid-19 a créé une situation unique dans l'histoire récente, marquée par des mesures de confinement, des restrictions exceptionnelles à l'activité économique, la fermeture temporaire de certaines entreprises. Les États ont mené des politiques de soutien très fortes pour permettre à ces entreprises de faire face à cette altération temporaire de l'environnement économique et légal. « Nothing is more permanent than a temporary government program » - Milton Friedman.

À partir des documents ci-joints, vous répondrez aux questions suivantes :

1. Quelles sont les principales mesures adoptées par les autorités publiques pour soutenir l'économie durant la pandémie ?
2. Quel a été le rôle des interventions des banques centrales dans l'ensemble des mesures adoptées ? Quels sont selon vous les avantages et les inconvénients de la politique dite de la monnaie « hélicoptère » ?
3. Quelles conséquences à long terme peut-on anticiper pour les mesures adoptées, au niveau national, européen et mondial ?
4. Quels sont les risques liés à la sortie des politiques de crise ?
5. How the zombification of corporates can disrupt the recovery? (Réponse à rédiger en langue anglaise)

Les questions sont indépendantes ; nous vous recommandons toutefois de les traiter dans l'ordre. Il n'est pas nécessaire de recopier l'intitulé des questions.

## LISTE DES DOCUMENTS JOINTS

1. **Policy responses to Covid-19 (extract)**  
[www.imf.org](http://www.imf.org) – 10/06/2021 – 4 pages
2. **Aides aux entreprises : le débat monte sur l'absence de contreparties aux milliards du plan de relance**  
[www.lemonde.fr](http://www.lemonde.fr) – 05/09/2020 – 2 pages
3. **L'idée de la « monnaie hélicoptère » n'enchanté ni Bercy ni la Banque de France** – B. Vacher  
<https://argent.boursier.com> – 17/06/2021 – 2 pages
4. **Que peut encore faire la Banque centrale européenne ? (extrait)**  
[www.cae-eco.fr](http://www.cae-eco.fr) – Juin 2021 – 6 pages
5. **The rise in public debt caused by the COVID-19 crisis and the related challenges** – A. Gurria  
<https://read.oecd-ilibrary.org> – 27/05/2021 – 5 pages
6. **The Covid-19 crisis and the global economy: challenges and policy requirements**  
[www.g20-insights.org](http://www.g20-insights.org) – 29/11/2020 – 8 pages
7. **The role of monetary policy in worldwide solidarity in the face of Covid-19**  
[www.g20-insights.org](http://www.g20-insights.org) – 26/11/2020 – 8 pages
8. **Programme de stabilité 2021-2027 : sortie de crise et trajectoire des finances publiques**  
[www.vie-publique.fr](http://www.vie-publique.fr) – 21/04/2021 – 1 page
9. **« L'économie française accélère sur la route de la sortie de crise »**  
[www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr) – 14/06/2021 – 2 pages
10. **Sur les éventuelles conséquences à long terme de la crise de coronavirus pour l'économie et la politique monétaire** – Discours de Jens Weidmann  
[www.bundesbank.de](http://www.bundesbank.de) – 16/12/2020 – 7 pages
11. **Bercy présente son plan de sortie de crise pour les entreprises** – B. Madeline  
[www.lemonde.fr](http://www.lemonde.fr) – 01/06/2021 – 2 pages
12. **Les effets sectoriels de la crise du Covid-19 à l'horizon de la fin 2022** – A. Loublier  
[www.insee.fr](http://www.insee.fr) – 01/07/2021 – 4 pages
13. **À quoi reconnaître une entreprise zombie ? Pas facile en 2021** – M. Viennot  
[www.franceculture.fr](http://www.franceculture.fr) – 16/01/2021 – 4 pages
14. **Le choc de la Covid-19 et la crainte d'une zombification accélérée**  
<https://economic-research.bnpparibas.com> – Mars 2021 – 6 pages
15. **Thomas Piketty : « Que faire de la dette Covid-19 ? »** – T. Piketty  
[www.lemonde.fr](http://www.lemonde.fr) – 10/10/2020 – 2 pages

# Policy responses to Covid-19

## France

**Background.** The coronavirus has significantly affected France. The first confirmed COVID-19 case was reported on January 24, 2020. Infection levels remain high with recurrent surges, and a third wave of infections is currently underway. The government has introduced a range of containment measures since mid-March 2020, when the first nationwide lockdown was instated to reduce the spread of COVID-19. The French economy contracted by 5.9 percent in Q1-2020, compared to the previous quarter, and by 13.7 percent in Q2-2020. Activity rebounded strongly in Q3-2020, with GDP growing by 18.5 percent and fell again by 1.3 percent during the last quarter of 2020. Overall, France's GDP contracted by 8.3 percent in 2020. In 2021, the economy contracted by 0.1 percent during the first quarter compared to the previous quarter. Covid-19 vaccinations commenced on December 28, 2020, with over 26 million people vaccinated with at least one dose as of end-April 2021.

**Reopening of the economy and additional containment efforts.** France started to ease the first round of containment measures in mid-May 2020, beginning with the reopening of primary schools, shops, and industry, on a differentiated regional basis. Most major domestic restrictions associated with the first lockdown were lifted as of end-June 2020 (including travel restrictions). The resurgence of infections in August 2020 prompted the government to first apply regional night curfews, and, eventually a (partial) second lockdown at end-October 2020 with schools remaining open. After gradually lifting the second lockdown, keeping curfews and select restrictions in place, a third partial lockdown was introduced in March 2021, first regionally, and then extended nationwide. The reopening of the economy from the third lockdown commenced on May 2021, beginning with the reopening of schools and inter-regional travel, and most restrictions are expected to be relaxed by the end of June 2021. International travel restrictions for select countries are in place.

## FISCAL

- The authorities introduced four amending budget laws during March-November 2020 increasing the fiscal envelope devoted to addressing the crisis to about €180 billion (around 8 percent of GDP, including liquidity measures). This adds to a package of public guarantees of €327 ½ billion (close to 15 percent of GDP), including €315 billion in guarantees for bank loans and credit reinsurance schemes. Key fiscal support measures include (i) streamlining and boosting health insurance for the sick or their caregivers; (ii) increasing spending on health supplies; (iii) liquidity support through postponements of social security and tax payments for companies and accelerated refund of tax credits (e.g. CIT and VAT); (iv) support for wages of workers under the short-time work scheme; (v) direct financial support for affected microenterprises, liberal professions, and independent workers, as well as for low-income households; and (vi) postponement of rent and utility payments for affected microenterprises and SMEs; (viii) additional allocation for equity investments or nationalizations of companies in difficulty; (ix) facilitating granting of exceptional bonuses exempt from social security contributions; (x) extension of expiring unemployment benefits until the end of the lockdown and preservation of rights and benefits under the disability and active solidarity income schemes; and (xi) support measures for the hardest-hit sectors (e.g. including incentives to purchase greener vehicles and green investment support for the auto and aerospace sectors).

The 2021 budget included additional funding for emergency programs which was subsequently expanded amid ongoing containment measures (about 3 percent of GDP, including measures in an amendment law currently under discussion).

The 2021 budget also incorporated key elements of the fiscal package (“Plan de Relance”) announced in September 2020 to support the recovery of the French economy. The recovery plan includes measures amounting to about 100 billion euros over two years and focuses on the ecological transformation of the economy, increasing the competitiveness of French firms, and supporting social and territorial cohesion. About 40 billion of the plan is expected to be covered by grants from the EU Recovery Fund.

## MONETARY AND MACRO-FINANCIAL

- For monetary policy at the currency union level, please see Euro Area section.

Other measures include: (i) reducing the counter-cyclical bank capital buffer to 0 percent (an increase from 0.25 percent to 0.5 percent was to become effective by April); (ii) a temporary ban on short-selling stocks was placed until May 18, 2020; and (iii) credit mediation to support renegotiation of SMEs’ bank loans.

## EXCHANGE RATE AND BALANCE OF PAYMENTS

- No measures.

## **European Union/Euro Area**

### MONETARY AND MACRO-FINANCIAL

- At the onset of the pandemic the ECB decided to provide monetary policy support through (i) additional asset purchases of €120 billion until end-2020 under the existing program (APP), and (ii) temporary additional auctions of the full-allotment, fixed rate temporary liquidity facility at the deposit facility rate and more favorable terms on existing targeted longer-term refinancing operations (TLTRO-III) between June 2020 and June 2021, with interest rates that can go as low as 50 bp below the average deposit facility rate. The ECB introduced a new liquidity facility (PELTRO), which consists of a series of non-targeted Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations carried out with an interest rate that is 25bp below the average MRO rate prevailing over the life of the operation. The PELTROs commenced in May will mature in a staggered sequence between July and September 2021. The ECB also introduced an additional €750 billion asset purchase program of private and public sector securities (Pandemic Emergency Purchase Program, PEPP), initially through end-2020.

On June 4, 2020 the ECB announced further measures including an expanded range of eligible assets under the corporate sector purchase program (CSPP), and relaxation of collateral standards for Eurosystem refinancing operations (MROs, LTROs, TLTROs).

The ECB also announced a broad package of collateral easing measures for Eurosystem credit operations in early April 2020. These include a permanent collateral haircut reduction of 20 percent for non-marketable assets, and temporary measures for the duration of the PEPP (with a view to re-assess their effectiveness before the end of 2020) such as a reduction of collateral haircuts by 20 percent, an expansion of collateral eligibility to include Greek sovereign bonds as well as an expansion of the scope of so-called additional credit claims framework so that it may also include public sector-guaranteed loans to SMEs, self-employed individuals, and households. In a move to mitigate the impact of possible rating downgrades on collateral availability, on April 2020, the ECB also announced that it would grandfather until September 2021 the eligibility of marketable assets used as collateral in Eurosystem credit operations falling below current minimum credit quality requirements of “BBB-“ (“A-“ for asset-backed securities) as long as their rating remains at or above “BB” (“BB+” for asset-backed securities). Assets that fall below these minimum credit quality requirements will be subject to haircuts based on their actual ratings. On June 2020, the ECB set up the Eurosystem repo facility for central banks (EUREP) to provide precautionary euro repo lines to central banks outside the euro area, which complements existing bilateral swap and repo lines. The EUREP addresses possible euro liquidity needs in case of market dysfunction that might adversely impact the smooth transmission of ECB monetary policy. After an initial nine-month extension, EUREP was extended to March 2022.

On December 2020, the ECB Governing Council extended the duration and scale of several monetary policy instruments, reflecting a weaker inflation outlook. The recalibration of the ECB's instruments included: (i) increase in the Pandemic Emergency Purchase Program (PEPP) by €500 billion to €1,850 billion and extension of its duration by nine months to at least the end of March 2022 (from June 2021), (ii) modification of targeted longer-term refinancing operations (TLTRO-III) terms, including by extending the period over which banks can secure favorable terms through June 2022, increasing the borrowing limits, and announcing three additional operations to be conducted between June and December 2021, (iii) extension of the April 2020 collateral easing measures to June 2022, (iv) announcing four additional pandemic emergency longer-term refinancing operations (PELTROs) in 2021 to act as a liquidity backstop. On March 11, 2021, the Governing Council announced that purchases under the PEPP over 2021Q2 would be conducted at a significantly higher pace than during the first months of 2021 to preserve the favorable financial conditions.

The ECB Banking Supervision allowed significant institutions to use their capital conservation buffer and operate temporarily below the Pillar 2 Guidance (P2G) and the liquidity coverage ratio (LCR). In addition, new rules on the composition of capital to meet Pillar 2 Requirement (P2R) were front-loaded to release additional capital. The ECB considers that the appropriate release of the countercyclical capital buffer (CCyB) by the national macroprudential authorities will enhance its capital relief measures. In addition, the ECB Banking Supervision allowed banks under direct supervision (i.e., the largest banks) to exclude cash holdings and central bank reserves from the calculation of their leverage ratio until end-June 2021. The leverage ratio is currently not a prudential requirement for banks but will become mandatory next year. If further decided to exercise – on a temporary basis – flexibility in the classification requirements and expectations on loss provisioning for non-performing loans (NPLs) that are covered by public guarantees and COVID-19 related public moratoria; it also recommended that banks avoid pro-cyclical assumptions for the determination of loss provisions and opt for the IFRS9 transitional rules. The ECB Banking Supervision also provided some temporary capital relief for market risk by adjusting the prudential floor to banks' current minimum capital requirement.

On December 2020, the ECB Banking Supervision relaxed its recommendation that banks suspend dividend payments and share buybacks. The ECB had asked banks to cease all dividends and share buybacks to conserve €30 billion of capital in March, but with the new recommendation the region's strongest banks can now resume dividend payments until September 30, 2021, within strict limits if their capital buffers are sufficient to absorb expected loan losses. The recommendation will be reviewed in September 2021.

In June 2020, the European Parliament and the European Council adopted the "banking package", which was proposed by the European Commission on April 2020. The package provides targeted and exceptional legislative changes to the capital requirements regulation (CRR 2), including greater flexibility in the application of the EU's accounting and prudential rules, which are aimed at facilitating bank lending to support the economy.

The European Commission proposed on July 24 a Capital Markets Recovery Package with targeted adjustments to capital market rules, which aim to encourage greater investments in the economy, allow for the rapid re-capitalization of companies, and increase banks' capacity to finance the recovery.

On September 2020, the European Banking Authority (EBA) announced that its temporary guidance (April) emphasizing flexible provisioning for loans that have been granted debt repayment relief would lapse after end-September. Banks have been asked to reinstate their steady-state risk management and asset valuation processes. On December 2020, EBA reactivated its guidelines until March 31, 2021 to ensure that loans, which had previously not benefitted from moratoria, can now also benefit from them. The guidelines were amended and include two safeguards: (1) a 9-month eligibility limit on loans and the requirement for banks to submit plans that help avoid these exposures from becoming impaired.

On November 2020, the Eurogroup agreed to proceed with the ESM reform and introduced a common backstop for the SRF by early 2022, pending ratification of the amended ESM treaty by member states.

The European Commission published an action plan on non-performing loans (NPLs) on December 16, 2020, amid fears of rising NPLs. In its plan, the Commission proposes for instance a systemic risk exception under the current resolution framework (BRRD), which would enable member states to provide public support to otherwise solvent banks and national asset management companies (AMC) without burden sharing.

On December 2020, the European Securities and Markets Authority set guidelines for mitigating leverage risks of hedge funds. The agency published common criteria for assessing leverage risk as well as the design, calibration and implementation of leverage limits.

## EXCHANGE RATE AND BALANCE OF PAYMENTS

- No measures.

## Aides aux entreprises : le débat monte sur l'absence de contreparties aux milliards du plan de relance

**Opposition, syndicats et ONG déplorent que le plan ne fixe pas d'obligations pour les entreprises, en termes d'emploi et d'environnement.**

Faut-il imposer des contreparties directes aux entreprises, largement bénéficiaires du plan de relance du gouvernement ? Le débat est lancé. Sur les 100 milliards d'euros annoncés, jeudi 3 septembre, par le premier Ministre, Jean Castex, un tiers (34 milliards) est alloué à la compétitivité. Dont une baisse de 20 milliards d'euros -10 milliards en 2021, et autant en 2022- des impôts de production, revendication de longue date du patronat.

Or, si le plan de relance a pour principaux objectifs de lutter contre le chômage et d'accélérer la transition écologique, l'exécutif n'a pas assorti ces mesures de conditions fermes en matière d'emploi ou d'environnement. De quoi hérisser les syndicats, une partie de l'opposition et même de la majorité.

*« Au moment où l'État fait un effort sans précédent pour aider les entreprises, il paraît logique de leur demander des contreparties sur la répartition des richesses au sein de l'entreprise, estime le député La République en marche (LRM) de Moselle Ludovic Mendes. À celles qui reçoivent de l'argent public, on aurait pu, par exemple, demander de s'engager sur un plan de revalorisation des salaires sur cinq ou dix ans, ou les contraindre à former leurs salariés. »*

### « Les entreprises ne font pas d'efforts »

L'épisode du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) est dans toutes les têtes. Lancé en grande pompe en 2013 sous François Hollande, ce dispositif de soutien aux entreprises, d'un montant de 20 milliards d'euros par an, a été largement critiqué en raison de l'absence de contreparties demandées et du faible nombre d'emplois qu'il avait in fine permis de créer.

Un souvenir qui pousse l'ancien député socialiste rallié à la Macronie Stéphane Travert à exiger aujourd'hui davantage d'engagements de la part du patronat. *« J'essaie d'être cohérent. Je reprochais au CICE version Hollande l'absence de contrepartie des entreprises et le fait que l'on donne de l'argent public aux banques, à la grande distribution et pas aux coopératives. Dans le cas présent, je souhaite que l'État demande a minima des garanties pour le maintien dans l'emploi, la formation, les investissements »*, explique l' élu LRM de la Manche, ancien ministre de l'agriculture.

*« On a vu ce qui s'est passé avec Hollande et le CICE : le Medef avait promis un million d'emplois sur cinq ans et on ne les a jamais atteints ! »*, abonde Ludovic Mendes, qui appelle à instaurer une stratégie du « donnant-donnant ».

*« L'aide publique ne peut se faire sans conditions »*, dénoncent également plusieurs anciens députés macronistes, désormais membres du groupe Écologie Démocratie Solidarité (EDS) à l'Assemblée. Parmi eux, Matthieu Orphelin *« regrette que la baisse des impôts de production ne soit pas conditionnée à des engagements écologiques, sociaux, fiscaux et de relocalisation clairs pour les grandes entreprises »*. *« Les entreprises ne font pas d'efforts quand on ne régule pas*, renchérit Emilie Cariou, députée EDS de la Meuse et ex-LRM. *Rien ne prémunit contre des délocalisations et des licenciements. »*

Pour l'opposition socialiste non plus, le compte n'y est pas. Valérie Rabault, la présidente du groupe socialiste à l'Assemblée nationale, s'indigne que le mot « contrepartie » ne figure même pas dans l'énoncé du plan. *« C'est incroyable de voir l'État se mettre dans un tel état de faiblesse alors qu'il a la possibilité de fixer des objectifs à ce plan. Ce n'est pas une honte de demander des contreparties aux entreprises quand on leur verse des aides aussi conséquentes »*, réagit la députée du Tarn-et-Garonne.

Avant l'été, les parlementaires socialistes avaient déjà réclamé l'adoption d'un amendement -appelé « amendement Oxfam », du nom de l'ONG de solidarité internationale- exigeant des entreprises un engagement sur un plan de réduction de leur empreinte climatique et sur la biodiversité. Avec des conditions sociales -interdiction de versement des dividendes, créations d'emplois, égalité femmes-hommes-, ils souhaitaient que ces obligations soient de nouveau demandées aux grandes sociétés. « *C'est une occasion manquée par le gouvernement* », regrette Gabrielle Siry, porte-parole du Parti socialiste.

### « Sens des responsabilités »

Côté syndicats, Laurent Berger, le numéro un de la CFDT, se dit « *déçu* ». « *On ne peut pas leur faire un chèque en blanc, avertit-il. Cela va aussi bénéficier à des entreprises qui se portent bien, ce n'est pas anormal qu'on leur demande des aides supplémentaires.* » Pour le secrétaire général de la CFDT, il faut pouvoir vérifier que l'argent donné aux entreprises « *sert bien à la transition énergétique, au maintien ou au développement de l'emploi ou à la redistribution de la richesse produite* ». Dans un entretien au *Monde*, mardi, il proposait de donner la possibilité au comité social et économique (CSE) de contraindre le chef d'entreprise à revoir sa copie si les aides ne sont pas utilisées ainsi.

« *On dit "il faut faire confiance aux entreprises", mais le passé et le présent démontrent que ce n'est pas possible, renchérit Céline Verzeletti, une des dirigeantes de la CGT. Il faut que le gouvernement impose que celles qui perçoivent des aides publiques ne puissent pas licencier, faire un plan de restructuration ou verser des dividendes aux actionnaires.* »

Des critiques balayées par le patronat. Pour Geoffroy Roux de Bézieux, président du Medef, cette polémique « *est totalement inepte* ». La baisse des impôts de production « *ne porte que sur 10 milliards d'euros par an* ». « *La mise à l'arrêt obligatoire des entreprises pendant le confinement -pour de bonnes raisons- a coûté bien plus cher, juge-t-il. Essayer de conditionner les aides correspond à une vision centralisée de l'économie qui ne fonctionne plus.* »

Jeudi, Jean Castex en a appelé au « *sens des responsabilités de tous les acteurs* », en particulier les entreprises, en leur rappelant la nécessité qu'elles « *embauchent, à commencer par les jeunes* », et s'est défendu de faire des « *cadeaux fiscaux* » aux entreprises. « *La seule mesure qui ne fait pas l'objet de contreparties, ce sont les baisses des impôts de production* », a-t-il toutefois reconnu.

« *Nous voulons que les entreprises s'engagent, c'est normal, c'est un plan qui soutient les entreprises* », avait indiqué mercredi le ministre de l'économie, Bruno Le Maire. Celui-ci a évoqué la possibilité de fixer des contreparties, en accord avec le Parlement et les partenaires sociaux, dans trois domaines : l'environnement, la gouvernance et la participation des salariés aux résultats financiers de l'entreprise.

M. Le Maire a invité les parlementaires à « *travailler* » sur le sujet, en se disant prêt à reprendre certaines de leurs propositions. Les principales mesures devraient figurer dans le projet de loi de finances 2021, examiné à l'automne. « *Les groupes politiques tiennent à définir un certain nombre de contreparties. Nous le ferons ensemble* », a indiqué le ministre.

Le rapporteur du budget, le député LRM du Val-de-Marne Laurent Saint-Martin, pour sa part, n'a pas l'intention de présenter des amendements en ce sens. « *L'emploi ne se décrète pas, argue-t-il. On ne relance pas l'économie en conditionnant des investissements à un instant T.* »

« *On est dans une telle situation de crise que dans un premier temps, il faut soutenir les entreprises sans contreparties. Mais dans un second temps, si l'on s'aperçoit que les entreprises ne jouent pas le jeu, il faudra des mesures correctives* », conclut le député LRM du Doubs Frédéric Barbier.

Raphaëlle Besse Desmoulières  
Alexandre Lemarié  
Audrey Tonnelier  
Sylvia Zappi

## L'idée de la « monnaie hélicoptère » n'enchante ni Bercy ni la Banque de France

**La proposition de trois économistes de transférer directement de l'argent aux Européens via la BCE pour soutenir l'inflation a été balayée d'un revers de la main par Bruno Le Maire.**

**R**emise au goût du jour par les États-Unis, la « monnaie hélicoptère », une mesure de soutien économique non conventionnelle qui consiste à distribuer directement de l'argent aux citoyens, serait un bon instrument de « *dernier recours* » de la BCE pour porter l'inflation européenne, défendent un trio d'économistes français dans une note du Conseil d'analyse économique (CAE) publiée mercredi.

Mais cette proposition ne plaît ni au ministre français de l'Économie, ni au gouverneur de la Banque de France. Auditionné au Sénat hier, François Villeroy de Galhau a déclaré qu'elle « *ne nous paraît pas une bonne idée* », soulignant que la monnaie hélicoptère « *n'a jamais été appliquée, serait complexe en pratique* » à déployer, et obligerait la BCE à « *constater une perte massive* » qui « *remettrait en cause la confiance des Européens dans leur monnaie* ».

### « La manne de la Bible »

L'accueil réservé à cette option par Bruno Le Maire a été tout aussi défavorable : « *Tout ce qui laisse croire aux Français qu'il y a des solutions de facilité, qu'il y a de l'argent gratuit qui va tomber du ciel comme la manne de la Bible, tout ça, malheureusement, ne tient pas la route* », a-t-il indiqué ce jeudi matin sur le plateau de BFM Business.

Aux États-Unis, les ménages ont bénéficié par trois fois de ce coup de pouce dans le cadre des spectaculaires plans de relance de Trump et Biden. Mais contrairement aux Américains, « *nous avons des filets de protection sociale qui sont très forts* », a argué le ministre de l'Économie, soulignant que le pouvoir d'achat des Français -en dépit de la crise- s'était maintenu en 2020 et qu'il n'est donc pas « *nécessaire aujourd'hui de faire des chèques aux Français* ».

Le principe de « l'argent magique » est un débat de longue date parmi les économistes et la classe politique, et en tant qu'instrument « non conventionnel », celui-ci compte son lot de détracteurs, en particulier parmi les défenseurs de politiques budgétaires rigoristes, tels que nos voisins allemands.

### Un instrument de dernier recours à l'effort soutenable

Ce que sont loin d'ignorer les trois auteurs de cette note, Philippe Martin (Sciences Po, membre du CAE), Éric Monnet (école d'économie de Paris/EHESS) et Xavier Ragot (membre du CAE, Sciences Po, Observatoire français des conjonctures économiques), qui considèrent que l'effort financier demandé par cette mesure serait loin d'être insoutenable.

Puisque dans l'hypothèse d'un scénario « *extrême selon laquelle la Banque centrale devrait procéder à cinq vagues de monnaie hélicoptère au sein d'une courte période, son bilan augmenterait d'un montant maximum de 10 % du PIB, soit d'un niveau relativement faible par rapport à la taille de son bilan actuel (60 % du PIB)* ».

Pour ces spécialistes, la monnaie hélicoptère serait une solution de « *dernier recours* » qui ne « *devrait être rendue possible pour relancer l'inflation dans le cas où cette dernière demeurerait trop faible de manière persistante [et que] la reprise économique de la zone euro est insuffisante, moins vigoureuse que celle actuellement prédite* » (4,7 % en 2022, et 2,1 % en 2023).

Messieurs Martin, Monnet et Ragot dressent le constat que « *les instruments [de politique monétaire] actuels [tels que son Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP, NDLR] n'ont pas réussi à produire une inflation conforme à la cible* », proche, mais en-dessous des 2 %. Car bien que l'inflation européenne ait atteint 2 % le mois dernier, cette remontée apparaît « *remarquablement faible* » si l'on tient compte de l'effet de base de la crise sanitaire. Les dernières prévisions de la BCE, d'1,9 % en 2021, anticipent par ailleurs un nouveau décrochage à partir de l'année prochaine, tablant sur un taux d'inflation moyen égal à 1,5 % en 2022, puis de 1,4 % en 2023.

### **Effets collatéraux du QE**

« *Ces instruments ont été utiles et absolument nécessaires pour éviter la déflation* », reconnaissent-ils, mais ils ont à la fois échoué à atteindre leur objectif et ont produit « *des effets collatéraux qui posent question : l'accroissement des inégalités de patrimoine, l'achat d'actifs d'industries polluantes afin de respecter le principe de neutralité de marché, le traitement privilégié des dépôts des banques à la Banque centrale (tiering), et la dominance budgétaire due à la détention croissante de dette publique.* »

Si la reprise et l'inflation ne sont pas au rendez-vous, l'ajout de la monnaie hélicoptère à la politique monétaire, qui ferait mécaniquement baisser les inégalités de revenus et dont « *l'effet théorique sur l'inflation est mieux connu que celui du quantitative easing (QE), sans impact évident sur le prix des actifs, permettrait par ailleurs de limiter le recours aux QE avec leurs potentiels effets collatéraux* », défendent-ils.

### **Montants nécessaires**

Cette distribution de cash prendrait la forme d'un transfert direct de la BCE aux individus, et l'opération devrait être renouvelée tant que la cible d'inflation n'est pas atteinte.

Selon leurs estimations, dans le cadre d'une « première injection », un transfert monétaire équivalent à 1 % du PIB (d'un montant minimum de 335 € par personne) augmenterait le taux d'inflation de 0,5 point de pourcentage à l'horizon d'une année. Un transfert équivalent à 2 % du PIB le ferait porter d'1 point de pourcentage : il nécessiterait la distribution d'un minimum de 770 € par individu.

**Barbara Vacher**

# Que peut encore faire la Banque centrale européenne ?

Les notes du conseil d'analyse économique, n° 65, Juin 2021

**D**epuis 2015, le taux d'inflation en zone euro demeure largement en dessous de 2 %, la cible annoncée par la Banque centrale européenne (BCE). Et ce, alors même que la politique monétaire est extrêmement accommodante avec des taux d'intérêt en territoire négatif et un programme d'achats d'actifs sans précédent – encore augmenté depuis la crise du Covid-19. Ces instruments de politique monétaire ont été utiles et absolument nécessaires pour éviter la déflation mais peuvent-ils et doivent-ils être déployés encore plus largement ? Est-il nécessaire d'en concevoir de nouveaux ? Les instruments actuels n'ont pas réussi à produire une inflation conforme à la cible mais ont produit des effets collatéraux qui posent question : l'accroissement des inégalités de patrimoine, l'achat d'actifs d'industries polluantes afin de respecter le principe de neutralité de marché, le traitement privilégié des dépôts des banques à la Banque centrale (*tiering*), et la dominance budgétaire due à la détention croissante de dette publique. Cette dernière pourrait à terme mettre en danger l'indépendance de la BCE.

L'évaluation stratégique lancée par la BCE, qui devrait aboutir à l'automne 2021, est donc une initiative bienvenue pour proposer de nouveaux instruments et pour le faire sans tabou. Même si cette *Note* ne répond pas à toutes les questions posées par cette évaluation, son objectif est de participer à ce débat de manière constructive en se focalisant sur les instruments permettant d'atteindre la cible d'inflation de la BCE et envisager, le cas échéant, la coordination nécessaire avec la politique budgétaire. Dans ce cadre, nous considérons que la BCE devrait adopter une stratégie de communication visant à rendre crédible une approche symétrique de la cible d'inflation autour de 2 % et accepter que l'inflation puisse dépasser de manière

temporaire cette cible. La question qui se pose, particulièrement en zone euro, est celle des instruments à mettre en œuvre pour rendre crédible un tel engagement.

D'un point de vue opérationnel, la BCE n'a pratiquement aucune limite dans le cadre de son mandat, tant que ses opérations ne sont pas contradictoires avec la « libre concurrence » et ne constituent pas un financement « direct » ou « certain » des gouvernements. Elle devrait mettre en place une politique de communication claire sur sa volonté de dépasser temporairement – ou plus durablement comme entend le faire la Fed – sa cible d'inflation avec un calendrier plus explicite (ce que l'on nomme *forward guidance* dans le langage des banques centrales) et l'accompagner de mesures particulières de politique monétaire.

Parmi les nouveaux instruments possibles de politique monétaire, l'option communément nommée « monnaie hélicoptère » devrait être rendue possible pour relancer l'inflation dans le cas où cette dernière demeurerait trop faible de manière persistante. Sous la forme d'un transfert direct de la Banque centrale aux individus, renouvelé tant que la cible d'inflation n'est pas atteinte, il s'agirait d'un instrument efficace. En effet, les estimations économétriques, devant certes être considérées avec précaution, indiquent qu'un transfert monétaire équivalent à 1 % du PIB augmenterait le taux d'inflation de 0,5 point de pourcentage à l'horizon d'une année. Il devrait cependant rester un instrument de dernier ressort et parmi d'autres de la BCE. Ajouter cet instrument à la politique monétaire permettrait de limiter l'accroissement continu des programmes d'achats d'actifs avec leurs potentiels effets collatéraux. Pour être efficace et légitime, la monnaie hélicoptère ne pourrait se faire que dans un cadre de coordination entre politique monétaire et politique budgétaire.

(...)

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> EHESS et École d'économie de Paris (PSE) ; <sup>c</sup> OFCE, Sciences Po, membre du CAE.

## 1. L'annulation de la dette publique détenue par la BCE serait-elle bénéfique ?

Annuler la dette publique détenue par la BCE est une option à la fois inutile, potentiellement dangereuse et impossible dans les traités actuels. D'un point de vue juridique, une telle annulation entrerait clairement en conflit avec les Traités européens et la jurisprudence de la Cour de Justice de l'Union européenne puisqu'elle correspond à un transfert direct et certain à l'État. L'annulation de la dette publique détenue par la Banque centrale n'aurait en outre aucun d'impact sur le budget de l'État : le gain lié à la baisse des paiements d'intérêts (de la dette annulée) serait compensé par la perte de revenus d'intérêts que la Banque centrale reverse au gouvernement<sup>a</sup>. D'un point de vue macroéconomique, cette annulation n'aurait aucun effet direct : la dette officielle du gouvernement central serait transformée en dette de la Banque centrale. D'un point de vue purement comptable, elle ferait bien diminuer la valeur de la dette publique officielle au sens de Maastricht mais à quoi servirait cette diminution comptable ? Un argument avancé en faveur de l'annulation est que cette dernière permettrait à l'État de réinvestir. Autrement dit, l'État se rendrait auprès des marchés financiers du même montant que le montant annulé. Mais rien ne prouve que ce nouvel endettement puisse se faire à un taux d'intérêt plus favorable que dans la situation antérieure. En outre, si la dette publique détenue par la Banque centrale était annulée, il est probable que cela se fasse en contrepartie de conditions restrictives (sinon une interdiction) sur de futurs achats de dette publique par cette dernière. Cela priverait l'État de marges de manœuvre et ferait augmenter la prime de risque sur la dette publique.

<sup>a</sup> Blot C. et P. Hubert (2020) : « De la monétisation à l'annulation des dettes publiques, quels enjeux pour les banques centrales ? », *OFCE Policy Brief*, n° 80.

La monnaie hélicoptère, même si elle n'a jamais été mise en œuvre, est un instrument qui est considéré comme possible et intéressant, à la fois par les économistes (l'expression a été formulée par Milton Friedman) et les banquiers centraux<sup>33</sup>. Ainsi, Ben Bernanke, dans son discours intitulé « La déflation : faire en sorte que cela n'arrive pas ici » de 2002, la présentait comme une modalité d'injection des liquidités pour lutter contre la déflation<sup>34</sup>. Le *Geneva Report* de 2016, co-écrit par l'ancien gouverneur de la Banque centrale d'Irlande Patrick Honohan, ou encore une note d'anciens banquiers centraux, Bartsch *et al.* (2019)<sup>35</sup>, aboutissaient également à la conclusion selon laquelle la monnaie hélicoptère était une solution radicale à considérer si la *quantitative easing* et les taux négatifs ne permettaient pas aux banques centrales d'augmenter suffisamment l'inflation<sup>36</sup>.

## Objectifs et conditions de la politique de monnaie hélicoptère

Nous considérons la mise en place de la monnaie hélicoptère comme une stratégie contingente de relance de l'inflation<sup>37</sup>. Elle serait un instrument nécessaire dans plusieurs cas de figure :

- la reprise de l'économie de la zone euro est insuffisante, moins vigoureuse que celle actuellement pré-dite et ne permettant pas d'atteindre la cible d'inflation de la BCE. Ce pourrait être le cas par exemple si une partie importante de l'épargne accumulée par les ménages pendant la crise se transforme en épargne de précaution ;
- face à une telle situation qui se traduirait par un déficit persistant du côté de la demande mais qui pourrait avoir des conséquences néfastes du côté de l'offre :
  - le plan de relance européen n'est ni accéléré et ni renforcé ;
  - les gouvernements européens ne parviennent pas à se coordonner sur des plans de relance nationaux avec des engagements sur les dépenses.

Martin *et al.* (2020) proposent une stratégie qui vise à calibrer une réponse contingente de politique économique avec un objectif temporel en termes d'activité et d'emploi<sup>38</sup>. Cette stratégie nous paraît toujours la bonne. Elle a été réactualisée et précisée par Blanchard et Pisani-Ferry (2021)<sup>39</sup>. Ces auteurs la définissent pour la politique budgétaire et au niveau de la France. Notre logique est similaire mais dans le domaine monétaire et au niveau de la zone euro dans son ensemble. Avec le Plan Biden, les États-Unis se sont dotés d'objectifs et moyens ambitieux. Ce plan de relance ne peut être importé dans les mêmes modalités, mais l'on doit s'inspirer de l'objectif de ne pas accepter que la crise génère des stigmates permanents (en termes de productivité et d'emploi). Plus généralement, comme le précisait déjà Ball *et al.* (2016) *op. cit.*, un transfert direct aux ménages par la Banque centrale ne peut être mis en place et être pleinement efficace que s'il y a une coopération entre la politique monétaire et la politique budgétaire. Cette coopération doit toutefois reposer sur une distinction claire entre ce qui relève de chacune de ces politiques. Autrement dit, il est nécessaire de :

- mettre en avant que le but de la monnaie hélicoptère est bien un objectif de politique monétaire (la cible d'inflation) et que cet outil sera ajusté et interrompu en fonction de l'évolution de l'inflation ;
- expliquer, le cas échéant, pourquoi il est préférable et plus efficace de passer par cette voie plutôt que par un transfert du gouvernement aux ménages comme aux États-Unis (Plan Biden) ;

<sup>33</sup> Voir la synthèse de Bilbie F., A. Martin-Baillon et G. Saint-Paul (2021) : « L'hélicoptère monétaire : au-delà du mythe », *Opusculum du CEPREMAP*, n° 58.

<sup>34</sup> Bernanke B.S. (2002) : *Deflation. Making Sure "it" Doesn't Happen Here*, Discours devant le Club national des économistes, Washington.

<sup>35</sup> Voir Bartsch E., J. Boivin, S. Fischer et P. Hildebrand (2019) : « Dealing with the Next Downturn: From Unconventional Monetary Policy to Unprecedented Policy Coordination », *SUERF Policy Note*, n° 105. À la différence des auteurs, nous privilégions un transfert direct aux ménages plutôt qu'aux États, qui n'est pas compatible avec les traités européens.

<sup>36</sup> Ball L., J. Gagnon, P. Honohan et S. Krogstrup (2016) : *What Else Can Central Banks Do?*, CEPR Geneva Report.

<sup>37</sup> Une stratégie de monnaie hélicoptère en fonction du déficit d'inflation est aussi discutée aussi par Carré E., J. Couppey-Soubeyran, T. Lebrun et T. Renault (2020) : « Un 'drone monétaire' pour remettre la politique monétaire au service de tous », *Note Veblen*, 22 janvier.

<sup>38</sup> Martin P., J. Pisani-Ferry et X. Ragot (2020) : « Une stratégie économique face à la crise », *Note du CAE*, n° 57, juillet.

<sup>39</sup> Blanchard B. et J. Pisani-Ferry (2021) : *Une stratégie économique contingente pour la prochaine phase*, Le Grand Continent.

- faire en sorte que la politique budgétaire et fiscale ne contredise pas l'action de la Banque centrale.

Le transfert monétaire direct aux ménages est un puissant outil pour contrôler l'inflation, souligné par de nombreux travaux académiques<sup>40</sup>. Elle permet tout d'abord un transfert direct aux ménages ayant une propension élevée à consommer (comme les ménages non bancarisés). Le canal de la demande agrégée est donc particulièrement puissant par rapport à d'autres modalités de création monétaire, comme les achats de titres (*open market*). Ensuite, l'anticipation de transferts monétaires tant que la cible d'inflation n'est pas atteinte et la possibilité d'arrêter ces transferts si la probabilité d'un dépassement durable de la cible est élevée, conduit à ancrage des perspectives d'inflation. De ce fait, le canal des anticipations d'inflation est aussi puissant. Les travaux empiriques conduisent à mettre en avant ces deux canaux plutôt que le canal monétariste d'un lien mécanique entre la quantité de monnaie et l'inflation. Enfin, comme la proposition est d'utiliser ces transferts en cas d'inflation trop faible (et non dans la gestion normale du cycle économique), cela permet d'explicitier la stratégie contingente.

### Avantages de la politique de monnaie hélicoptère

Le premier avantage d'un transfert direct aux ménages par la Banque centrale concerne la communication de la Banque centrale. L'effet théorique sur l'inflation de la monnaie hélicoptère est mieux connu (voir *supra*) que celui du *quantitative easing* et plus facile à expliquer. Il est donc plus facile de défendre son caractère « proportionné » ainsi que d'annoncer une stratégie de sortie : la Banque centrale peut facilement mettre fin au programme en cas de retour de l'inflation, sans conséquences sur la gestion de la dette publique.

Un deuxième avantage tient au fait que les effets collatéraux en termes d'inégalités et sur le système financier sont moindres (et mieux connus et maîtrisés) que dans le cas du *quantitative easing*. Un transfert forfaitaire d'un montant égal à tous les individus fait mécaniquement baisser les inégalités de revenus (puisque les plus pauvres reçoivent plus en proportion de leur revenu). Il n'a pas d'impact évident sur les prix des actifs ni sur le profit des banques.

Troisièmement, suite au Plan Biden et l'envoi de chèques aux citoyens des États-Unis, il est nécessaire de justifier

pourquoi la Banque centrale serait en Europe plus efficace et légitime que les Trésors nationaux ou la Commission européenne pour mettre en place un transfert direct aux ménages. Sur le plan théorique, il est en effet équivalent que la Banque centrale apporte un soutien aux États (en achetant de la dette publique) et ces derniers effectuent le transfert, ou qu'elle effectue directement ce transfert (Renault et Savatier, 2021)<sup>41</sup>. Nous voyons trois principaux arguments qui justifient que, en Europe, le transfert aux ménages puisse être réalisé par la Banque centrale :

- certains pays européens n'ont pas actuellement la capacité budgétaire (*fiscal space*) pour le faire et le programme devrait donc intégralement être financé par l'achat de dette publique par la Banque centrale. Or la part de dette publique détenue par la Banque centrale est déjà beaucoup plus important en zone euro qu'aux États-Unis (25 % contre 15 %) ;
- il existe en zone euro un problème de coordination des plans nationaux de relance de la demande. En cas de déficit agrégé de la demande, la solution optimale de plans de relance coordonnés sera difficile à mettre en œuvre. Chaque pays peut en effet avoir intérêt à sous-calibrer son plan de relance pour bénéficier des effets de *spillovers* positifs des plans de relance de ses partenaires. À l'équilibre, ce phénomène de passager clandestin aboutit à ce que le déficit agrégé de demande n'est pas résorbé. Ce problème n'existe pas aux États-Unis qui peuvent décider d'une politique de relance au niveau fédéral. La BCE est la seule institution européenne qui a les moyens pour résoudre ce problème de coordination. Elle l'a montré lors de la crise de la zone euro ;
- contrairement à d'autres banques centrales comme celle des États-Unis par exemple, la BCE est très peu contrainte en termes d'instruments de politique monétaire. Comme plusieurs observateurs l'ont déjà fait remarquer, la BCE est ainsi la Banque centrale pour qui la politique de monnaie hélicoptère fait le plus sens<sup>42</sup> : alors que l'inflation y a été très basse par rapport à l'objectif affiché, la zone euro est très contrainte sur le plan budgétaire et beaucoup moins en termes d'instruments de politique monétaire.

Enfin, le contexte international se caractérise par une différence quantitative marquée entre les plans de relance américains et européens avec un regain possible de tensions protectionnistes. Celles-ci sont effet bien prédites (voir Delpuech *et al.*, 2021)<sup>43</sup> par les déséquilibres commerciaux

<sup>40</sup> Entre autres : Friedman M. (1969) : *The Optimum Quantity of Money, and Other Essays*, Aldline ; Buiter W.H. (2014) : « The Simple Analytics of Helicopter Money: Why it Wok , Always », *Economics e-Journal*, vol. 8, n° 2014-28 ; Gali J. (2020) : « The Effects of a Money-Financed Fiscal Stimulus », *Journal of Monetary Economics*, vol. 115, novembre ; Bilbiie F.O. et X. Ragot (2020) : « Optimal Monetary Policy and Liquidity with Heterogeneous Households », *Review of Economic Dynamics*, à paraître.

<sup>41</sup> Renault T. et B. Savatier (2021) : « Quel impact de la monnaie hélicoptère sur l'inflation », *Focus du CAE*, n° 063-2021, juin.

<sup>42</sup> Cohen-Setton J., C.G. Collins et J.E. Gagnon (2019) : « Priorities for Review of the ECB's Monetary Policy Strategy », *Monetary Dialogue Papers*, Parlement européen, décembre ; Blot C., J. Creel et P. Hubert, D. Gros, A. Capolongo, J. Cohen-Setton, C.G. Collins, J.E. Gagnon, K. Whelan et C.A. Hartwell (2019) : *Task Ahead: Review of the ECB's Monetary Policy Strategy. Compilation of Papers*, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies Directorate-General for Internal Policies, novembre.

<sup>43</sup> Delpuech S., É. Fize et P. Martin (2021) : « Trade Imbalances and the Rise of Protectionism », *Voxeu.org*, 12 février.



(bilatéraux et multilatéraux) eux-mêmes en partie générés par les écarts de politiques budgétaires ainsi que par les variations de taux de change réel. Dans ce contexte, la perspective d'un *policy mix* avec une politique budgétaire plus restrictive en zone euro qui devrait être compensé par une politique plus expansionniste de la BCE *via* une amplification du *Quantitative Easing* (QE) est risquée. Il est probable qu'un tel *policy mix* en effet génère une dépréciation de l'euro et une aggravation des déséquilibres commerciaux. Outre-Atlantique, la politique monétaire de la BCE serait interprétée comme une politique de « chacun pour soi », c'est-à-dire générant un effet indirect (*spillover*) négatif pour les États-Unis, et la politique budgétaire serait interprétée comme une politique de « passager clandestin » (*free rider*) c'est-à-dire que l'Europe profiterait de la politique budgétaire expansionniste américaine sans suffisamment contribuer à la relance de la demande mondiale. Si on interprète la monnaie hélicoptère comme la conjonction de politiques monétaire et budgétaire expansionnistes, on peut conclure qu'elle ne devrait pas (ou dans une moindre mesure que le QE) générer une dépréciation de l'euro. Ce sera d'autant plus le cas si elle permet aux marchés d'anticiper une normalisation plus rapide des taux d'intérêt en raison de son effet sur l'inflation. On peut aussi conclure qu'une politique de monnaie hélicoptère réduirait l'excédent commercial de la zone euro puisque l'augmentation de demande se traduirait par une augmentation des importations.

### La monnaie hélicoptère en pratique

La forme du transfert monétaire devrait ressembler le plus possible à de la monnaie fiduciaire, c'est-à-dire au cas paradigmatique où la Banque centrale donnerait directement des billets de Banque à chaque individu. Il faudrait donc une forme de monnaie liquide et anonyme (c'est-à-dire transférable) et non un bon d'achat avec des dépenses ciblées. Il est par ailleurs important de toucher toute la population, y compris celle non bancarisée, ce qui oblige à écarter la solution unique d'un chèque devant être déposé sur un compte bancaire. Si les banques centrales mettaient en place une forme de monnaie digitale, le plus simple serait d'abonder directement le compte des individus à la Banque centrale. Si cette solution n'est pas disponible à très court terme, il serait possible d'adopter plusieurs solutions de « coupon monétaire », laissant aux individus le choix entre ces différentes formes : chèque, carte « prépayée » (pouvant être retirée dans administrations, bureaux de tabac, etc.) ou porte-monnaie virtuel avec code d'accès.

Une date limite d'utilisation du coupon monétaire serait utile pour encourager à la consommation. L'expérience peut être répétée si nécessaire, jusqu'à la cible d'inflation atteinte. Lorsque la Banque centrale met fin à sa politique de monnaie

hélicoptère, la monnaie en circulation a augmenté mais il n'y a plus de nouveaux flux de monnaie si les coupons sont arrivés à échéance. Les « coupons monétaires » non utilisés sont détruits et leur contrepartie disparaît. Monnet (2021c)<sup>44</sup> présente les effets de ces différentes options sur le bilan de la Banque centrale et conséquences (faibles) sur les revenus que la Banque centrale reverse à l'État. Renault et Savatier (2021) *op. cit.* présentent des estimations de l'impact d'un transfert monétaire aux ménages sur l'inflation résumées dans l'encadré 2.

Si les estimations macroéconomiques doivent être considérées avec précaution, on remarque que des méthodes très différentes aboutissent à des ordres de grandeur similaires : un transfert monétaire de 1 % du PIB augmenterait le taux d'inflation de 0,5 point de pourcentage à l'horizon d'une année. Le tableau qui suit indique les montants des transferts nécessaires pour éliminer le déficit d'inflation par rapport à la cible. On remarque que seul un déficit d'inflation de 1,5 point pour atteindre la cible de 2 % nécessite un transfert aux ménages proche du chèque envoyé par le Plan Biden (1 200 dollars par adulte et jusqu'à 3 600 dollars par enfant, soumis à conditions de revenu).

#### Montant du transfert pour atteindre une cible de 2%

Taux d'inflation au moment du transfert (en %)	Montant nécessaire du transfert pour atteindre une cible de 2 % (en milliards d'euros)	Montant minimum nécessaire du transfert, par individu (en euros)
0,5	360 (= 3 % du PIB)	1 155
1,0	240 (= 2 % du PIB)	770
1,5	120 (= 1 % du PIB)	385
2,0	0	0

*Lecture :* Pour les enfants de moins de 15 ans le transfert serait la moitié de celui des adultes.

*Source :* Auteurs.

Ces estimations ont été réalisées à partir d'hypothèses relativement fortes sur le lien empirique entre un transfert monétaire et l'inflation. Le montant de transfert monétaire proposé est donc une estimation basse afin d'éviter de dépasser la cible souhaitée. Le montant proposé est donc celui d'une première « injection » de monnaie hélicoptère. Pour être crédible, la BCE doit toutefois annoncer qu'elle procèdera au nombre nécessaire de transferts monétaires lui permettant d'atteindre sa cible et que, une fois la cible atteinte, elle interrompra immédiatement cette politique. Dans l'hypothèse extrême selon laquelle la BCE devrait procéder à cinq vagues de monnaie hélicoptère au sein d'une courte période, son bilan augmenterait donc d'un montant maximum de 10 % du PIB<sup>45</sup>. Un tel montant est relativement faible par rapport à la taille de son bilan actuel (60 % du PIB)

<sup>44</sup> Monnet E. (2021c) : « La monnaie hélicoptère dans le bilan de la Banque centrale », *Focus du CAE*, n° 062-2021, juin.

<sup>45</sup> Ce montant serait toutefois très probablement inférieur puisque les coupons monétaires non utilisés avant échéance ne figurent plus au bilan après échéance, voir Monnet (2021b) *op. cit.*

## 2. Estimation de l'impact de la monnaie hélicoptère sur l'inflation

Deux méthodes différentes d'estimation ont été retenues pour évaluer l'impact potentiel d'un transfert monétaire aux ménages sur l'inflation. Premièrement, nous analysons l'impact conjoint d'un choc exogène standard de politique monétaire (c'est-à-dire sur le taux d'intérêt) sur l'inflation et de la consommation. Sous hypothèse que l'inflation répond à la politique monétaire suite à l'effet de cette dernière sur la demande agrégée (consommation), nous pouvons en déduire l'impact qu'aurait un choc exogène de consommation sur l'inflation. En retenant ensuite l'effet d'un transfert aux ménages (prestations sociales, etc.) sur la consommation estimée dans différents travaux académiques (c'est-à-dire la propension marginale à consommer), nous pouvons évaluer combien un transfert monétaire affecterait la consommation puis l'inflation. À partir de ces différentes estimations, nous trouvons qu'un transfert monétaire de 1 % du PIB provoquerait une hausse de 0,5 % de la consommation et de 0,5 point de pourcentage de l'inflation. Deuxièmement, un transfert monétaire aux ménages peut être considéré comme équivalent à une baisse d'impôt dans un environnement de politique monétaire accommodante. L'impact de la politique budgétaire sur l'inflation demeure très débattu dans la littérature académique. Toutefois, les travaux économétriques ayant procédé à une identification causale de chocs fiscaux trouvent un effet sur l'inflation. À partir de données (confidentielles) sur la zone euro, van der Wielen (2020)<sup>a</sup> estime qu'une expansion budgétaire d'un point de pourcentage augmente l'inflation de 0,43 % à l'horizon d'un an. Avec des données britanniques, Cloyne (2013)<sup>b</sup> trouve un effet d'environ 0,6 % au 5<sup>e</sup> trimestre après le choc. Renault et Savatier (2021)<sup>c</sup> estiment l'impact sur l'inflation de chocs fiscaux allemand à partir des données de Hayo et Uhl (2014)<sup>d</sup>. Dans le cas où l'activité économique est en dessous de son niveau potentiel (ce qui serait la situation d'une politique de monnaie hélicoptère), les estimations montrent également qu'une baisse de la fiscalité de 1 % du PIB augmente l'inflation de 0,5 point de pourcentage après 1 an.

van der Wielen W. (2020) : « The Macroeconomic Effects of Tax Changes: Evidence Using Real-Time Data for the European Union », *Economic Modelling*, vol. 90.

Cloyne J. (2013) : « Discretionary Tax Changes and the Macroeconomy: New Narrative Evidence from the United Kingdom », *American Economic Review*, vol. 103, n° 4.

Renault T. et B. Savatier (2021) : « Quel impact de la monnaie hélicoptère sur l'inflation », *Focus du CAE*, n° 063-2021, juin.

Hayo B. et M. Uhl (2014) : « The Macroeconomic Effects of Legislated Tax Changes in Germany » *Oxford Economic Papers*, vol. 66.

et à l'ampleur des achats d'actifs qui ont été nécessaires pour maintenir le taux d'inflation proche de 1 % depuis 2015 (pour un stock équivalent à 30 % du PIB en 2021). Notons

par ailleurs, que la mise en place de la monnaie hélicoptère, si elle réussit à faire remonter le taux d'inflation vers sa cible, permet une normalisation plus rapide de la politique monétaire pour ce qui concerne à la fois les achats d'actifs et les taux d'intérêt. De ce point de vue, cet instrument monétaire pourrait être mieux accepté par certains pays (l'Allemagne par exemple) pour les lesquels la politique monétaire non conventionnelle de la BCE pose le plus de problèmes. Étant donné les incertitudes liées à la sortie de la crise Covid-19, nous considérons que cette stratégie contingente devrait être décidée une fois les restrictions sanitaires levées.

### La monnaie hélicoptère et les politiques budgétaires et fiscales

Une critique possible de la monnaie hélicoptère est qu'en se substituant à une politique massive d'achat de dette publique elle pourrait amener à une augmentation des taux d'intérêt de long terme et donc à une augmentation du coût d'endettement pour les États qui voudraient mener une politique budgétaire plus expansionniste. Deux arguments invalident cette critique. D'une part, nous avons comme condition à la mise en place d'un programme de monnaie hélicoptère, l'incapacité des pays membres à coordonner une réponse fiscale à une situation persistante de déficit de la demande et d'inflation trop basse. La monnaie hélicoptère serait donc la conséquence et non la cause d'une absence de relance budgétaire coordonnée. D'autre part, il est dangereux de considérer la seule remontée des taux d'intérêt nominaux comme un risque pour les finances publiques. En effet, la remontée de l'inflation à la valeur de long terme de 2 %, conduira à une remontée des taux d'intérêt nominaux. Cependant, la hausse de l'inflation augmentera la dynamique des recettes fiscales pour l'État. L'effet global sur les finances publiques dépend de l'évolution de la différence entre le taux de croissance nominale et l'inflation nominale. La cible d'inflation de long terme est précisément définie pour tenir compte de cette différence. La remettre en cause dans la crise actuelle ne doit pas faire passer une impuissance supposée en choix politique.

Si la politique de monnaie hélicoptère peut se justifier en Europe par la plus grande facilité de mettre en place une politique monétaire commune, elle ne peut cependant pas se faire sans coordination avec les politiques budgétaires. Tout d'abord, il serait nécessaire que la Banque centrale – qui sert déjà d'agent fiscal aux gouvernements – puisse accéder à la liste de la population et des numéros fiscaux afin de mettre en place les transferts<sup>46</sup>. Pour cela, il est possible qu'un vote du Conseil européen soit nécessaire et dote ainsi la BCE d'un nouvel outil de politique monétaire (*cf. supra*).

<sup>46</sup> Le fait que les banques centrales servent d'« agent fiscal » signifie que les banques centrales de l'Eurosystème accueillent les comptes du Trésor, c'est-à-dire les flux et sortie d'argent du Trésor public.



**Recommandation 3.** Donner à la BCE la faculté d'annoncer une stratégie contingente de transferts directs aux ménages au cas où la cible d'inflation de 2 % durablement n'est pas atteinte. Ces transferts seraient arrêtés une fois la convergence à la cible d'inflation assurée.

La BCE devra en outre demander au Conseil européen de coordonner les réponses fiscales à la politique de la Banque centrale. Cette coordination devra également être amorcée par la Commission européenne lors du semestre européen. Comme tout transfert, la somme versée par la BCE sera imposable dans chaque pays. Le Conseil européen doit s'engager à ce que les États n'augmentent pas leur fiscalité pour ne pas contrecarrer l'effet immédiat de la monnaie hélicoptère sur la consommation privée. Outre son importance pour l'efficacité de la mesure sur l'inflation, une telle coordination permettra également d'assurer la « neutralité fiscale » de la politique de monnaie hélicoptère de la BCE, c'est-à-dire qu'elle ne doit pas modifier la structure fiscale choisie par chaque État. Ainsi donner la même somme forfaitaire à tous les Européens réduira mécaniquement les inégalités de revenu et sera par ailleurs plus équitable si cette somme est soumise à l'impôt sur le revenu avec barème progressif.

**Recommandation 4.** En cas de mise en œuvre d'une politique de transfert direct aux ménages par la BCE, coordonner les politiques budgétaires européennes pour ne pas contrecarrer les effets de ce transfert sur l'inflation.

Enfin, une critique habituelle de la monnaie hélicoptère sous forme de transfert direct aux ménages souligne le risque d'une confusion préjudiciable entre la politique monétaire et la politique budgétaire<sup>47</sup>. Il nous semble au contraire que le fait de transférer de l'argent directement à des agents entre dans le cadre des actions d'une Banque centrale puisque cette politique est *stricto sensu* de la politique (création) monétaire et qu'elle peut se faire essentiellement au nom de l'objectif principal de la Banque centrale : la cible d'inflation. Par ailleurs, contrairement à des achats d'actifs financiers, elle entre *a priori* moins en conflit avec d'autres objectifs de la Banque centrale européenne : la stabilité financière et des objectifs secondaires définis par l'Union européenne (notamment la lutte contre les inégalités et les dommages environnementaux). Enfin, et surtout, elle garantit plus l'autonomie de la politique monétaire qu'un transfert direct aux États ou un achat massif de dette publique. Cette dernière politique entraîne nécessairement la Banque centrale à se soucier du prix de la dette. Ainsi, un transfert monétaire direct aux ménages assorti d'une communication précise en termes de cible d'inflation et de stratégie de sortie est une politique qui maintient une limite claire entre l'action de la Banque centrale et celle du gouvernement. Elle doit toutefois reposer sur une coordination explicite entre politique monétaire et politique budgétaire, comme nous le proposons *supra*. La coordination impose en effet que les objectifs et instruments de chaque politique soient clairement définis<sup>48</sup>. ●

<sup>47</sup> Voir notamment Blanchard O. et J. Pisani-Ferry (2019) : *The Euro Area Is Not (Yet) Ready for Helicopter Money*, Peterson Institute for International Economics, 20 novembre.

<sup>48</sup> Le revenu fiscal tiré du surcroît d'activité et d'inflation du fait des transferts par monnaie hélicoptère doit être mis en rapport avec le coût additionnel de la rémunération des réserves du fait de l'augmentation de ces dernières et du taux de rémunération des dépôts. Cette différence est faible et ne peut être invoquée pour justifier une déviation par rapport à la cible d'inflation de long terme.



**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,  
Kevin Parra Ramirez, Thomas Renault

**Ch. d'études/Économistes**

Étienne Fize, Madeleine Péron,  
Baptiste Savatier

**Membres** Yann Algan, Emmanuelle Auriol,  
Anne Épaulard, Gabrielle Fack, François Fontaine,  
Maria Guadalupe, Xavier Jaravel, Sébastien Jean,  
Camille Landais, Philippe Martin, Isabelle Méjean,  
Thomas Philippon, Xavier Ragot, Katheline Schubert,  
Claudia Senik, David Sraer, Stefanie Stantcheva,  
Jean Tirole

**Correspondants**

Dominique Bureau, Ludovic Subran

**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

# The rise in public debt caused by the COVID-19 crisis and the related challenges

27 May 2021

All across the world, the COVID-19 pandemic has given rise to exceptional needs for government spending while at the same time reducing tax revenues. The result is an increase in public debt almost everywhere. The implications of this are, however, different in high-income countries, on the one hand and low- or middle-income ones, on the other. In general, OECD countries are able to finance the increase in deficits during the pandemic and take gradual action thereafter, where needed, to bring debt ratios back to targeted levels. For low- and middle-income countries, however, the ability to borrow to meet the spending needs caused by the crisis is often constrained, and debt sustainability is sometimes in question. Therefore, the most immediate consequence of the COVID-19 crisis for public debt concerns the developing and emerging economies.

## **OECD countries' strong fiscal response to the pandemic was right, but debt burdens have grown**

Over the past year, governments across the world have taken swift and resolute action in response to a global health, social and economic crisis, the likes of which has not been seen since the Great Depression. Trillions of dollars have been directed towards supporting individuals, households and companies across the world through income support, expanded paid sick leave and job retention schemes.

Supplementing automatic stabilisers with strong and timely discretionary fiscal support was necessary, given the unprecedented scale and nature of the shock. Without such a decisive fiscal response, the loss of income and employment would have been greater and the associated increase in income inequality larger.

The fiscal support, both discretionary and via automatic stabilisers, has resulted in large budget deficits, adding to public debt burdens. The December 2020 [OECD Economic Outlook](https://read.oecd-ilibrary.org) projected that, on average, the ratio of government debt to GDP would rise by almost 20 percentage points by end-2022 across the OECD countries. This is an unprecedented jump in peacetime.

In several OECD countries, the pre-pandemic level of the debt-to-GDP ratio was already elevated by historical standards, and, in some, will be driven to record highs. Public debt ratios could turn out even higher than projected, given the still considerable uncertainty about the full economic impact of the crisis, the need for additional support measures and the possible realisation of contingent liabilities such as loan guarantees.

### **There is no immediate threat to debt sustainability in advanced economies**

Monetary policy in advanced economies was eased aggressively after the onset of the pandemic, including through cuts in policy rates and purchases of financial assets, especially government bonds. The resulting decline in bond yields, from already low levels, reduced government debt servicing costs significantly. Despite a rebound in long-term bond yields in many OECD countries over the past few months, they generally remain below the levels prevailing before the onset of the crisis.

Given the commitment of central banks to support the recovery and, in some jurisdictions, the desire to allow inflation to overshoot central bank targets to the upside after an extended period of below-target inflation, interest rates are expected to remain low; this is reflected in major OECD economies' yield curves, which remain relatively flat.

The low current and expected future level of interest rates bolsters debt sustainability. In many advanced economies, real yields on government debt are well below both historical and expected future rates of trend GDP growth: in fact, real long-term yields are either negative or near zero in all the largest OECD economies. These favourable conditions allow most OECD countries to sustain fiscal support to ensure a rapid and durable recovery.

In the European Union, pressures on national government debt will be eased by the "Next Generation EU" recovery plan, amounting to EUR 750 billion, including EUR 312 billion in grants. The bulk of the resources under the plan is expected to support public investment, notably for the green and digital transformation, and key structural reforms in EU countries and regions hit hardest by the crisis. However, the reactivation of EU fiscal rules, which are temporarily suspended, would risk forcing an excessively rapid fiscal consolidation. The rules should be reformed to allow for a sufficiently counter-cyclical fiscal stance while preserving fiscal sustainability.

### **In some cases action will eventually need to be taken to bring debt ratios back down**

Countries with high debt levels are exposed to sudden shifts in market sentiment that increase debt-servicing costs and can force abrupt and disruptive fiscal consolidation. A legacy of high debt left by the crisis may also limit room for fiscal stimulus during future downturns. In both cases, the economic and social costs may be large.

Some improvement in public finances will materialise with the return of economic growth, which is projected to be rapid initially. With the exceptional spending needs dissipating when the pandemic subsides, budget deficits are also expected to narrow sharply in most OECD economies. However, debt ratios would remain significantly higher than before the crisis for the next 10-20 years, even if interest rates remain low compared with nominal GDP growth. This suggests that discretionary fiscal consolidation may be needed eventually in at least some high-debt economies.

The timing and size of discretionary fiscal consolidation will vary across countries, depending on macroeconomic and financial conditions. Premature fiscal consolidation would stifle growth, as some OECD countries experienced after the Global Financial Crisis.

Evidence suggests that successful efforts to lighten public debt burdens have come via extended periods of dynamic economic growth. Governments should therefore seek a mix of policies that deliver sustained growth. A range of OECD work is aimed at helping to identify such policies, notably via our Economic Surveys and the Going for Growth report, but also including our work on ESG investing (featured in the 2020 [Business and Finance Outlook](#)) and the [Paris Collaborative on Green Budgeting](#), among other workstreams. Furthermore, because achieving faster growth through structural reform may be challenging without monetary and fiscal support, political determination, solid analysis and evidence, and co-ordination among key stakeholders will be crucial.

Establishing budget processes that strengthen incentives for prudent long-term planning and provide comprehensive information about public finances would help shape budget decisions and debt sustainability. The large scale of public guarantees, involving complex arrangements and risks, calls for developing sound reporting standards and practices. In addition, governments should strengthen their fiscal risk frameworks to better monitor and actively manage guarantees and equity holdings in bailed-out companies, as well as to identify emerging risks for public finances. Establishing, or reinforcing, independent fiscal councils and creating long-term fiscal targets could be helpful in this respect.

The rise in public debt also poses challenges for debt management. As discussed in the 2021 [OECD Sovereign Borrowing Outlook](#), the surge in government borrowing has increased the size and frequency of auctions and has brought greater reliance on short-term financing instruments. While short-term borrowing is usually less costly than long-term borrowing, it involves higher refinancing risks. Thus, over time, debt managers could adjust issuance to extend the average maturity of debt and diversify the investor base. With lengthened maturities, any rise in interest rates would only gradually feed through to the debt service burden.

## **Debt is a constraint on the fiscal response in many emerging and developing countries**

The fiscal situation is very different in many emerging market and developing economies, where automatic fiscal stabilisers are relatively weak and governments' ability to implement a discretionary fiscal stimulus is much lower than in advanced economies. Since the onset of the crisis, additional spending and foregone income amounted to only around 4% of GDP on average in emerging market economies and only some 1.5% of GDP in low-income countries, compared to 16.4% of GDP on average in advanced economies. Support via equity, loans and guarantees has likewise been much more limited in emerging and low-income economies.

The compounded nature of the COVID-19 shock – through reduced foreign and domestic demand, falling foreign investments, volatile commodity prices, lower government revenues and increased public spending requirements – has compromised the ability of some developing country governments to service their debt, whether over the immediate horizon or over the longer term. This further undermines capacities to respond to the crisis and calls for significant and co-ordinated responses from both public and private creditors: it is urgent to act now and prevent potentially larger costs later.

## **Multilateral mobilisation is needed to provide liquidity, restructure sovereign debt when necessary and improve debt transparency**

In order to meet developing countries' financing needs and ensure that a new deal for development emerges from the crisis, the international community will have to engage all stakeholders in actions to reduce debt burdens and mobilise resources to finance the recovery.

Important actions have already been taken, notably the Debt Service Suspension Initiative (DSSI), launched by the G20, which allowed 73 low-income countries to suspend debt service payments on bilateral government loans between May and December 2020, with subsequent extensions first to June and then to December 2021. In addition, the IMF deployed large emergency lending facilities at concessional terms, and also provided debt service relief for 28 vulnerable countries through the Catastrophe Containment and Relief Trust. Multilateral development banks have stepped in as well. In total, these welcome measures have offered a temporary respite for more than 100 hard-hit countries during the pandemic. Very importantly, G20 Finance Ministers have recently agreed on a new issuance of 650 billion Special Drawing Rights, which could then be on-lent to low-income countries.

Some steps have also been taken to resolve debt problems of DSSI-eligible countries beyond the expiry of such initiatives. The “Common Framework for Debt Treatment beyond the DSSI” will allow governments with unsustainable debt to enter a restructuring process involving official bilateral creditors, and comparable treatment for private creditors, under an IMF programme. So far, three countries have applied. Full implementation will be essential for the most vulnerable countries to regain control over their public finances.

The measures taken to date are, however, clearly insufficient. First, because private creditors have not engaged with the DSSI, some developing countries have opted out of these programmes for fear of seeing their credit ratings downgraded. Second, while acknowledging the importance of these measures, developing countries have voiced their concerns and asked for additional support. For example, the African Union called for extending the DSSI beyond two years where necessary, and, in specific cases, for restructuring sovereign debt.

Given the diverse situations of countries, the policy toolbox should be expanded and go beyond low-income countries. There are large cross-country differences on how developing and emerging economies raise resources, even within regions as highlighted in the latest [Latin American Economic Outlook and Africa's Development Dynamics](#). For low-income countries with sustainable debt, which are not covered by the Common Framework, the COVID-19 shock has raised the debt service burden, preventing them from making the key investments needed to meet their citizens' needs and advance towards the SDGs. Some middle-income economies have traditionally borrowed from bilateral official creditors or multilateral banks, while others have been able to tap into international financial markets and some economies have been able to issue most of their debt in domestic currency. These middle-income countries, which are not eligible for G20 initiatives and whose lenders are mostly from the private sector, face their own set of challenges and risks, especially the risk of a rise in interest rates.

Three policy actions are needed: ensuring sufficient liquidity for solvent but vulnerable countries; streamlining debt-restructuring processes when necessary; and across all borrowing countries, improving debt management frameworks, transparency and accountability.

To improve global liquidity, the IMF should swiftly implement the new allocation of SDRs endorsed by the G20, which can benefit all emerging and developing economies, especially if developed economies used SDRs to bolster the concessional lending capacity of international financial institutions. G20 countries could also reallocate their SDRs to an interest-bearing facility in support of African countries, as proposed by the Economic Commission for Africa.

There are also innovative policy options to finance “building forward better” that should be pursued. These include swaps where creditors – including the private sector – would agree to forego debt service in exchange for investment in the SDGs, especially for commitments towards climate and nature. Greening the recovery improves economic prospects and resilience to shocks, and will also benefit creditors. In addition, the issuance of social, environmentally sustainable and sovereign green bonds will contribute to raising resources to face the current COVID-19 crisis while also committing to long-term sustainable goals. For instance, making the environmentally related elements of Overseas Development Assistance (ODA)

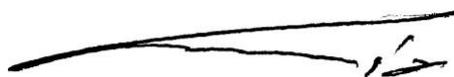
eligible to advanced economies' sovereign green bonds could contribute to considerably expanding fiscal space in developing economies while maintaining ODA levels.

In some cases, this may not be sufficient. When sustainability is in doubt, a careful approach to debt restructuring with private creditors could be encouraged to limit market disruption and spillovers. This could include multilateral debt buyback programmes, involving haircuts, and – in the longer term – developing rule-based debt restructuring mechanisms, as well as trust structures, protection of assets, credit enhancement, and contractual improvements. Recent experiences on debt restructuring have shown that Collective Action Clauses can help facilitate renegotiation with bondholders.

There is a further complexity for emerging and developing countries. When they restructure their debt with both official and private creditors, their access to finance is temporarily reduced while their current account deficits entail large financing needs. This contradiction must be addressed. Insufficient transparency on the size and composition of debts has hindered rapid action to provide necessary debt relief. With the support of the UK government, the OECD has recently launched a [Debt Transparency Initiative](#) to collect, analyse, and report on debt levels of low-income countries in alignment with the Voluntary Principles on Debt Transparency of the Institute of International Finance (IIF). This initiative will shed new light on previously opaque bilateral lending to low-income countries. Thus, stakeholders can benefit from comprehensive and accurate public debt data, which are vital for creditors to take informed decisions on debt policies and for the public sector to better manage financial risks. Given its growing importance as a creditor to emerging and developing countries, China's participation in this initiative is quite central to its success.

## Conclusion

The pandemic is driving up public debt in advanced and developing countries alike, but the risks posed differ widely. Whereas most advanced countries are experiencing very low interest rates and strong market demand for public debt (beyond central banks' support), the same is not true for many developing and emerging economies. In some of the latter, the conditions for issuing and servicing government debt have worsened. In fact, the worst of the pandemic may still be ahead for many of these countries. Even in emerging economies that have been able to tap into capital markets to finance the crisis response, fiscal space is tightly constrained. Thus, while most OECD economies can and should focus on maintaining sufficient demand support to deliver a rapid recovery and limit scarring effects, that is impossible for many emerging and developing economies. Patience should remain the watchword for most high-income countries when it comes to trying to unwind the jump in public debt ratios, but internationally coordinated action is urgently needed to provide adequate liquidity and to ease the debt burden for many developing and emerging economies. Access to vaccines in developing economies and keeping international trade open are both crucial for a solid recovery and must be part of the response to growing debt levels. As the crisis exacerbates pre-existing vulnerabilities and erodes the provision of public goods and services, the challenge of debt and its sustainability is an opportunity for the international community to establish a new deal for development, based on co-responsibility, to achieve higher and more sustainable levels of well-being for all.



Angel Gurría

OECD Secretary General



POLICY BRIEF  
**THE COVID-19 CRISIS AND THE GLOBAL ECONOMY:  
CHALLENGES AND POLICY REQUIREMENTS**

Task Force 11  
COVID-19: MULTIDISCIPLINARY APPROACHES TO COMPLEX  
PROBLEMS

Authors  
LUIZ DE MELLO, SVEINBJORN BLONDAL, NIGEL PAIN

## **ABSTRACT**

Causing substantial declines in output and living standards, the COVID-19 pandemic is having devastating effects on economies and societies. Governments reacted swiftly at the onset of the crisis to enhance public health care capabilities and help workers and firms withstand the shocks and adverse economic effects of confinement. The health emergency now appears to be easing, and confinement measures are gradually being scaled back. This policy brief identifies the main areas where policy support will be needed in the near term to buttress the recovery and address the likely longer-term scars from the crisis arising from business failures and hysteresis in labor markets.



## CHALLENGE

The COVID-19 pandemic is taking a substantial toll on economies and societies. At the pandemic's onset, governments worldwide imposed stringent measures to contain the spread of the virus. These measures resulted in significant short-term economic disruption and job loss, compounded by falling confidence and tighter financial conditions. Emergency measures were put in place in some countries, including health care capacity expansion, preservation of the incomes of workers and companies during confinement, and large-scale guarantees of private debt (see the Appendix for more details). Monetary policy was eased, with interest rate cuts, enhanced asset purchase programs, and targeted interventions in financial market segments under extreme stress. Financial market regulations were eased to support credit provision by financial institutions.

The health emergency is now easing, and confinement measures are being gradually scaled back. Nevertheless, the outlook for the global economy is particularly uncertain. In a "single-hit" scenario (where the spread of the virus is contained), the Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD) projects global output to fall by 6% in 2020, with the pre-crisis level almost regained at the end of 2021. Even so, in many advanced economies, the equivalent of five years or more of per capita real income growth could be lost by 2021 (Figure 1).

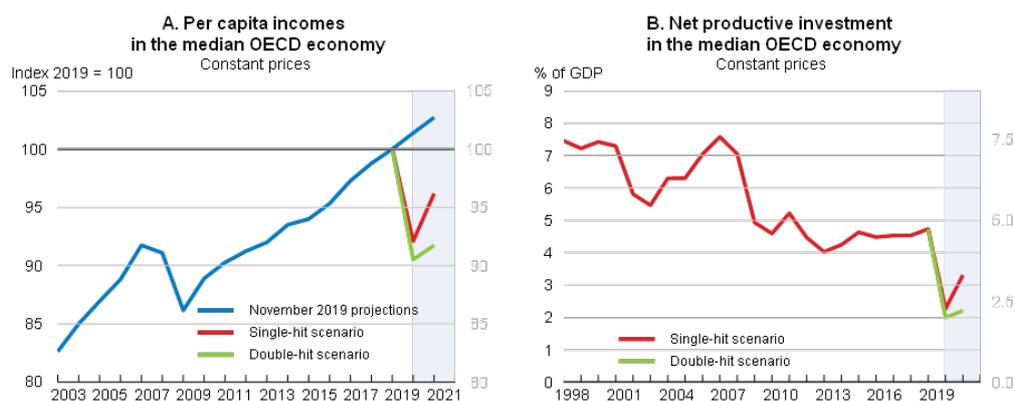


Figure 1: The pandemic will leave a long-lasting legacy

Note: November 2019 projections are from the November 2019 OECD Economic Outlook. Net investment is gross investment less depreciation. Productive investment is total investment excluding housing investment.

Source: OECD Economic Outlook 107 database, OECD Economic Outlook 106 database, and OECD calculations.

The recovery could be interrupted by another coronavirus outbreak if targeted containment measures, notably test, track, and trace (TTT) programs, are not implemented or prove ineffective. Should a second outbreak occur toward the end of this year, global GDP is projected to decline by 7.6% in 2020 and remain well below its pre-crisis level at the end of 2021. In this “double-hit” scenario, real per capita income in the median OECD economy would decline in 2020 by 9.5%. Even with some recovery in 2021, real per capita income in the median economy would only reach the 2013 level.

The crisis is also likely to have longer-term economic effects. Unemployment is being pushed well above pre-crisis levels, increasing the risk that many people will become trapped in joblessness for an extended period. The scars from job losses are likely to particularly affect younger workers and lower skilled workers. This direct impact on people's livelihoods is particularly severe among the most vulnerable groups in society, including workers with low pay or nonstandard contracts and in occupations where teleworking is more difficult (OECD, 2020a, 2020b). Moreover, the pandemic is set to further weaken investment. Even prior to the outbreak, net productive investment was weak; further declines increase the risk that weak output growth will become entrenched. When the global economy eventually recovers, it will be necessary to restore the sustainability of public finances in a way that does not undermine economic growth and other public policy objectives.



## PROPOSAL

### A. Macroeconomic policies to support the recovery

Policymakers will face macroeconomic challenges to support the recovery. Government budget deficits are currently elevated, and public debt is set to rise to exceptionally high levels in many countries. In the double-hit scenario, 2021 government debt-to-GDP ratios are projected to be around 20 percentage points higher than prior to the crisis. Interest rates have been reduced to zero or below, and central bank balance sheets have expanded dramatically.

**Extensive fiscal, monetary and financial policy responses will help underpin household incomes, employment, and firm cash flows and minimize longer lasting economic scars. However, policies will need to be flexible and agile** because of differences across sectors in the duration of shutdowns and recoveries, the possibility of additional shutdowns and financial instability, economic uncertainty about structural changes to demand and supply, and the risk that the associated economic costs will be long lasting.

Many emerging market economies and developing countries face particularly acute macroeconomic policy challenges because of the reduction in commodity prices induced by the pandemic, which compounds the negative COVID-19 shock. In addition, many of these economies have become vulnerable in recent years due to the high buildup in private and public debt. **Emerging market economies and developing countries with credible macroeconomic policy frameworks, including flexible exchange rate arrangements, strong foreign asset positions, and manageable exposure to foreign-currency-denominated debt, can accommodate the current shocks through a combination of monetary and fiscal policy easing.** In contrast, countries with weaker macroeconomic fundamentals may have no choice but to limit macroeconomic policy support, which will have negative implications for domestic demand. Further action may be needed to deal with large capital flow reversals, should they reemerge, including extending OECD central bank swap lines with emerging market economies to relieve global funding pressures and recourse to capital flow management.<sup>1</sup> Moreover, while the G20 DSSI is an important achievement, it may not be sufficient to ensure debt sustainability in many developing countries, and further assistance in the form of debt restructuring or relief may be needed.

---

1. Capital outflow controls may be introduced, especially in countries that exhaust their foreign exchange reserves, but only as a last resort device. There, too, cooperation is important. The OECD assesses the effectiveness of capital flow measures and identifies best practices, including ways to avoid negative spillovers. The OECD encourages G20 countries that have not yet adhered to the Code on capital flows to do so, following the call made in the G20 Finance and Central Bank Governors Communiqué in 2017.

## B. Structural policies for strong post-recovery performance

Policymakers face exceptional challenges in sustaining growth and reducing inequalities after the crisis. In particular, it may have scarring effects related to a permanent reduction in potential output caused by prematurely scrapping capital, which is likely to accompany more bankruptcies and hysteresis in labor markets, as longer unemployment periods may result in higher structural unemployment.

**In the aftermath of the pandemic, the scars in labor and product markets, the need to reallocate some workers and capital across sectors, and the significantly adverse impact of the crisis on living standards emphasize the urgent need for renewed and well-targeted structural policy reforms in all economies.** In particular:

1. Governments are using a broad mix of labor market policies and corporate support schemes to protect the incomes of workers and businesses during the shutdown. **Policy responses will need to remain flexible and agile for some time, given the differences in the pace at which various containment measures are being relaxed and the possibility of renewed virus outbreaks.**

Activity in certain sectors, such as aviation and tourism, may be significantly lower for some time to come. Consumer preferences could also permanently change, accentuating the digital transition toward greater use of e-commerce and digital delivery of services.

2. **Policymakers will need to find ways to identify and support viable jobs in the near term, while allowing sufficient flexibility for the gradual reallocation needed across sectors to minimize long-term scarring and restore productivity growth.** Short-term work schemes are effective for preserving existing jobs but may be less efficient for facilitating post-crisis adjustment across sectors. Gradually raising employers' financial contributions in these schemes could be one way to identify businesses that expect to remain viable over an extended period (OECD, 2020a, 2020c). In countries where generous unemployment benefits are being used to support incomes, the challenge will be to find ways to restore pre-crisis job matches that become viable again after containment measures have ended and activity starts to recover. This could involve financial incentives for firms to only temporarily layoff employees or rehire former ones. More broadly, active labor market programs and enhanced vocational education and training are needed to create opportunities for all, facilitate possible job reallocation after containment measures are lifted, and prevent erosion of human capital. Providing enhanced childcare and improving the efficiency and targeting of tax and transfer policies must also be integral parts of well-designed policy packages to increase participation and labor market inclusivity.

**3. Minimizing long-term scarring and paving the way for productivity growth after the crisis also requires reallocation of capital over time to sectors and activities with growing productive potential.** Government support for companies through wage subsidies, tax deferrals, and guarantees will need to be gradually phased out as containment measures are eased to ensure that non-viable firms are not supported for an extended period (OECD, 2020a, 2020d). One option is to convert tax deferrals into public equity stakes, although care should be taken to ensure this does not distort competition and that transparent and clearly defined conditional exit strategies exist for such investments (OECD, 2020e). Reforms to streamline insolvency procedures may also be needed in some countries to spur productivity enhancing capital reallocation in the course of the recovery (McGowan, Andrews and Millot 2017).

4. In the medium term, **reforms to address infrastructure shortages and reduce policy uncertainties about the longer-term challenges of climate change, digitalization, and globalization will also strengthen incentives for businesses to invest.** It will be important to balance the need for resilience with the potential reduction in efficiency from policy measures designed to induce businesses to restructure supply chains and reduce inputs from efficient but distant providers (see below).

**5. Government efforts to support the economic recovery also need to incorporate the necessary actions to limit the long-term threat of climate change.** Existing environmental standards should not be rolled back during the recovery, and, where possible, sector specific financial support measures should be conditional on environmental improvements, such as stronger environmental commitments and performance in pollution intense sectors that are particularly affected by the crisis (OECD, 2020f). The potential for an extended period of substantially lower fossil fuel prices than previously expected exacerbates the urgent need to introduce effective incentives for firms' investments in energy efficient technologies.

**Policies are needed to avoid forfeiting the benefits of globalization.** In particular:

1. **To thwart the mounting threat of a reversal in globalization, coordinated action is needed to maintain the free flow of trade and investment.** Cooperation in lowering trade tensions and removing tariffs and additional costs for firms and consumers is essential to mitigate the damage to activity and avoid further income losses for households and companies already struck by the crisis. Similarly, governments should refrain from introducing export restrictions on essential goods as this could undermine confidence in global markets, lead to panic buying and price volatility, and harm import dependent countries (OECD, 2020g).

2. **The current crisis has put a strain on international supply chains, and their resilience should be regularly stress tested to identify weaknesses. Moreover, companies and governments should ensure resilience by developing strategic stocks and upstream agreements to reconvert assembly lines during critical times.** Investment policies should foster broader adoption of digital infrastructure and facilitate transport; this will help bridge distances, reduce trade costs along production chains, and resolve disruptions in face-to-face processes. Governments can support upgrades in businesses' industrial strategies through regulatory flexibility to help promote innovation and supply diversification and through extending credit support programs designed to improve logistic efficiency.

3. **Preserving cross-border trade is particularly important for poor countries that are susceptible to food and medical supply shortages.** Therefore, cooperative agreements for regional stockpiling and health emergency assistance in advanced economies should have inclusive designs that also consider the needs of the most vulnerable countries. It is particularly important to ensure that emerging market economies and developing countries are not cut off from the global value chains that improve their growth prospects by providing access to international markets, human capital, and knowledge.

**Once economic recovery has been attained, the health of public finance will have to be restored in ways that do not undermine long-term sustainable economic growth, as has often happened in past fiscal consolidations.** In particular:

1. To ensure public debt sustainability, **countries must strengthen their fiscal positions by finding ways to contain public spending pressures and increase tax revenues, while meeting the challenges of digitalization, climate change, and population aging.**

2. **Thorough reviews of all government expenditures will help create room in public budgets for new spending on the high priority areas, such as health, education, and childcare, that positively impact the economy and well-being.** An early start on such reviews is important given the usual time required to reorient spending levels across government. Well designed fiscal rules and a reformed budget process that strengthens the incentives and provides the information necessary for prudent long-term planning will help shape these decisions.

3. **Stronger public investment is urgently needed in many countries after the prolonged period of restrained spending following the global financial crisis.** With long-term interest rates close to zero in many advanced economies, the social rate of return on public investment is likely to exceed financing costs for many projects. Investment is particularly needed in areas with large positive externalities for the rest of the economy and where underinvestment might otherwise occur due to market failures, including health care, education, and digital and environmental infrastructures.

4. Public revenue levels and tax structures may also need to be adapted after the pandemic to support debt sustainability, enhance tax system progressiveness, and help tackle longer term structural challenges (OECD, 2020h). **Options include finding new sources of revenue, broadening existing tax bases, and modifying the tax mix.** Higher carbon taxes and lower fossil fuel subsidies would raise revenue while helping foster the structural changes required to meet climate change challenges. However, compensating measures will be required to mitigate the impact of these changes on household and small business incomes. Addressing the tax challenges produced by the economy's digitalization and ensuring that multinational enterprises pay a minimum tax would yield additional revenues and contribute to fair burden sharing. More generally, revenue-raising efforts should focus on enhancing yields from taxes that are the least detrimental to growth, including recurrent immovable property taxes and general consumption taxes.

5. **International tax cooperation, notably through the G20/OECD Inclusive Framework on Base Erosion and Profit Shifting, will remain an essential part of the efforts** to enhance tax transparency, strengthen the fairness of tax systems, and improve dispute resolution and prevention mechanisms. Through a combination of financing and providing expertise and information, international support can also help emerging market economies and developing countries increase their tax revenues and provide new and sustainable sources of financing needed for long-term resilience.



## POLICY BRIEF

# THE ROLE OF MONETARY POLICY IN WORLDWIDE SOLIDARITY IN THE FACE OF COVID-19

Task Force 11

## COVID-19: MULTIDISCIPLINARY APPROACHES TO COMPLEX PROBLEMS

Authors

CARLO ANDREA BOLLINO, MIRKO ABBRITTI, AMEDEO ARGENTIERO, SIMONA BIGERNA, MARIA CHIARA D'ERRICO, SILVIA MICHELI, PAOLO POLINORI, MUSTAFA YAGCI

### ABSTRACT

The COVID-19 pandemic has created an unprecedented symmetric shock worldwide. The main challenge is promptly addressing the reduction in incomes and jobs in order to reduce the short-term losses and to compensate for missing income and growth in the future.

We present three proposals:

1. To establish an exceptional financial instrument, for economies worldwide, which is a special emission of a 1,000 billion special drawing rights distributed to the International Monetary Fund (IMF) member countries. This special emission is aimed at financing the eventual imbalances of the balance of payments of the poor and emerging market countries.
2. A special national issue of bonds is launched and subscribed by the major Central Banks of IMF countries, worth 10% of world gross domestic product (GDP), with a 99-year maturity and 0.01% interest. They are guaranteed by the signature of the Group of Twenty (G20), which shall provide the world and the international financial community the necessary impetus for the required solidarity to face the COVID-19 pandemic.
3. To establish a global coordination mechanism among central banks, aimed at avoiding global spill over problems. The G20 might be a good forum to achieve global coordination among central bank policies.



## CHALLENGE

The COVID-19 pandemic has created an unprecedented symmetric shock worldwide, causing a GDP decline and reduction in economic activity more severe than any other short-term fluctuation or crisis ever experienced since the World Wars. The entire world has been shocked with the unprecedented stress on the healthcare system. In many countries, the number of peak treatments for the COVID-19 pandemic at the beginning of the crisis was forecasted to exceed the available number of beds per thousand inhabitants. As a response, emergency construction of last-minute hospitals has been executed in China, Europe, and many other countries.

Governments have responded with administrative measures to limit personal mobility, impairing normal economic activities. Despite the introduction of smart working, not all economic activities can be handled remotely. The consequences of this reduction in productive activities became immediately evident in the reduction of energy demand on the electric grids of major countries (recorded downturn in the order of -20% to -30% worldwide, with peaks up to -50%). Car manufacturers experienced decline in sales of almost 100%, airline traffic was almost completely stopped, and the entertainment industry came to a standstill. Forecast from major institutions indicate a world GDP loss of around 5% in 2020.<sup>1</sup> Long-term responses in different sectors of economic activity are yet to be ascertained, due to the propagation and spiraling effects on business closures and bankruptcies.

The consensus among most economists is that countries should “act fast and do whatever it takes” (Baldwin and Weder di Mauro 2020). The key argument is that while the medical shock is transitory, the economic damage could be persistent. Without a strong response from governments and central banks, many firms might go bankrupt, many jobs may have disappeared when the recession passes, and banks and national balance sheets could be severely impaired.

---

1. The IMF's World Economic Outlook Update of June 2020 projects Global Growth in 2020 at -4.9%, 1.9 percentage points below the April 2020 World Economic Outlook (WEO) forecast. The OECD Economic Outlook of June 2020 projects the average growth rate of OECD countries to be between -9.3 and -7.5 %.

Most governments worldwide have responded with strategic monetary and fiscal policies. The fiscal space, the institutions and the ability of governments to raise resources, however, are acutely asymmetric across countries. The COVID-19 pandemic is likely to have much harsher effects in developing and emerging market economies. These are not only very vulnerable in terms of public health, but also less resilient to global shocks and shifts in capital flows. The early macroeconomic signs are particularly concerning. Commodity prices have plummeted (World Bank 2020). Emerging market economies have started to experience unprecedented portfolio outflows in terms of both size and speed, large increases in credit spreads, and large depreciations of their currencies (IMF 2020b and 2020c; OECD 2020b and Appendix 2). These are factors that tend to precede financial crises and default waves in emerging market economies (Reinhart and Rogoff 2009).

The liquidity crisis and the related collapse in operator confidence require bold choices on the part of policy makers, especially central banks. The latter, by providing the economic system with all the liquidity necessary in a coordinated action, are able to restore the confidence of financial operators. This generates a rise in stock market prices and reduces interest rate fluctuations on the interbank and credit markets, thus reducing the harmful effects linked to credit rationing.

The main challenge is prompt response to the reduction in incomes and jobs in order to reduce short-term losses and to compensate for missing income. Moreover, it is imperative to immediately compensate those small businesses that are at risk of permanent closures or bankruptcies due to lack of revenue.

We note that, with a few exceptions, this point has been neglected in the major political announcements thus far. They have focused on providing immediate income and launching long-term infrastructure plans and new environmental policies (such as the new Green Deal and the Recovery Fund of EU). These measures will have a medium to long-term effect. However, small businesses engaged in seasonal activities, such as fashion, tourism, holiday sites, and cultural festivals, will suffer a loss for the entire year.

## CHALLENGE

The missing link has two facets: (i) preventing the closure and the bankruptcies of economic activities that have suffered the economic downturn due to the worldwide lockdown, and (ii) preventing poor and emerging countries from suffering income loss due to the slowdown of international trade.

A new positioning of the monetary policy in response to the COVID-19 pandemic is required as an evolution of the shifts in monetary policy paradigms, along the lines depicted in the short historical review in the Appendix. The brief historical review suggests that there is no single cause or policy prescription for a shift in monetary policy priorities. Rather, historical economic challenges faced in different time periods are reflected in dominant central banking paradigms and central bank policies. For instance, an inflation-targeting monetary policy regime was a reaction to the surges in the inflation rates starting from the 1960s. On the contrary, macroprudential measures to ensure financial stability were a reflection of the global financial crisis that exposed the missing link between the macroeconomy and the financial system. Thus, the experience of the COVID-19 pandemic, disruptions in economic activity, slowing of economic growth rates, and surges in unemployment rates and poverty require a re-examination of the inflation-targeting, financial stability oriented central banking paradigm that became prevalent after the global financial crisis.



## PROPOSAL

The most effective way to counteract a symmetric shock is to act in a unified and co-ordinated way from the point of view of both fiscal policy and monetary policy. Hence, the pandemic should be tackled at a supranational level with rapid interventions, endowed with a capacity of resources proportionate to the fall of the GDP, which is projected to collapse by around 5% at the global level (IMF 2020a).

Without immediate intervention, the symmetric shock is at the risk of turning into an asymmetric shock: the shut-down of economic activity puts producing firms at the risk of closure, which will turn very soon into bankruptcies. Once production is abandoned, the goodwill, investment, and the ability to acquire income for workers associated with the companies that close down are lost. This has been the typical recession pattern that we have already experienced during the Great Depression of 1929, with a domino effect for the whole world economy.

Therefore, exceptional and generous measures are needed with a spirit of collaboration and of international cooperation. This calls for the design of exceptional monetary and fiscal stimuli, for all economies worldwide.

It is true that the US and many European economies have launched important plans for domestic support, but there has been a lack of interest and coordination in providing support for the emerging countries at the international level.

The typical economic policy instrument launched and adopted in the industrialized world has been essentially to call for more national (or supranational, as in the EU) debt, to be financed by purchases of the central bank in the secondary market. This is the plan of the US government with the Federal Reserve. This is the plan of the European Monetary Union with the European Central Bank.

This debt is aimed at providing support for national and supranational plans launched by individual governments, US Treasury, and the EU to deal with the emergency, such as liquidity to individual incomes, and support to small and large businesses, airlines and transportation, hospitals and education, and third sector businesses, among others.

The EU has recently discussed supporting national governments' recovery plans with a more structured recovery fund based both on loans and grants to members, according to the conditionality rules usually adopted for the Structural Funds (European Regional Development Fund or ERDF and the European Social Fund or ESF).

We present three proposals:

**1. To establish an exceptional financial instrument for all economies worldwide.**

The International Monetary Fund (IMF) issues a special emission of a 1,000 billion special drawing rights (SDRs) distributed to IMF member countries based on their shareholding. These instruments should be used to finance the eventual imbalances of the balance of payments of the poor and emerging countries. SDRs represent unconditional liquidity aimed at supplementing existing reserve assets. Thus, they can be funneled by rich recipients to emerging countries to allow them to conduct expansionary monetary policies that can accommodate the secondary market with their anti-cyclical fiscal policies.

The problem is the distribution of SDRs (currently, with the existing rules, two thirds are allocated to advanced economies), which can be handled as follows. According to this proposal, a common political decision—not dissimilar to the EU commitment to the recovery fund—is adopted by the IMF countries to pool this special emission and direct it to poor and emerging countries, flipping the above proportion.

The proposal is to agree that two thirds of the special emission is allocated to emerging economies and one third to advanced economies. This requires a strong political will, but quite a simple procedure, with a favorable vote of 85% of the members. The Group of Twenty (G20) endorsement of this proposal can be conducive to a rapid and successful decision.

In other words, there will be a new worldwide coordinated response to the consequences of the COVID-19 pandemic shock. The political commitment allows, in practice, to establish a grant equivalent to one third of the special emission flowing from the advanced economies to the emerging market countries. This instrument has the advantage of being readily implementable and providing immediate relief to the international payment system. In addition, this instrument will allow for the conduct of the monetary policy in emerging countries along the business cycle in coordination with the fiscal policy. Contrarily, the external constraint arising from international trade and capital movements is dealt with by using resources borrowed from countries with surpluses of balance of payments.

**2. The G20 promotes and guarantees political commitment to a special national issue of bonds in the amount of 10% of world GDP. These bonds are launched by the governments. Each country has the right to launch bonds in proportion to its GDP. The bonds are subscribed by the major central banks of IMF countries.**

The special bonds are issued either by the national or supranational governments and have a 99-year maturity and 0.01% interest. They are guaranteed by the signature of the G20, which will provide the world and the international financial community the necessary impetus for the required solidarity to face the COVID-19 pandemic.

Governments use the liquidity obtained from the bond emission to finance their recovery process. To ensure that the money is used in the “right” way by the governments, we propose that government plans must be finalized to public investment and formation of public capital and not to current expenditure. A special review by the IMF according to the provisions of Article IV consultations will be conducted. Upon successful completion of this procedure, the central banks of IMF countries are authorized to subscribe to these bonds, according to their share in the IMF. Periodic monitoring by the IMF under the provisions of Article IV consultation should guarantee that the funds received with these special bonds are used by governments according to their commitments. Governments that fail to get the periodic approval by the IMF lose the possibility to issue other tranches of these special bonds.

The maturity of the special bonds impinges on a very delicate intergenerational equity issue. The shorter the maturity of the bonds in facing the COVID-19 crisis, the more the burden on the current generation. The longer the maturity, the higher the burden on future generations. However, in an equitable perspective, if we want to really rescue the world and ensure a better life for future generations, longer maturity is a way of showing a political will to share with future generations the commitment to enhance the prosperity for all.

In this way, monetary policy is accommodative because it is conducted in close coordination with fiscal policy. Policies promoting coordinated monetary actions worldwide are needed, and they are beneficial for global cooperation, peace, and sustainable development. In the past, speaking of international solidarity, in June 1963, the Germans listened to the American President Kennedy say, “I am a Berliner.” Now, like Kennedy, how nice it would be to hear all the G20 leaders say today to the poor and deprived citizens of the world, “I am simply human: a citizen of the Earth!”

### 3. To establish a global coordination mechanism among the central banks.

We propose implementing a global coordination mechanism among central banks, which aims at avoiding global spillover problems. This is a new forum, which is pro-moted by the G20, to create a new strategy to achieve global coordination among central bank policies. The G20's leading role in this respect would be exemplary with regard to the consensus built around macroprudential and financial stability-orient-ed measures in the aftermath of the global financial crisis.

As Milton Friedman (1962 and 1892, p.100) emphasized decades ago, experiences, not theory, have shaped the current central banking practices. The COVID-19 pandemic requires re-examining pre-pandemic conceptions of central bank independence and mandates.

First, many countries require central banks to take employment, poverty, and eco-nomic growth concerns seriously in addition to inflation-targeting. The Federal Re-serve's dual mandate is a good example in this respect.

Second, monetary policy should be executed in coordination with other critical pol-icy areas such as fiscal, trade, and industrial policies. Financial Stability Committees established in many countries as a response to the global financial crisis to ensure financial stability should extend their mandates to take into account poverty, unem-ployment, and economic activity to ensure economic resilience in the post-COVID-19 era. The coordination mechanism might differ for each country depending on the po-litical system, the organization of the bureaucracy, and the strengths and weaknesses of public organizations. It would be helpful to identify a leading public organization to steer the coordination mechanism, set the agenda, and seek result-oriented deliber-ations. Only with a united front in policy cohesion can countries tackle the unprece-dented challenges posed by the COVID-19 pandemic.

Third, emerging and developing economy challenges for monetary policy might differ from advanced countries in different respects (Yagci 2020). This would require carefully considering the international and domestic political economy dynamics in implementing monetary policies. Fourth, the conduct of monetary policy should comply with transparency and accountability measures in addition to independence. This would ensure that public resources are utilized for the benefit of social welfare, and the credibility and effectiveness of central banks would be strengthened.

According to this proposal, the new forum can stem from the Financial Stability Board, which can take an active role by expanding its mandate beyond financial stability concerns to tackle poverty, unemployment, and economic growth at a global scale. Within this Forum central banks can also work toward addressing global challenges such as climate change, rising inequality, and digital technologies (currencies) in a coordinated manner, and the G20 can act as a platform for addressing these concerns.

In conclusion, policies promoting coordinated monetary actions worldwide are needed and would be beneficial for global cooperation, peace, and sustainable develop-ment.

A reference to this in the final communique will indicate that the G20 is capable of addressing the issues of human life protection and market stability worldwide with solidarity and effectiveness.

# Programme de stabilité 2021-2027 : sortie de crise et trajectoire des finances publiques

Présenté en Conseil des ministres le 14 avril 2021, le Programme de stabilité (PSTAB) présente les perspectives de sortie de crise, avec une trajectoire de croissance et de finances publiques à l'horizon 2027. Le PSTAB est transmis à la Commission européenne chaque année au mois d'avril et donne lieu à une recommandation du Conseil en juin-juillet.

Le programme de stabilité (PSTAB) 2021-2027 succède au PSTAB 2020, réalisé en réponse à la première vague de l'épidémie du Covid-19, en avril. Fin 2020, la croissance s'est établie à - 8,2%. Le déficit budgétaire a atteint 9,2 % du produit intérieur brut (PIB) et la dette 115,7 % du PIB.

Pour 2021, la prévision de croissance présentée par le Gouvernement est de + 5 %. Le déficit se maintiendrait à 9 % du PIB, du fait notamment des mesures de soutien à l'économie et de l'accélération du plan de relance.

## Préparer l'après-Covid

Après un recul de - 8,2 % en 2020, l'activité économique retrouverait en 2022 son niveau de 2019.

La trajectoire pluriannuelle du PSTAB privilégie la reprise économique en sortie de crise avec les mesures de soutien à l'économie et le plan de relance (baisses d'impôts de production, augmentation des subventions à l'innovation et des aides à l'investissement). La prévision de croissance serait de 5 % en 2021 et de 4 % en 2022, soit un niveau supérieur de 0,2 % à son niveau de 2019.

La dynamique de la réponse à la crise repose notamment sur une consommation des ménages en progression de 3,9 % en 2021, puis de 5,7 % en 2022, après une baisse de - 7,0 % en 2020. Il est ainsi prévu que le taux d'épargne baisse progressivement à 19,4 % en 2021 puis à 16 % en 2022, après avoir atteint un point haut à 21,3 % en 2020. Le PSTAB doit être complété par le plan national pour la facilité de relance et de résilience de l'Union européenne.

## Cinq ans pour rétablir les finances publiques

Outre le soutien à la croissance potentielle, notamment par les dépenses d'avenir, la stratégie de sortie de crise repose sur une maîtrise du rythme de progression de la dépense publique.

Le rapport (ou ratio) entre les prélèvements obligatoires et le PIB, de 44,7 % en 2020, reculerait à 43,5 % en 2021 et à 43,4 % en 2022.

La dette publique ne cesserait d'augmenter qu'en 2026, avant de redescendre au-dessous des 3 % du PIB. L'augmentation de la dépense publique devra être limitée à + 0,7 % par an en volume. Après une hausse de 7,1 % en 2020 du fait des mesures de soutien mises en place dans un contexte de crise économique et sanitaire, la dépense publique hors crédits d'impôt devrait continuer d'augmenter de 3,8 % en valeur en 2021, avant de reculer en 2022 de - 2,5 %, en contrecoup de la fin des mesures de soutien d'urgence et des dépenses de relance moins élevées qu'en 2021.

La prévision de charge de la dette repose sur l'hypothèse d'un relèvement des taux directeurs de la Banque centrale européenne à partir de 2023.

**Le Figaro**

**Interview avec François VILLEROY de GALHAU**

**Gouverneur de la Banque de France**

**14 juin 2021**

## **« L'économie française accélère sur la route de la sortie de crise »**

### **Vous prévoyez un net rebond de la croissance cette année. Sur quels fondements ?**

Sans être encore à l'arrivée, l'économie française accélère sur la route de la sortie de crise. On le voit dès à présent, avec des services -en premier lieu l'hôtellerie-restauration- qui repartent sur mai et surtout juin. Après la chute de 2020, la croissance française atteindrait 5 3/4 % en 2021, soit davantage que la moyenne européenne à 4,6%, et mieux que l'Allemagne et l'Italie. L'activité devrait retrouver son niveau d'avant-crise un peu plus tôt que prévu, dès le début 2022. La consommation des ménages et l'investissement des entreprises, grâce au retour de leur confiance, sont les deux moteurs de ce rebond.

### **Quelles sont vos prévisions sur l'évolution de l'épargne des ménages ?**

Le pouvoir d'achat des ménages a été en moyenne maintenu pendant la crise par les mécanismes de soutien public, ce qui a provoqué cette forte « épargne Covid » supplémentaire. Nous l'évaluons déjà à 142 milliards fin mars, et possiblement 180 milliards d'euros à la fin de l'année. Cela représenterait jusqu'à 7 points de PIB: c'est une réserve de croissance pour l'avenir si la confiance des Français s'avère assez forte.

### **Les débats sur l'inflation sont vifs. Vous ne semblez cependant pas inquiet...**

Nous sommes très attentifs aux tensions sur les délais de livraison et les prix des matières premières. Il y a beaucoup de questions dans l'industrie et le bâtiment. Mais ces tensions pourraient être temporaires, et se résorber au bout de quelques mois car l'économie s'organise pour y répondre. Cette année, l'inflation en zone euro dépassera certains mois 2% mais devrait rester en moyenne à 1,9% (1,5 % en France); elle redescendrait vers 1,4 % en 2023. Les chiffres sont beaucoup plus élevés aux États-Unis (5% en mai), mais je ne crois pas au risque de contagion transatlantique sur l'inflation.

### **Prévoyez-vous de l'inflation sur les salaires ?**

Le retour de difficultés de recrutements ne semble pas créer de tensions salariales, mais c'est à mes yeux la préoccupation économique la plus forte. Dans notre enquête de juin, près de 40 % des entreprises font déjà état de ces difficultés, alors même que notre pays compte 3 millions de chômeurs. Ce paradoxe français est insoutenable, socialement et économiquement; il renvoie à la bataille prioritaire pour les compétences. L'inadéquation entre compétences et emplois représente depuis des années le principal frein à la croissance française: notre pays n'a surtout pas besoin de dépenser davantage, ni même d'investir tellement plus, mais avant tout de former mieux et de rendre le travail plus incitatif.

### **Dans quel état sont les entreprises françaises aujourd'hui ?**

Dans un état plutôt meilleur que ce que l'on pouvait craindre. Depuis fin 2019, leur endettement brut a cru significativement (+13%), mais leur trésorerie a augmenté presque autant. Il faut cependant regarder plus en détail, avec une minorité de cas plus délicats. Si on se fie aux bilans 2020 déjà reçus à la Banque de France, 6 à 7 % des entreprises ont vu leur dette augmenter et leur trésorerie diminuer, alors que leur situation avant crise était déjà moyenne. Nous serons attentifs à leurs côtés sur le terrain. Les scénarios de faillites massives me paraissent toutefois excessifs.

### **N'aurait-il pas fallu être un peu plus sélectif dans le principe du « quoi qu'il en coûte »?**

Il y a encore quelques mois, certains trouvaient au contraire que ce n'était pas assez ! Le quoi qu'il en coûte était justifié, c'est un pont de financement qui a marché. Certes, certaines entreprises ont demandé un prêt garanti par l'État (PGE) à titre de simple précaution. Mais elles vont le rembourser, et cela a participé au maintien de la confiance.

Maintenant, le temps est clairement venu de sortir du quoi qu'il en coûte. Il faut que les aides publiques d'exception s'arrêtent au fur et à mesure que les recettes privées reviennent. Les entrepreneurs n'ont pas envie d'être subventionnés à vie ! Là, il faut pouvoir être sélectif et parfois dire non, même si ce n'est jamais facile. Il est donc bon que dans les dispositifs de sortie de crise, y compris les prêts participatifs, il y ait un « ticket modérateur » impliquant des investisseurs privés : banques, assureurs, fonds... Il est souvent plus facile pour eux d'apprécier la viabilité économique des entreprises.

### **Le niveau de dette sur PIB remonterait en 2023 au-dessus de 115 %. Que faire ?**

La priorité, c'est de réussir la sortie de crise. Ensuite, nous allons devoir nous atteler aux deux problèmes profonds de l'économie française : l'emploi insuffisant, j'en ai parlé, et la dette publique trop élevée. L'annulation de cette dette, y compris celle détenue par la banque centrale, est une illusion. Mais nous pourrions commencer à nous désendetter, si nous combinons résolument trois leviers, dont chacun est nécessaire : du temps, de la croissance, et une meilleure efficacité des dépenses publiques. Notre modèle social européen est un atout, mais il nous coûte en France nettement plus cher que nos voisins. Et nous ne pouvons plus nous offrir de nouvelles baisses d'impôts ; la stabilité fiscale serait déjà un grand progrès en France.

### **La Banque centrale européenne (BCE) est aussi confrontée à ce défi de « débrancher l'aide ». Avec la reprise et la hausse de l'inflation, n'est-il pas temps de freiner la politique monétaire de soutien ?**

Côté monétaire, ce ne sont pas des aides : pour faire face à une crise exceptionnelle, nous avons créé des instruments exceptionnels, dont un programme (appelé PEPP) de rachats d'actifs, de 1850 milliards d'euros. Mais la boussole de cette politique reste très simple: c'est l'objectif de stabilité des prix de la BCE, avec notre cible d'inflation proche de 2%. Même si certains pays comme l'Allemagne la dépasseront ponctuellement, nous n'y sommes pas durablement et collectivement. Cela justifie le maintien d'une politique monétaire persévérante -quant à notre objectif-, patiente - au moins aussi longtemps que la FED américaine -, et pragmatique: nos choix seront déterminés par la réalité économique.

### **Christine Lagarde a évoqué, jeudi, des divergences au sein du Conseil, sur le rythme de rachats de dette. La pression des « faucons » monte-t-elle contre les « colombes » ?**

Je l'ai souvent dit, je réfute ce classement ornithologique. Il y a heureusement toujours des discussions au Conseil! Je suis un pragmatique : nous sommes guidés par les données mais ce n'est jamais du pilotage automatique. Nous avons montré notre indépendance, à l'égard de tout le monde y compris des marchés. Nous ne sommes pas là pour faire plaisir à tel ou tel camp, mais pour garantir la valeur de la monnaie. À défaut, regardons hélas l'Argentine ou le Liban, il n'y a plus de confiance économique possible.

### **Le Salvador vient de reconnaître le bitcoin. Votre réaction?**

Le Salvador, économie dollarisée, est une exception non significative. La règle à l'inverse, c'est plutôt que des pays comme la Chine ou les États-Unis sont en train d'encadrer strictement les cryptoactifs, dont le bitcoin. Et effectivement, il faut des règles très fortes face à des risques très forts. Les investisseurs peuvent subir des pertes élevées, et personne n'est responsable de la valeur du bitcoin, à la différence de celle d'une monnaie. Quant aux risques de blanchiment, un seul exemple: les rançons des cyberattaques sont exigées en bitcoin. L'Union européenne devrait, je l'espère vivement, adopter d'ici la fin de l'année son règlement MICA qui prévoit lui aussi un encadrement fort.

### **Où en est le projet d'euro numérique pour le grand public ?**

La Banque de France reste en pointe en lançant une expérimentation avec la Banque nationale de Suisse et la BRI pour tester les échanges transfrontières avec deux devises numériques différentes. S'il doit y avoir un euro numérique pour les particuliers, il sera créé par nous mais nécessairement distribué par les banques. Avec Christine Lagarde, nous l'étudions sérieusement et déciderons en juillet si nous démarrons un prototype d'approfondissement.

# Sur les éventuelles conséquences à long terme de la crise de coronavirus pour l'économie et la politique monétaire

**Jeans Weidmann – Président de la Deutsche Bundesbank**  
**Discours tenu à l'Université Humboldt de Berlin**

## 1. Introduction

Mesdames et Messieurs,

(...) Avec mon discours d'aujourd'hui, je voudrais non seulement créer une passerelle entre Francfort et Berlin, mais aussi entre la théorie des jeux et la politique monétaire. Un célèbre exemple de la théorie des jeux est le « Game of Chicken » ou « Jeu de la poule mouillée ». Vous le connaissez peut-être du classique du cinéma « La Fureur de vivre » : James Dean et un autre adolescent foncent dans des voitures volées vers le bord d'une falaise, et celui qui se jette en premier hors du véhicule est considéré comme une poule mouillée.

Heureusement, la plupart des jeux à caractère économique sont moins dangereux pour la vie. En effet, la théorie des jeux offre des aperçus dans tous les domaines où les personnes interagissent, poursuivent des objectifs différents et influencent réciproquement leurs décisions. Cela vaut également pour la politique monétaire, qui est en relation réciproque avec de nombreux acteurs de l'économie : avec les marchés financiers, quand il s'agit par exemple des anticipations en matière de taux d'intérêt, avec les entreprises et les salariés lorsqu'il s'agit de leurs anticipations en matière d'inflation et de hausses salariales, et également avec la politique budgétaire.

Nous reviendrons sur de telles interactions au cours de mon discours. Tout d'abord, je mettrai l'accent sur les conséquences économiques de la pandémie de coronavirus. À cet égard, je voudrais aborder le risque à long terme de la démondialisation, (...), avant de parler de la politique monétaire.

## 2. Impact économique de la pandémie de coronavirus

### 2.1 Économie allemande

Il est clair que la pandémie est avant tout une crise sanitaire mondiale qui doit être résolue d'urgence. Beaucoup trop de personnes sont déjà mortes, beaucoup plus sont gravement malades. Mais la pandémie a également entraîné un effondrement économique sans précédent pour notre époque. Rien qu'au printemps, la performance économique de l'Allemagne a diminué de près d'un dixième.

Dès que la propagation du virus a été contenue et que les mesures de protection ont été assouplies, l'économie a amorcé sa reprise. En été, elle a même connu dans notre pays une croissance beaucoup plus forte que prévue initialement. Avec la deuxième vague de l'épidémie, il y a maintenant un risque de recul à court terme. Cela montre clairement à quel point il est essentiel, également pour la reprise économique, que la pandémie soit durablement endiguée et finalement surmontée. Les nouvelles sur les vaccins sont source d'optimisme.

Les experts en conjoncture de la Bundesbank ont présenté leurs pronostics à la fin de la semaine dernière et n'ont donc pas pu tenir compte du récent renforcement des mesures de protection. C'est pourquoi l'économie allemande pourrait être un peu plus lourdement impactée à court

terme que ne le prévoient les pronostics. Toutefois, il reste réaliste, du point de vue actuel, de prévoir que les progrès médicaux permettront d'assouplir les mesures d'endiguement à partir du printemps 2021. La reprise devrait alors reprendre de l'élan. En conséquence, l'économie allemande peut toujours regagner son niveau d'avant-crise au début de 2022, comme indiqué dans les prévisions.

Dans ce scénario, l'économie n'aurait que plutôt peu de dommages durables, grâce aussi aux vastes mesures de soutien publiques. Mais les événements récents montrent que l'incertitude quant à la progression de la pandémie et aux effets économiques est élevée. Dans un scénario défavorable, notre économie ne reviendrait à son niveau d'avant-crise qu'à la fin de 2023 et subirait des dommages considérables à long terme.

En outre, des évolutions qui affecteraient les performances de l'économie au-delà des horizons de prévision habituels et des évaluations de risque à moyen terme pourraient se renforcer. Cela implique le risque d'une concentration croissante du marché et d'une dynamique d'innovation décroissante, mais aussi le risque de démondialisation.

## 2.2 Risque démondialisation

En effet, au printemps, les fermetures de frontières et d'autres mesures d'endiguement ont temporairement interrompu de nombreuses chaînes de valeur, des chaînes de production s'étaient arrêtées. Après cette expérience, on pourrait penser que les entreprises réduiront leurs chaînes logistiques internationales et relocaliseront leur production vers leur propre pays afin de renforcer leur résilience et la sécurité des flux de marchandises.

Une étude estime qu'un quart de l'effondrement économique provoqué par le choc pandémique est attribuable à des effets de transmission à travers les chaînes logistiques. Mais l'étude montre aussi clairement que ceux qui auraient misé uniquement sur la production intérieure n'auraient pas forcément mieux surmonté la crise, mais auraient été plus durement touchés par les mesures d'endiguement nationales.

L'économiste Richard Baldwin l'a très bien exprimé : « Mettre tous les œufs dans un seul panier ne diversifie pas le risque, même si le panier est gardé à la maison ». En effet, les chaînes de valeur mondiales ne sont pas en soi risquées. Elles offrent plutôt la possibilité de réduire les dépendances de fournisseurs ou sites individuels.

C'est pourquoi davantage d'entreprises sont actuellement occupées à diversifier leurs chaînes logistiques que de les réduire, comme le montre une enquête internationale menée auprès de plus de 10 000 entreprises. De cette manière, elles pourraient également profiter des avantages de la spécialisation régionale et les répercuter sur les consommateurs sous la forme de prix plus bas ou d'un choix plus large.

Toutefois, la pandémie risque de renforcer les tendances protectionnistes. Ces dernières années déjà, le commerce mondial a surtout souffert du conflit entre les États-Unis et la Chine. Derrière un tel conflit commercial se cache souvent l'intention d'améliorer sa propre situation au dépens des autres.

La situation ressemble au fameux dilemme du prisonnier issu de la théorie des jeux. Imaginez le Chicago des années 1920 : deux chefs de bandes de gangster sont accusés de crimes communs très graves et interrogés individuellement. Celui qui avoue seul est considéré comme témoin repent et s'en tire sans punition, tandis que l'autre reçoit la peine maximale. Si les deux passent aux aveux, la peine est légèrement réduite. Si les deux gardent le silence, ils sont condamnés à une peine beaucoup moins sévère pour fraude fiscale, comme Al Capone à l'époque. Dans cette situation, il est toujours payant pour chacun d'entre eux d'avouer. C'est pourquoi, en fin de

compte, tous les deux sont sévèrement punis, même s'il aurait été préférable pour eux de se taire ensemble.

Un résultat similaire menace en cas de protectionnisme. Certes, les droits de douane faussent les structures productives et restreignent ainsi l'économie mondiale dans son ensemble. Mais un seul grand pays pourrait se promettre un avantage si le partenaire commercial réduit ses prix à l'exportation et donc assume finalement les droits de douane. Mais pour le partenaire commercial, il est alors rentable de réduire ses pertes en levant lui-même des droits de douane et en empêchant ainsi la variation des prix commerciaux. Cela a pour conséquence qu'au final, tous sont perdants.

Effectivement, des analyses indiquent que le conflit commercial entre les États-Unis et la Chine ne connaît que des perdants. Ainsi, les fournisseurs chinois n'étaient pas disposés à accepter de plus grandes concessions de prix, ce qui a contraint les entreprises et les consommateurs américains à supporter la charge principale des droits de douane. En même temps, la limitation des flux bilatéraux de marchandises n'a pas été sensiblement compensée par un accroissement du commerce avec d'autres partenaires. Ainsi, une étude de la Bundesbank a cherché en vain un « tiers gagnant » dans ce conflit. Au contraire, le conflit a provoqué une plus grande incertitude dans le monde entier, a affaibli la volonté d'investir et a freiné le commerce. Et même sans ces effets d'incertitude, les analyses de la Bundesbank illustrent les dommages possibles : si les droits de douane étaient maintenus, les États-Unis et la Chine perdraient jusqu'à 0,5 % de leur potentiel économique à moyen terme, le monde entier 0,25 %.

Cela montre l'importance de maintenir les marchés ouverts ou de les ouvrir davantage. D'autre part, la mondialisation ne connaît pas uniquement des gagnants non plus. Certes, le commerce mondial et la division internationale du travail augmentent la prospérité de l'ensemble des économies. Mais tous les êtres humains n'en profitent pas de la même manière. En effet, des prix et des salaires relatifs varient, et des emplois peuvent être perdus, tandis que d'autres sont créés ailleurs. Il est donc important, d'une part, d'atténuer les difficultés sociales par un système de transfert approprié. D'autre part, l'éducation est essentielle pour que le plus grand nombre possible de personnes puissent bénéficier des opportunités offertes par les marchés ouverts ou également par les nouvelles technologies. (...)

### **3. Politique monétaire**

#### **3.1 Politique monétaire pendant la crise pandémique**

Certes, la politique budgétaire est cette fois-ci en première ligne pour combattre les conséquences économiques de la crise, mais les banques centrales sont également appelées à agir. Une politique monétaire expansionniste est importante, car la récession économique atténue l'anticipation des prix. En outre, un manque de liquidités dans le système financier pourrait encore aggraver le ralentissement économique et, en fin de compte, compromettre l'objectif de la stabilité des prix.

C'est pourquoi le Conseil des gouverneurs de la BCE a réagi avec détermination dès le mois de mars, en prenant tout un bouquet de mesures de politique monétaire. Dans ce contexte, les programmes d'achats de titres revêtent une importance particulière : en effet, le Conseil des gouverneurs a non seulement renforcé le programme d'achats d'actifs (APP) en cours depuis 2015, mais il a également lancé un programme d'achats d'urgence face à la pandémie (Pandemic Emergency Purchase Programme), appelé PEPP.

Mon scepticisme de principe vis-à-vis de vastes achats de titres souverains est loin d'être nouveau. Ils risquent surtout d'estomper la frontière particulièrement importante dans l'Union monétaire entre la politique monétaire et la politique budgétaire. Afin de réduire les risques, le

Conseil des gouverneurs a introduit des limites importantes dans le programme d'achats de titres du secteur public (PSPP) lancé en 2015. Celles-ci ont pour objet de contribuer à ce que notre politique monétaire ne crée pas de fausses incitations pour les finances publiques et qu'elle reste suffisamment à l'écart du financement monétaire de l'État.

Toutefois, les banques centrales de l'Eurosystème sont devenues les plus grands créanciers des États membres, et ce avant même l'éclatement de la pandémie. Les intérêts sur les titres souverains qui figurent dans nos bilans sont versés aux banques centrales et sont retournés au Trésor public par le biais de nos bénéfices. Par conséquent, pour cette partie de la dette publique, les coûts de financement sont dissociés du marché des capitaux. De ce fait, une grande partie de la dette publique est soustraite à la force disciplinaire du marché.

Je suis convaincu que les risques liés aux achats de dette souveraine pèsent lourd. Mais il est incontestable que les achats de titres peuvent être un instrument légitime et efficace de la politique monétaire. Il est donc nécessaire de procéder à un examen en continu, qui doit tenir compte de la raison de l'utilisation d'un instrument et de ses effets souhaités, ainsi que d'éventuels effets indésirables.

Également, et en particulier en temps de crise, trois aspects sont d'une importance particulière dans la politique monétaire : la bonne mesure, le choix des instruments appropriés et une conception intelligente des programmes. Nous en discutons intensivement au sein du Conseil des gouverneurs, et les points de vue peuvent varier d'un membre à l'autre.

Il est incontestable que la politique monétaire a dû agir ces derniers temps. En effet, selon nos prévisions, la tendance haussière des prix à moyen terme a encore une fois diminué dans la zone euro en raison de la pandémie.

Mais il est également essentiel pour moi que la part détenue par les banques centrales dans les titres souverains en circulation ne soit pas trop importante. Sinon, nous risquons de gagner une influence dominante sur le marché et d'aplanir les différences dans les primes de risque des titres souverains, ce qui affaiblirait encore davantage la force disciplinaire du marché. Ce problème, en particulier, est aggravé une fois de plus par la récente augmentation de la taille de l'enveloppe du PEPP.

Lors du lancement de ce programme, il était aussi essentiel pour moi qu'il soit limité dans le temps et clairement lié à la crise. Selon les récentes décisions, les achats nets d'actifs au titre du PEPP courent maintenant au moins jusqu'à la fin du mois de mars 2022. Nous devons veiller à ce que les mesures d'urgence en matière de politique monétaire ne deviennent pas un dispositif permanent : elles doivent être réduites après la crise.

Un autre point doit être tout aussi clair : si l'anticipation des prix l'exige, la politique monétaire doit être normalisée dans son ensemble. Toutefois, il pourrait être de plus en plus difficile pour les banques centrales de mettre fin à temps à l'orientation expansionniste, car des taux d'intérêt plus élevés ne devraient pas être appréciés par tout le monde.

### **3.2 Risque de domination budgétaire**

En raison de l'augmentation du fardeau de la dette, la politique monétaire pourrait par la suite se voir de plus en plus contrainte de maintenir les taux d'intérêt à un niveau bas encore plus longtemps. Cela entraînerait un risque de domination budgétaire, telle que définie par l'économiste Michael Woodford, à savoir comme la pression exercée sur la banque centrale d'utiliser la politique monétaire pour préserver la valeur de marché de la dette publique.

Une dynamique dangereuse pourrait ouvrir la voie à ce régime. En effet, si les responsables de la politique budgétaire s'attendent à ce que la politique monétaire vienne finalement à leur rescousse, ils pourraient considérer la viabilité des finances publiques comme donnée et accumuler des dettes supplémentaires. En conséquence, la pression sur la banque centrale pourrait être d'autant plus importante, et il serait encore plus difficile pour elle de tenir tête à cette pression. Si la banque centrale cède finalement à cette pression, les rôles habituels pourraient être permutés : dans le cas où la politique monétaire assure la solvabilité de l'État, les exigences de la politique budgétaire déterminent finalement le niveau de l'inflation.

Entre-temps, certaines voix qui veulent aller encore plus loin que prévu par la définition de Woodford se font déjà entendre : il est même question que l'Eurosystème annule une partie des dettes des États. Cette revendication semble, pour la majorité, extrême et aberrante, d'autant plus qu'elle est contraire aux traités européens. Elle souligne toutefois que le risque fondamental de domination budgétaire ne devrait pas être ignoré.

Si deux acteurs se livrent une lutte pour savoir qui gardera le dessus, la théorie des jeux peut illustrer différentes interactions. Par exemple, les interactions entre la politique monétaire et la politique budgétaire ont été modélisées comme une sorte de « jeu de la poule mouillée » que j'ai déjà mentionné au début.

Le film musical « Footloose » (de 1984) fournit une indication sur la manière d'éviter les résultats défavorables dans une variante particulière de ce jeu. Sur un chemin étroit, le jeune Kevin Bacon et son antagoniste se foncent dessus à bord de tracteurs. Kevin Bacon veut éviter la catastrophe en sautant du tracteur. Mais son lacet s'est emmêlé autour de la pédale. Heureusement, son antagoniste croit qu'il ne peut plus gagner, et il saute lui-même. Bien que dans ce cas le hasard soit à l'œuvre, le lacet indique une chose : grâce à un attachement crédible, les joueurs peuvent exclure des résultats indésirables.

Dans ce sens, les banques centrales doivent être attachées à l'objectif de stabilité des prix. Pour ne pas susciter de fausses attentes, elles doivent dès lors clairement indiquer que si les anticipations des prix exigent un retour à la normale en matière de politique monétaire, il n'y sera pas renoncé par égard aux coûts de financement des États.

En outre, la théorie des jeux peut montrer que la politique budgétaire doit également s'attacher de manière crédible. En effet, pour les raisons que je viens de mentionner, la politique monétaire dépend d'une politique budgétaire solide pour pouvoir garantir la stabilité des prix à long terme. C'est pourquoi des règles budgétaires crédibles sont si importantes et constituent un élément essentiel de l'Union monétaire.

La politique monétaire a donc besoin d'un socle solide qu'elle ne peut pas poser elle-même. L'indépendance et la mission claire de la politique monétaire représentent, à côté de finances publiques viables, une deuxième pierre angulaire de ce socle.

### **3.3 Indépendance et mission des banques centrales**

#### **3.3.1 Problème de l'incohérence temporelle**

Certes, une banque centrale contrôlée par le gouvernement pourrait également faire une promesse de stabilité des prix. Toutefois, elle pourrait être incitée à s'écarter ultérieurement de son annonce et à poursuivre d'autres objectifs politiques. En particulier, la banque centrale sous influence pourrait tenter de faire baisser le chômage par une inflation non anticipée.

Cependant, les citoyens et les entreprises ne peuvent être trompés durablement. Ils discernent les incitations des décideurs et adaptent leurs attentes en matière d'inflation, leurs salaires et leurs prix à la hausse. En conséquence, l'inflation augmente sans que le chômage ne diminue.

Ce « biais inflationniste » n'est qu'un exemple du problème de l'incohérence temporelle identifiée par les lauréats du prix Nobel, Finn Kydland et Edward Prescott, dans diverses décisions de politique économique. Ainsi, la politique s'écartera plus tard des plans annoncés si cela constitue pour elle la stratégie la plus efficace et si elle en a la possibilité. Ce problème de l'incohérence temporelle a été théoriquement dérivé par Kydland et Prescott il y a plus de quarante ans, en utilisant en partie les observations de Reinhard Selten. Le « biais inflationniste » était conforme à l'inflation élevée des années 1970, une époque où les banques centrales indépendantes étaient encore l'exception. Pour le surmonter, les banques centrales ont reçu dans la pratique la mission d'assurer la stabilité des prix et obtenu leur indépendance à ces fins.

En effet, au cours des dernières décennies, de nombreuses études empiriques ont montré une corrélation négative entre l'inflation et l'indépendance des banques centrales, ce qui est une forte indication que des banques centrales indépendantes sont dans une meilleure position pour garantir la stabilité des prix que d'autres.

### 3.3.2 Indépendance en période de faible inflation

Toutefois, l'indépendance des banques centrales a été remise en question, en particulier ces dernières années. Pour certains, elle semble devenue inutile dans un monde à faible inflation. Selon eux, les politiques monétaire et budgétaire vont de toute façon dans le même sens et devraient donc se coordonner plus étroitement.

Ce raisonnement méconnaît toutefois deux aspects. Tout d'abord, il serait dangereux de supposer que l'affaiblissement de l'indépendance n'aurait aucune influence sur l'inflation. Comme le souligne une récente étude de la BCE, le problème de l'incohérence temporelle ne disparaît pas simplement dans un contexte de faible inflation. Stanley Fischer, ancien vice-président du Conseil de la Réserve fédérale américaine, l'a formulé comme suit : « [...] les préoccupations quant aux effets de l'influence politique sur la politique monétaire restent, dans la pratique, tout aussi justifiées en cas d'inflation trop faible qu'en cas d'inflation trop élevée. Cela est surtout dû au fait que l'horizon temporel de la politique est généralement plus court que celui qui doit être pris en compte dans les décisions de politique monétaire. »

Mais ceux qui doutent de la valeur de l'indépendance des banques centrales négligent également un deuxième point : lorsque l'inflation augmente, les objectifs des politiques monétaire et budgétaire peuvent de nouveau diverger. Dans son numéro actuel, le magazine *Economist* a repris les arguments qui plaident en faveur d'un retour de l'inflation. Pour les journalistes, les arguments sont loin d'être écrasants, mais ils ne sont pas non plus hors du temps. Par exemple, l'ancien banquier central Charles Goodhart souligne que les évolutions démographiques pourraient à l'avenir réduire l'offre mondiale de main-d'œuvre, ce qui pourrait accroître les salaires, l'inflation et les taux d'intérêt. Selon Goodhart, le risque potentiel d'inflation ne devrait pas être ignoré.

Pour moi, il est clair que nous ne devons pas nous leurrer sur l'hypothèse que les politiques monétaire et budgétaire vont toujours poursuivre le même chemin. L'indépendance des banques centrales n'a rien perdu de son importance.

### 3.3.3 Interprétation étroite

Cependant, outre le doute sur l'utilité de l'indépendance, il y a aussi un argument qui découle du principe de la démocratie. En effet, l'indépendance d'une institution publique constitue une exception dans une démocratie. Elle nous a été accordée sciemment en vue de la politique monétaire afin que nous puissions remplir notre mission sans être influencés par la politique. Cette mission n'est cependant pas définie par nous-mêmes en tant que banques centrales. Elle est inscrite dans les traités européens. C'est la raison pour laquelle vaut ce que Otmar Issing a mis en avant : « Les banques centrales n'ont pas été dotées de leur indépendance pour étendre leurs propres missions. »

Je suis convaincu que l'indépendance et une interprétation étroite de la mission doivent aller de pair. Elles sont les deux faces d'une médaille. Plus les banques centrales donnent une interprétation large à leur mission de politique monétaire, plus elles risquent de s'entremêler avec la politique et d'être surchargées tout le temps par de nouveaux objectifs et de nouveaux souhaits. Tôt ou tard, leur indépendance serait alors remise en question -et ce, à mon avis, à juste titre-. Ce serait rendre un mauvais service à la stabilité des prix.

Une des recettes du succès d'une politique monétaire indépendante consiste donc à reconnaître et à respecter ses propres limites. Cela signifie également de maintenir suffisamment de distance vis-à-vis de la politique budgétaire. Il en va de même en ce qui concerne la politique économique ou la politique climatique. (...)

## 5. Conclusion

Mesdames, Messieurs,

L'expression suivante provient de l'économiste John McMillan : « L'expérience nous apprend à voir les arbres; la théorie des jeux nous aide à voir la forêt. » Je voudrais conclure avant que les arbres ne cachent la forêt.

La théorie des jeux aiguise notre regard sur l'interaction entre les différentes attentes et stratégies à l'œuvre dans l'économie, tant entre les décideurs politiques qu'entre eux et les acteurs privés.

Il ne fait aucun doute que la pandémie de coronavirus pose un défi inédit aux politiques budgétaire, économique et monétaire. Dans les efforts entrepris à cause de la crise, il ne faut pas oublier que les différents domaines politiques poursuivent des objectifs prioritaires divergents. Pour que l'interaction serve en fin de compte le bien commun, il est particulièrement important de ne pas brouiller les responsabilités entre les différents domaines politiques et de ne pas surcharger la politique monétaire.

Paul Volcker, qui, en tant que chef de la Réserve fédérale, a vaincu la « grande inflation » des années 1970 aux États-Unis, l'a résumé ainsi : « Si on demande trop de [la banque centrale] – par exemple de soutenir une politique budgétaire mal menée, de corriger les déséquilibres structurels ou de résoudre la quadrature permanente de l'hypothétique cercle de stabilité, de croissance et de plein emploi – [alors] elle restera inévitablement en deçà des attentes. Si elle perd en même temps de vue son objectif fondamental d'assurer la stabilité des prix [...], ces autres objectifs resteront eux aussi impossibles à atteindre. »

Je vous remercie de votre attention !

## Bercy présente son plan de sortie de crise pour les entreprises

**Afin de soutenir les sociétés en difficulté, l'exécutif mise sur un dispositif en trois volets : détecter, orienter, accompagner.**

**P**ar ici la sortie de crise ! L'exécutif présentait, mardi 1<sup>er</sup> juin, le dispositif d'accompagnement des entreprises, mis en place pour aider celles qui, confrontées à la fin des mesures de soutien, devront faire face à des difficultés de trésorerie et au remboursement de leurs dettes, qu'il s'agisse du prêt garanti par l'État (PGE), de leurs dettes sociales et fiscales ou de leurs crédits bancaires.

La reprise de l'activité et la sortie progressive des aides devraient, en toute hypothèse, accélérer les défaillances au cours des prochains mois. Elles sont toujours très peu nombreuses au regard de la violence de la crise liée au Covid-19. En avril, le nombre d'ouvertures de procédures collectives était encore en recul de 52 % par rapport aux mois d'avril 2018 et 2019, où l'on en avait enregistré respectivement 3 670 et 3 633.

Si cette tendance se poursuit, mai sera inférieur à la moyenne historique. Toutefois, les professionnels redoutent un changement de tendance : de 10 000 à 20 000 PME pourraient se trouver en grande difficulté au cours des mois à venir, évalue la Confédération des petites et moyennes entreprises. La Compagnie nationale des commissaires aux comptes estime que de 5 % à 10 % des sociétés seraient concernées.

Pour les soutenir, l'exécutif suggère un dispositif fondé sur une devise qui pourrait être le pendant économique du « tester, tracer, isoler » sanitaire. Il s'agit de « *détecter, orienter, accompagner* ». « *Aujourd'hui, nous sortons progressivement du "quoi qu'il en coûte", mais certaines entreprises viables continuent d'avoir besoin du soutien de l'État pour dépasser cette période compliquée et rebondir plus fort*, a expliqué Bruno Le Maire, le ministre de l'économie. *Avec ces nouveaux dispositifs, plus simples et plus lisibles, nous offrons aux entreprises une palette de solutions adaptées à leurs besoins pour leur permettre de renaître de cette crise.* »

### « Les entrepreneurs ont du mal à se projeter dans l'avenir »

Afin de mettre en place ces dispositifs, l'exécutif va s'appuyer sur un conseil national de sortie de crise, réunissant notamment, aux côtés des représentants de l'État, les professions du chiffre et du droit (experts-comptables, commissaires aux comptes...), les banques et les institutions financières, ainsi que les fédérations d'entreprises.

L'animation de cette instance est confiée à Gérard Pfauwadel, ancien secrétaire général du Club de Paris et, par la suite, du comité interministériel de restructuration industrielle. Il a aussi été chargé de la structure de défaisance du Comptoir des entrepreneurs. « *J'ai donc passé l'essentiel de ma carrière à traiter des situations difficiles* », confie-t-il, en précisant qu'il remplira bénévolement cette mission d'intérêt général.

Le dispositif accorde une importance particulière à l'anticipation des difficultés. « *Détecter les fragilités de manière précoce est très compliqué, car les entrepreneurs ont du mal à se projeter dans l'avenir* », remarque un conseiller de Bercy. Cependant, tous s'accordent à reconnaître

que les procédures préventives -mandat ad hoc ou conciliation- sont bien plus efficaces pour sauver les entreprises que les procédures judiciaires de sauvegarde ou de redressement.

### **Création d'un « fonds de transition »**

L'État va donc renforcer sa capacité de détection des « *signaux faibles* » pour identifier les entreprises fragiles, par le biais notamment des services fiscaux, des réseaux d'experts-comptables ou de commissaires aux comptes. Un numéro d'appel unique (0806 000 245) permettra aux chefs d'entreprise d'être orientés dans le maquis des dispositifs.

Quand les difficultés seront avérées, les petites entreprises -les seuils d'éligibilité doivent encore être précisés par décret- pourront bénéficier d'une procédure collective simplifiée, dite procédure de « traitement de sortie de crise », en vue de restructurer leur dette. Afin d'en accélérer le traitement, le passif sera établi sur déclaration du chef d'entreprise, à l'aune d'éléments comptables « fiables » établis par un expert-comptable et/ou validés par un commissaire aux comptes. La procédure, ouverte pour trois mois, permettra d'établir un plan de continuation, incluant un échelonnement du paiement du passif sur plusieurs années et « *excluant la cession de l'entreprise* », précise Bercy.

D'autres types de mesures sont prévus pour les entreprises qui auraient davantage besoin d'un coup de pouce financier pour franchir cette étape. Outre la prolongation des PGE jusqu'à la fin de l'année 2021, l'État prolonge aussi les prêts exceptionnels pour les petites sociétés de moins de 50 salariés ou des avances remboursables et des prêts bonifiés pour les PME et les entreprises de taille intermédiaire.

Pour celles de taille « significative », Bercy a annoncé, courant mai, la création d'un « fonds de transition », doté de 3 milliards d'euros, qui permet d'intervenir sous forme de prêts, quasi-fonds propres et fonds propres. Géré directement par Bercy, ce fonds permettra d'intervenir « *au cas par cas* », « *dans une logique de financement de transition* », le temps, pour les bénéficiaires affectés par la crise, de mener à bien une recherche de financement avisé et de rebondir.

Néanmoins, il n'est pas question d'allouer de l'argent indistinctement aux entreprises qui frapperaient au portillon. « *Je veux être clair : notre objectif est d'assurer une transition, pas de devenir l'actionnaire universel de toutes les entreprises françaises* », a insisté Bruno Le Maire.

**Béatrice Madeline**

# Les effets sectoriels de la crise du Covid-19 à l'horizon de la fin 2022 :

## Un chiffrage du « terrain perdu » par rapport aux tendances d'avant-crise

Alexis Loublier

(...)

### 2. La crise actuelle est caractérisée par un fort marquage sectoriel susceptible d'affecter durablement le PIB agrégé

Cette partie présente un état des lieux en 2020-2021 des différentiels de niveaux d'activité et des capacités de rebond, branche par branche. La grille de différenciation sectorielle qui en découle permet ensuite d'inférer comment ces effets sectoriels pourraient affecter, de manière plus durable, le PIB agrégé.

Les estimations de cette étude sont effectuées en *volume à prix constants* dans un souci de simplicité et pour faciliter les évaluations à un niveau sectoriel fin. De ce fait, de légères différences peuvent apparaître avec les prévisions du reste de cette *Note* qui s'appuient, comme les comptes trimestriels, sur des *volumes chaînés*.

#### 2.1. Le niveau d'activité agrégé anticipé en juin 2021 reflète des évolutions sectorielles très contrastées

**Au niveau de l'économie dans son ensemble, l'activité se situerait actuellement plus de 2 % sous son niveau d'avant-crise.** Au mois de juin, l'écart de l'activité en volume par rapport au niveau du T4 2019 est estimé en effet à -2,2 % (estimation en volume à prix constants). La poursuite de la reprise d'activité au second semestre devrait ensuite conduire à un quasi-rattrapage de ce niveau en fin d'année.

**Ce chiffre agrégé masque une forte hétérogénéité au niveau des secteurs (figures 1 et 2).** Si, à quelques exceptions près comme l'agriculture, l'ensemble des secteurs a chuté massivement lors de la mise en place des restrictions sanitaires initiales (perte d'activité totale de 30 % en avril 2020), le profil de rebond d'activité à compter de la fin du premier confinement varie fortement selon les secteurs.

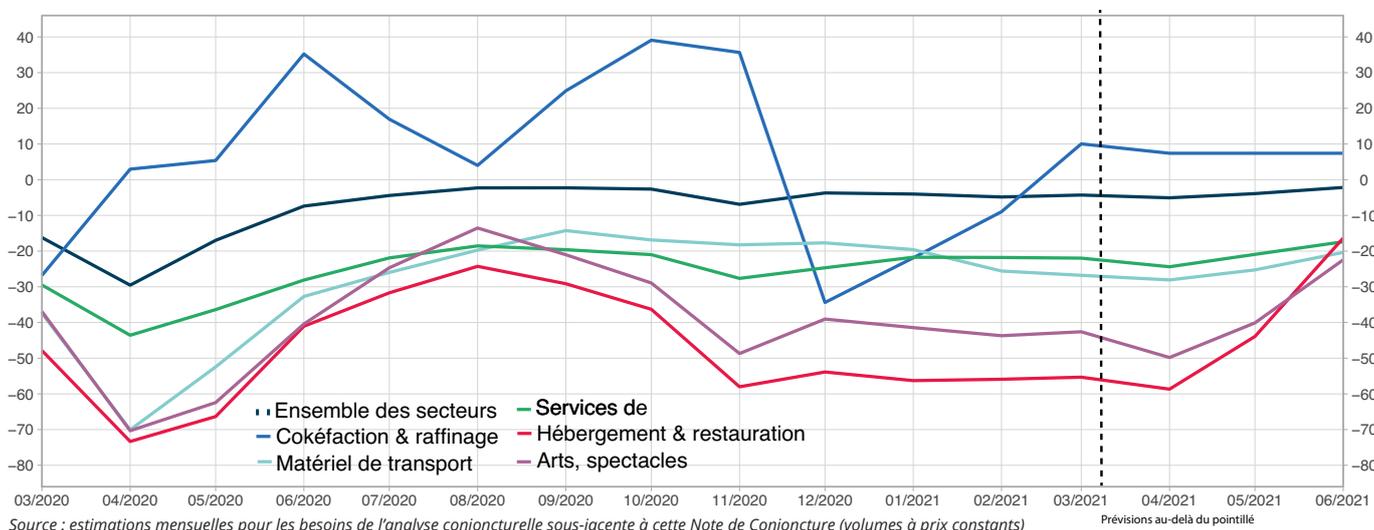
Certains secteurs ont en effet été très peu affectés par la crise, voire même en ont tiré parti (figure 2). Ces secteurs ont déjà largement dépassé leur niveau de 2019 et sont dans une dynamique de croissance soutenue :

- C'est le cas de l'informatique et des télécommunications (niveau prévu pour juin 2021 supérieur de 7 % par rapport au niveau du T4 2019) qui ont notamment pu bénéficier des effets du **recours généralisé au télétravail** et plus généralement de **l'essor du numérique** accéléré par la crise ;
- C'est également le cas des activités de chimie et pharmacie (+2,8 % prévu en juin) qui ont été dynamiques à la faveur de la crise sanitaire.

Certains secteurs ont relativement bien résisté à la crise et ont déjà rattrapé leur niveau pré-crise. C'est le cas notamment des services financiers et des services immobiliers.

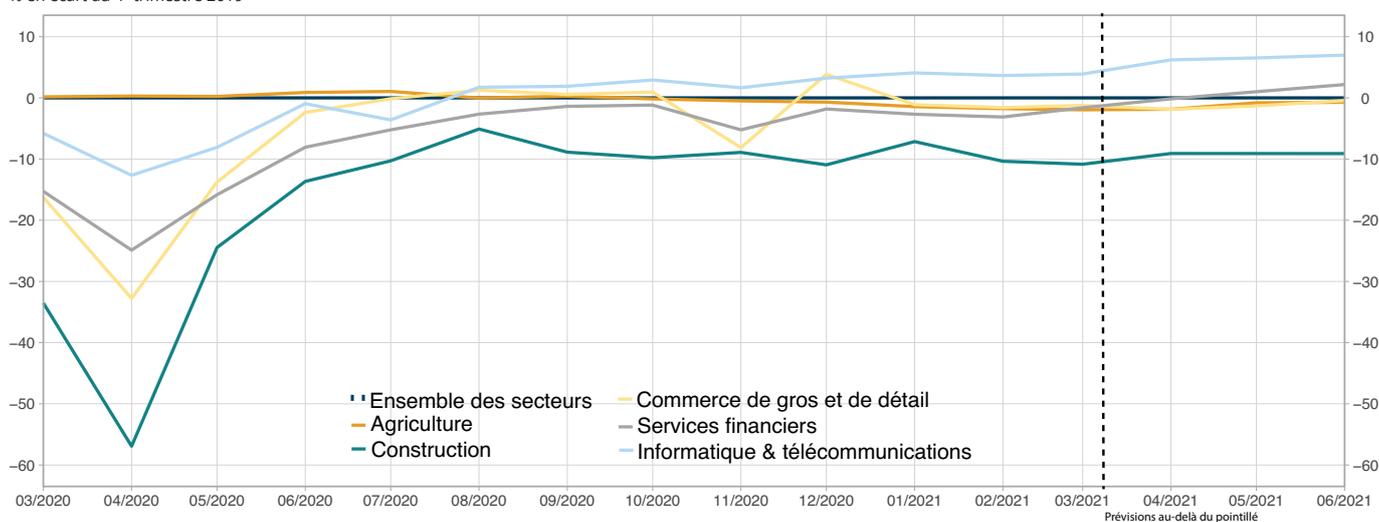
## ► 1. Perte de valeur ajoutée dans les secteurs particulièrement affectés

% en écart au 4<sup>e</sup> trimestre 2019



## ► 2. Perte de valeur ajoutée dans les secteurs plus résilients

% en écart au 4<sup>e</sup> trimestre 2019



**Par ailleurs, des secteurs qui avaient réalisé des pertes particulièrement lourdes lors du premier confinement ont amélioré leur résilience depuis et sont aujourd'hui moins affectés par les restrictions sanitaires :**

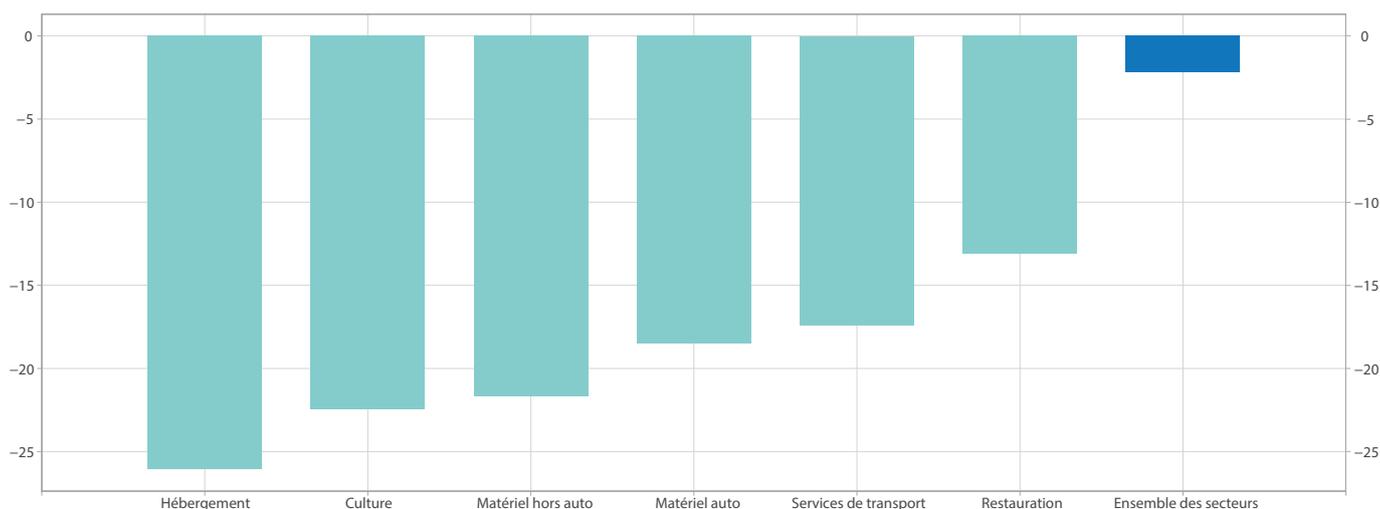
- C'est le cas de la construction qui totaliserait des pertes de l'ordre de 9 % en juin 2021 (vs près de 60 % en avril 2020), et qui est désormais moins affectée par les contraintes sanitaires ;
- C'est également le cas du commerce de gros et de détail qui aurait quasiment rattrapé son niveau du quatrième trimestre 2019 (à comparer à un écart de 33 % en avril 2020), en adaptant notamment son appareil productif (e.g. développement du *click & collect*) afin de maintenir un niveau d'activité en dépit des contraintes.

**A contrario, un certain nombre de secteurs demeurent toujours fortement pénalisés par la crise, avec des niveaux d'activité en retrait de plus de 10 % en juin 2021 par rapport au T4 2019 (figure 1) :**

- Il s'agit de secteurs qui sont davantage affectés par la persistance des restrictions sanitaires car non seulement ils sont relativement plus visés par ces restrictions que les autres secteurs, mais ils peuvent difficilement adapter leur mode de production. C'est ainsi le cas de l'hébergement (écart de 26 % prévu en juin 2021 par rapport 2019), de la culture (22 % en juin) et dans une moindre mesure de la restauration (13 % en juin).
- Par ailleurs, au-delà de l'effet direct des restrictions sanitaires, certains de ces secteurs voient leur activité affectée du fait d'une moindre demande. C'est le cas par exemple du matériel de transport aérien (écart prévu de 28 % en juin 2021) et du transport aérien (27 % en juin). Dans une moindre mesure, cela concerne aussi le transport non aérien, qui peut toutefois bénéficier d'un report modal depuis l'aérien, ou encore le matériel automobile.
- Des capacités de production amoindries résultant de contraintes d'approvisionnement (dans le secteur automobile par exemple) peuvent également contribuer au ralentissement de ces secteurs.

### ► 3. Perte de valeur ajoutée prévue en juin 2021

% en écart au 4<sup>e</sup> trimestre 2019



Note : les estimations en volume à prix constants présentées ici peuvent légèrement différer des estimations du reste de cette Note qui s'appuient sur des volumes chaînés.  
Source : Estimations mensuelles pour les besoins de l'analyse conjoncturelle sous-jacente à cette Note de Conjoncture (volumes à prix constants)

## 2.2. La dynamique de reprise du PIB agrégé à court terme est fortement dictée par celle des secteurs les plus affectés

Les secteurs qui seraient toujours les plus affectés par la crise représentent aujourd'hui environ 10 % de la valeur ajoutée totale. Il s'agit des secteurs dont l'écart par rapport au niveau du T4 2019 serait toujours supérieur à 10 % en juin 2021 (figure 3).

Malgré leur poids relativement faible dans la valeur ajoutée, ces secteurs contribuent fortement à la dynamique du PIB agrégé (figure 4) :

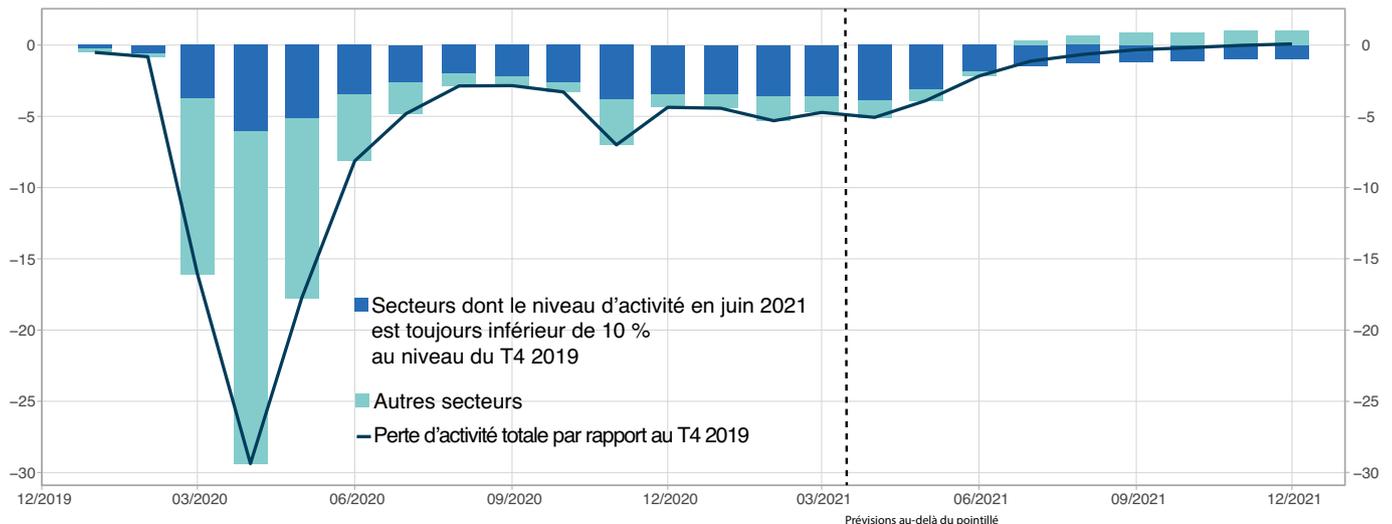
En particulier, près de 85 % de la perte de valeur ajoutée en juin 2021 par rapport à 2019 est expliquée par ces seuls secteurs.

## 2.3. Un marquage sectoriel est également susceptible de jouer sur le PIB agrégé à plus long terme

Au-delà de 2021, les dynamiques de rebond constatées jusqu'à présent suggèrent qu'un certain degré d'hétérogénéité sectorielle pourrait perdurer. Par exemple, bien que probablement de plus en plus faible, un certain niveau de restrictions sanitaires pourrait se prolonger, notamment en cas de maintien de certaines jauges. De même, le ralentissement de la demande dans certains secteurs, ceux qui sont liés aux voyages lointains notamment, pourrait s'installer dans le temps de manière plus structurelle, et d'éventuelles défaillances pourraient de fait contraindre plus durablement les capacités de production de certains secteurs. À l'inverse, certains secteurs pourraient poursuivre la dynamique de croissance soutenue déjà constatée ou gagner en dynamisme à la faveur de certains soutiens publics.

### ► 4. Décomposition de la perte de valeur ajoutée

% en écart au T4 2019



Note : les estimations en volume à prix constants présentées ici peuvent légèrement différer des estimations du reste de cette Note qui s'appuient sur les volumes chaînés.  
Source : Estimations mensuelles pour les besoins de l'analyse conjoncturelle sous-jacente à cette Note de Conjoncture (volumes à prix constants).

(...)

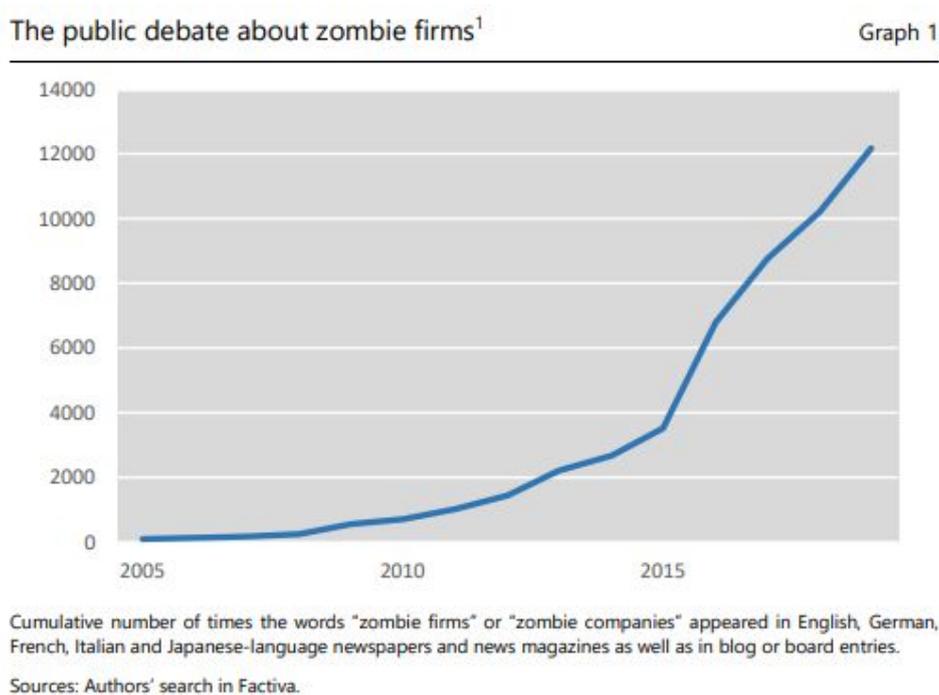
## À quoi reconnaître une entreprise zombie ? Pas facile en 2021

La zombification de l'économie est-elle en marche après la Covid-19 ? C'est la question qui monte. Mais qu'est-ce qu'une entreprise zombie ? Éléments de réponse sur un concept très sérieux sur lequel se penchent la Banque des règlements internationaux, Coface, France Stratégie, le Trésor, etc.

2021, l'année des zombies ? Peu engageant mais c'est la question qui monte en ce début d'année. La cheffe économiste de la direction du Trésor pose directement la question en ces termes sur son blog avec un point d'interrogation, alors que d'autres apportent une réponse affirmative.

Une entreprise zombie, c'est une entreprise qui n'est pas en phase de lancement et dont les résultats ne couvrent pas le remboursement des intérêts de sa dette. Pour poursuivre son activité, elle ne peut qu'emprunter à nouveau et sa dette grossit, grossit, grossit inexorablement.

Combien sont-elles ? On ne sait pas bien, admet la Banque des Règlements internationaux (qui supervise les banques centrales et alerte sur les risques financiers mondiaux) dans un papier d'étude intitulé : Corporate Zombies, anatomy and life cycle, papier qui compare dans le temps et l'espace l'évolution de ces entreprises zombies.



La BRI constate aussi la part grandissante depuis 2005 de cette question des entreprises zombies dans le débat public. *Crédits : BRI*

Une chose est sûre : la proportion des entreprises zombies augmente depuis 30 ans, ça ne date pas du Covid-19. La faute, en partie, aux taux d'intérêts très bas, qui poussent les agents économiques à s'endetter puisque cela ne coûte pas cher.

De 4 % dans les années 80, la part des zombies est passée à 15 % en 2017 en moyenne sur les 14 économies étudiées. 30 % en Australie et au Canada, 15 % en France, mais chez nous cette part des zombies a doublé depuis 2008 alors qu'elle diminuait chez nos voisins.

« Dans l'Europe continentale la part de zombies est plus faible, allant de 10 % à 15 %, elle est restée constante après la crise financière. À l'exception de la France où leur part a plus que doublé depuis 2008. » BRI, 2020

Or, ces chiffres sont sans doute sous-estimés reconnaît la Banque des règlements internationaux car ils ne prenaient pas en compte les PME non cotées, qui sont plus sujettes à la zombification. Excusez l'expression, mais c'est celle que l'on trouve dans ce papier et dans les articles sur le sujet.

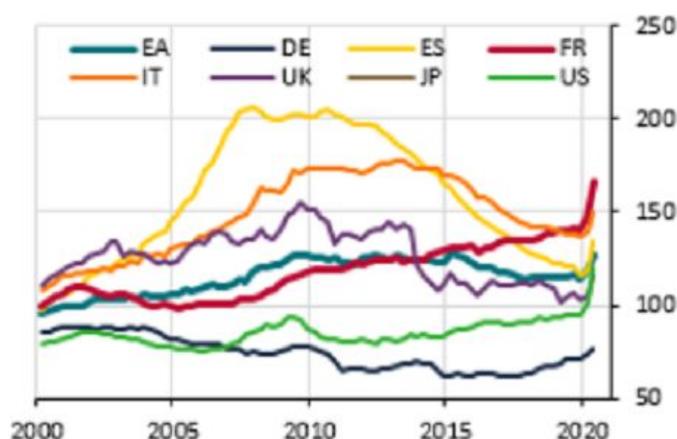
D'ampleur inconnue, cette partie morte vivante de l'économie n'a pu que prospérer après l'année 2020 estiment de nombreux experts, car pour compenser leur chiffre d'affaire en baisse, voire à zéro, les entreprises ont fait de nouveaux crédits bancaires ou émis de nouveaux titres de dette (des obligations).

C'est le cas partout, mais en France, l'endettement des entreprises était déjà plus élevé qu'ailleurs : 175 milliards d'euros de dettes en plus entre janvier et septembre 2020, contre 65 milliards sur la même période en 2019. La Banque de France juge cette dynamique d'endettement préoccupante pour la stabilité financière dans sa dernière évaluation des risques financiers.

« L'endettement financier des entreprises non financières françaises atteignait 2 207 milliards d'euros fin 2019 (1 536 milliards en crédit dont 1 090 milliards prêtés par des banques résidentes et 671 milliards en titres) et représentait 173 % de la valeur ajoutée des Sociétés Non Financières (càd sans les banques et assurances en gros). Cet endettement est sur une tendance croissante depuis le milieu des années 2000 et, alors que le ratio dette / valeur ajoutée des SNF françaises était en début de période légèrement inférieur au ratio moyen dans la zone euro, il est désormais d'environ 40 points au-dessus de la moyenne de la zone euro. » Banque de France

Graphique 2.2 : Endettement des sociétés non financières rapporté à la valeur ajoutée

x : / y : axe temporel / pourcentage



Source : Eurostat (comptes trimestriels).

Note : L'endettement financier (crédits et titres de dette) des SNF est rapporté au cumul de leur valeur ajoutée sur les 4 derniers trimestres.

L'endettement des entreprises françaises, et sa dynamique croissante préoccupent la Banque de France  
Crédits : Banque de France

Que dire après 2020, année où les entreprises ont ajouté de la dette à leur dette pour ne pas mourir du covid-19 ?

### Plus de dette, plus de zombies ?

C'est un risque, mais ce n'est pas (heureusement pour les vivants) automatique.

La dette, et c'est pareil pour la dette publique, n'est pas toujours un problème en soit. Elle le devient s'il n'y a pas en face des rentrées d'argent pour la maintenir à un niveau soutenable.

Évaluer cela, ne pas prêter aux entreprises non viables, achever les zombies en somme, c'est le travail des banques. Mais en ce moment tout est chamboulé.

*« Je vais vous faire une confidence, je ne sais pas comment se décident les banques aujourd'hui. Tous nos cadres habituels, de ratio, ont volé en éclat. »* Guy Degeorges, Directeur Administratif et Financier pour des PME

En temps normal et à gros trait, une entreprise est viable quand ses résultats sont suffisants pour financer son activité à long terme. Comment on fait, quand exceptionnellement son chiffre d'affaires est de 0, qu'elle a financé ses charges avec des prêts, et ne peut faire aucune projection pour l'avenir qui est incertain comme jamais ?

Quand une grande partie de l'économie est plongée en coma artificiel, les zombies passent inaperçus ou se fondent dans la masse. Non détectées, non liquidées, leur proportion peut en effet grossir. Les aides d'État, utiles, ont elles aussi brouillé les cartes.

Or les entreprises zombies peuvent entraîner dans leur marasme des entreprises saines avec qui elles sont en affaire. Voilà pourquoi on les appelle ainsi. À vivoter comme elles le font, raisonnent les économistes, sans investir, sans innover, sans être des as de la productivité, elles ralentissent le potentiel de croissance de toute une économie.

En un mot, ce sont des boulets.

*« L'existence de ces entreprises (NDLR zombies) se traduit par une rétention de capitaux et de main-d'œuvre qui peut pénaliser le développement des autres entreprises et freiner l'entrée de nouveaux concurrents. Il existe un arbitrage intertemporel pour les pouvoirs publics entre soutenir l'activité et l'emploi à court terme, et orienter de manière optimale les ressources productives pour que le sentier de croissance ne soit pas diminué à long terme. Une question importante est de savoir si la hausse des dettes privées constatées lors de la crise de la Covid-19 mènera à une hausse des entreprises zombies, et in fine, à une baisse de la productivité. »* Conseil National de la Productivité 2<sup>ème</sup> rapport

Pas besoin de ça en ce moment mais faire la chasse aux zombies, est-ce une solution pour favoriser la relance ? Surtout pas, s'énerve un cadre de la Confédération des Petites et Moyennes entreprises.

*« Tant qu'une entreprise a des clients, qu'elle a un carnet de commande, des salariés, elle est vivante ! »* Bernard COHEN-HADAD, président de la CPME Paris Île-de-France

Et de plaider pour qu'on traite plutôt le problème à la racine. Puisque c'est le surendettement hérité de la crise, allégeons, dit ce patron, allégeons la dette des entreprises.

## **Pour éviter les zombies, alléger la dette des entreprises ?**

Le Conseil National de la productivité fait lui aussi cette suggestion, experts comptables et administrateurs judiciaires ne voient pas comment on pourra faire sans pour certaines entreprises. Pas toutes, car les mesures de restrictions liées au Covid-19 n'ont pas touché tous les secteurs de la même façon. La prévention pour éviter les faillites (et cela passe parfois par des moratoires voire des restructurations de dette) est cruciale, alertent d'ailleurs les professionnels du chiffre.

Mais pour le moment, dette privée, dette publique, même tabou pour l'exécutif.

Étaler la dette, oui, l'alléger, il n'est pas encore question de l'envisager publiquement.

Qui de la dette ou des zombies est le plus gros boulet ? On ne le sait pas, car plane aussi la menace que certains secteurs ne repartent pas comme avant une fois le gros de la crise sanitaire passé : on pense aux transports, à l'immobilier commercial, au tourisme, au spectacle vivant. Quelle taille auront les nouveaux zombies ?

Zombie d'hier, d'aujourd'hui ou de demain, la photo n'a jamais été aussi floue qu'en ce début d'année.

**Marie Viennot**

# LE CHOC DE LA COVID-19 ET LA CRAINTE D'UNE ZOMBIFICATION ACCÉLÉRÉE

2

Au-delà du choc économique à court terme, la pandémie de Covid-19 et les mesures sanitaires exceptionnelles mises en place pour la contenir posent de nombreuses questions sur les conséquences durables de cette crise. Le débat autour des entreprises dites zombies, qui n'est pas nouveau, a pris de l'ampleur puisque leur part dans les économies développées a tendancielle­ment augmenté depuis les années 1980. Les interventions publiques massives de lutte contre les effets de la pandémie, du côté des gouvernements - moratoire sur la dette, annulation de cotisations sociales pour les employeurs, large recours aux dispositifs d'activité partielle, etc. - comme de celui des banques centrales - augmentation et prolongement des programmes de rachats d'actifs -, pourraient maintenir en vie des entreprises non viables, ce qui ravive les inquiétudes relatives à la « zombification » des économies.

## Définitions

Une firme « zombie » est généralement définie comme une firme active sur le marché mais peu productive, à la dette élevée et à faible rentabilité. La définition et la mesure du phénomène ne font pas l'objet d'un consensus général. Parmi les définitions, on retiendra notamment celle de l'OCDE (Adalet McGowan et al. (2017)) selon laquelle une entreprise zombie est une entreprise de plus de dix ans d'existence et dont les revenus opérationnels ne couvrent pas les charges d'intérêt pendant plus de trois années consécutives<sup>1</sup>. La Banque de France s'appuie sur une autre définition, celle de Caballero et al. (2008) dans leur article pionnier sur les entreprises zombies au Japon<sup>2</sup> : une entreprise zombie désigne une entreprise fragile mais qui bénéficie de conditions de financement particulièrement favorables<sup>3</sup>. Banerjee et Hoffmann (2020), quant à eux, considèrent comme zombie une entreprise non rentable et avec une faible valorisation boursière pendant deux ans<sup>5</sup>. Quelle que soit la définition retenue, l'identification des firmes zombies nécessite de distinguer les épisodes de baisse temporaire de trésorerie des entreprises (problème de liquidité) de ceux marqués par une incapacité à faire face aux échéances de dette (problème de solvabilité).

La problématique de zombification a plus largement été discutée au lendemain de la crise japonaise des années 1990, suite au long dégonflement des bulles immobilière et boursière qui a fragilisé la situation économique du pays. Au-delà de l'exemple japonais, le choc actuel ravive cette problématique et de nombreuses questions se posent. Où en est-on aujourd'hui, en particulier en Europe ? Quelles sont les causes, réelles ou monétaires, de la zombification des économies ? Ces dernières pâtissent-elles de conséquences macroéconomiques durables, en termes de productivité notamment ? La crise actuelle et les politiques publiques de soutien à l'activité constituent-elles un accélérateur du phénomène de zombification ? Le cas échéant, quelles seraient les réponses adéquates ? Nous allons, dans cette note, tenter d'apporter des éclairages et des éléments de réponses à ces interrogations. Nous concentrerons notre analyse plus spécifiquement sur les pays européens. Notre éclairage se portant principalement au niveau macroéconomique, il ne couvre donc pas en détail l'ensemble des aspects du sujet. En ce sens, cet article devra être appréhendé avant tout comme un outil de réflexion.

## État des lieux, causes et conséquences de la zombification

### Où en sommes-nous aujourd'hui ? Un bref état des lieux

Les entreprises zombies occupent aujourd'hui une place plus importante que par le passé dans les pays développés. Selon les estimations de Banerjee et Hofmann (2020), qui retiennent uniquement les entreprises cotées (nombre d'entreprises zombies cotées sur le total des entreprises cotées), leur part atteindrait 15% en 2017 contre environ 4% à la fin des années 1980<sup>6</sup>. Au cours des trois dernières décennies, cette proportion a eu tendance à progresser à la suite de crises avant de baisser les années suivantes. Le phénomène de zombification serait par ailleurs devenu plus persistant.

Si des écarts d'estimations existent, la dynamique de hausse de la part des firmes zombies dans les économies avancées fait globalement consensus. Les pays européens restent néanmoins très hétérogènes comme l'illustrent les travaux de Hallak et al. (2018)<sup>7</sup>. La Grèce serait par exemple l'économie européenne dont la part d'entreprises zombies est la plus élevée, proche de 25%. Cette estimation de 2013 est toutefois à regarder avec précaution compte tenu de l'environnement macroéconomique très dégradé en Grèce à cette période. La proportion en Espagne (autour de 20%) serait deux fois supérieure à celle en Italie et en France. La part du capital détenue dans des firmes zombies serait également nettement plus élevée en Grèce qu'en France ou en Allemagne. Cette hiérarchie est confirmée par des travaux de l'OCDE<sup>8</sup>.

### Comment expliquer cette hausse de la zombification ?

Comme indiqué en introduction, le phénomène de *zombification* prend de l'ampleur à partir des années 2000, au regard du cas japonais. Pour rappel, l'économie nipponne a fait face au début des années 1990 au long dégonflement des bulles immobilière et boursière, ce qui a nettement fragilisé la valeur des collatéraux. La *zombification* serait en partie liée aux difficultés du secteur bancaire. De nombreux travaux sur le Japon ont en effet mis en avant l'absence de restructuration rapide des banques suite à l'explosion des bulles d'actifs et à la montée des créances douteuses. La réaction des autorités avait alors été tardive et timide. Afin d'éviter d'enregistrer des pertes, les banques japonaises ont continué de prêter à des firmes non rentables<sup>9</sup>.

1 Adalet McGowan et al. (2017), *The walking dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries*, OECD working papers

2 R.J. Caballero et al., *Zombie lending and depressed restructuring in Japan*, American Economic Review, 2008

3 Les entreprises zombies bénéficient de prêts assortis d'un taux d'intérêt inférieur à celui correspondant à leur profil de risque. Plus précisément, « une entreprise est présumée avoir obtenu des conditions de financement particulièrement avantageuses (taux très bas) si le taux de son prêt est inférieur au décile des taux pour les entreprises les plus saines, c'est-à-dire le taux le plus élevé offert à 10 % des entreprises bénéficiant des taux les plus bas et de la meilleure cotation ou note de la Banque de France » (Avouyi-Dovi et al., 2017)

4 S. Avouyi-Dovi et al., *Y-a-t-il des entreprises zombies en France ?*, Bloc-notes Eco, Banque de France, mars 2017

5 R. Banerjee et B. Hofmann, 2020, *Corporate Zombies : Anatomy and life cycle*, BIS Working Papers, septembre. Les critères précis sont les suivants : ratio de couverture des intérêts inférieur à 1 et Q de Tobin inférieur à la médiane du secteur.

6 R. Banerjee et B. Hofmann, *Corporate Zombies : Anatomy and life cycle*, BIS Working Papers, septembre 2020

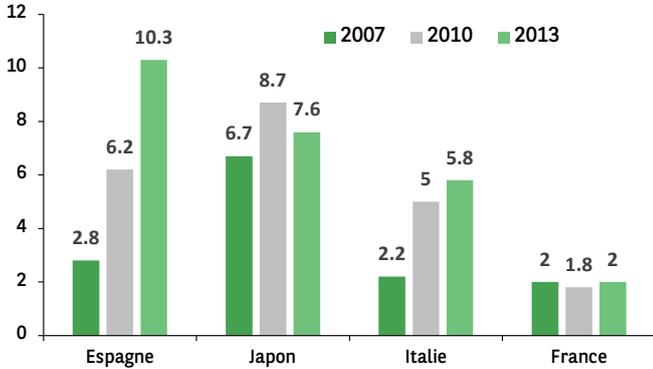
7 I. Hallak et al., *Fear the walking dead? Incidence and Effects of Zombie Firms in Europe*, Commission européenne, 2018

8 Adalet McGowan et al. (2017), *The walking dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries*, OECD working papers

9 Voir note de bas de page n°2



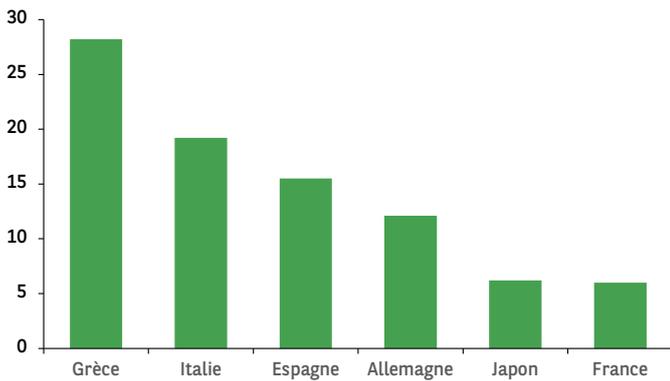
**PART DES ENTREPRISES ZOMBIES (% NOMBRE TOTAL D'ENTREPRISES)**



GRAPHIQUE 1

SOURCE : ADALET MCGOWAN ET AL. (2017), OCDE

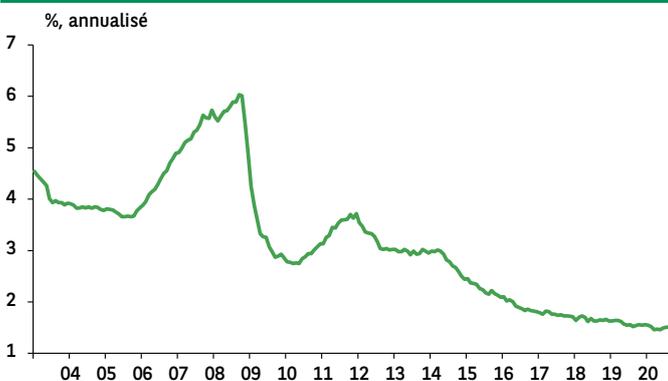
**PART DU CAPITAL CAPTÉE PAR LES ENTREPRISES ZOMBIES EN 2013 (EN %)**



GRAPHIQUE 2

SOURCE : ADALET MCGOWAN ET AL. (2017), OCDE

**COÛT MOYEN DES NOUVEAUX CRÉDITS ACCORDÉS AUX SNF EN ZONE EURO**



GRAPHIQUE 3

SOURCE : BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

En réalité, pour une banque, évaluer justement des pertes en capital dans le cas du non remboursement d'un crédit entraîne une hausse du provisionnement et une détérioration de sa situation financière. De ce fait, la dynamique de *zombification* pourrait découler des difficultés des banques, notamment les plus fragiles pour qui octroyer des prêts non rentables reste la solution la plus viable (difficultés qui, dans certains pays, peuvent se combiner aux liens étroits entre banques et entreprises-clients via des participations croisées). Ce résultat est cohérent avec le fait que les firmes zombies sont davantage susceptibles d'être connectées à des banques fragiles, comme souligné par certaines études<sup>10</sup>.

D'autres travaux (Acharya *et al.* 2020)<sup>11</sup> indiquent que l'octroi de crédit à des firmes zombies, en créant des excès de capacités de production, a un effet désinflationniste. Cette dynamique pourrait compliquer la tâche des autorités monétaires et retarderait un relèvement des taux d'intérêt (voir paragraphe suivant). La baisse rapide et prolongée des taux d'intérêt depuis le début des années 1980, qui a réduit la pression financière sur l'ensemble des entreprises, est ainsi mise en avant pour expliquer cette « prolifération » des firmes zombies en Europe. Les interventions massives de la Banque centrale européenne (BCE), via la baisse des taux d'intérêt directeurs et les larges programmes de rachats d'actifs (*quantitative easing*), se sont répercutées sur les crédits accordés aux sociétés non financières de la zone euro dont les coûts d'emprunt ont baissé de façon quasi-continue (cf. graphique 3). Cette baisse des taux peut ainsi favoriser une prise de risque accrue et financer des firmes qui ne l'auraient pas été en présence de taux plus élevés.

L'offre de liquidité des banques centrales et l'assouplissement des conditions de financement peuvent certes contribuer à soutenir des entreprises viables faisant face uniquement à des besoins temporaires de trésorerie, mais peuvent également soutenir des firmes non viables. Sans interventions monétaires – ou budgétaires – massives, les entreprises les plus fragiles ne résisteraient pas aux chocs négatifs et seraient évincées du marché. Cependant, ces politiques, si elles perdurent, peuvent maintenir des entreprises non viables sur le marché et limiter la restructuration « ordonnée » des entreprises – via des procédures de faillites (voir plus bas). Ce lien entre taux bas et hausse des firmes zombies semble néanmoins quelque peu réducteur, en particulier en zone euro, et n'est pas pleinement établi par la littérature<sup>12</sup>.

En outre, comme indiqué plus haut, le poids des entreprises zombies diffère sensiblement entre les États membres de la zone euro, qui partagent pourtant la même politique monétaire.

Il est donc difficile de pointer les taux bas comme seule cause de la *zombification*. Le meilleur frein à ce phénomène pourrait aussi être une croissance économique plus forte<sup>13</sup> et un niveau d'investissement plus élevé. La question du déficit d'investissement par rapport au niveau d'épargne disponible est un sujet prégnant dans le monde économique actuel, et en particulier en zone euro. Au sein de cette dernière, ce déséquilibre entre épargne et investissement (publics et privés) est croissant depuis la crise 2008-2009. Une hausse de l'investissement, à niveau d'épargne inchangé, serait bénéfique à la croissance économique à moyen terme et permettrait une moindre pression baissière sur les taux d'intérêt.

<sup>10</sup> D. Andrews *et al.*, *Breaking the shackles: Zombie firms, weak banks and depressed restructuring in Europe*, BCE, Février 2019  
<sup>11</sup> V.V. Acharya *et al.*, *Zombie credit and (dis-)inflation: Evidence from Europe*, Federal Reserve Bank of New-York, Staff Reports Décembre 2020  
<sup>12</sup> L. Laeven *et al.*, *Zombification in times of pandemic*, VoxEU CEPR, Octobre 2020  
<sup>13</sup> U. Bindseil *et J. Schaaf*, *Zombification is a real, not a monetary phenomenon: Exorcising the bogeyman of low interest rates*, VoxEU CEPR, Janvier 2020

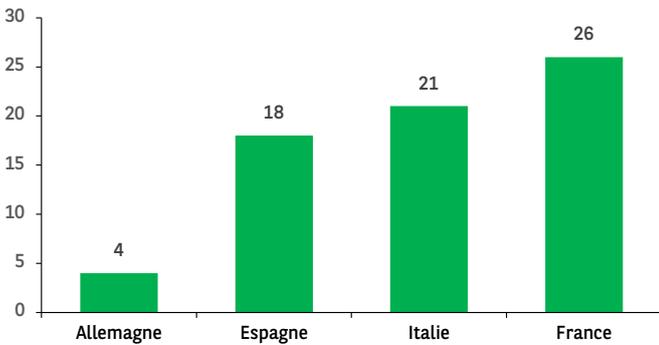


Nous soulignons ici une causalité réciproque : d'une part, la baisse des taux d'intérêt entraînerait une *zombification* qui pèserait sur l'investissement et, d'autre part, le faible dynamisme de l'investissement au regard de l'épargne pèserait à la fois sur l'activité et le niveau des taux d'intérêt. Les deux effets, monétaires et réels, pourraient influencer le maintien de firmes zombies sur le marché et apparaissent donc difficiles à isoler. Enfin, les effets d'une remontée des taux d'intérêt sur le processus de *zombification* sont incertains. Cette hausse devrait être, toutes choses égales par ailleurs, significative pour forcer des firmes à quitter le marché<sup>14</sup>. En outre, en l'absence d'un soutien monétaire important ces dernières années, les niveaux actuels du PIB et de l'inflation en zone euro auraient été plus dégradés<sup>15</sup>.

Si on élargit au reste du monde, l'Europe se positionne globalement favorablement avec 14 pays dans le top 20 du classement (cf. graphique 4).

À ces causes macroéconomiques de la *zombification*, ajoutons, pour terminer, quelques considérations du point de vue de l'entreprise. Existe-t-il un profil type de l'entreprise zombie ? Comment le devient-on ? Ce n'est pas seulement une question d'environnement macroéconomique : y a-t-il des conditions préalables, propices ? Dans les grandes lignes, ce sont des entreprises moins productives, plus endettées et moins rentables que les autres. Banerjee et Hofmann (2020) complètent ce profil par les caractéristiques suivantes : des entreprises bien plus petites, qui embauchent et investissent moins (capital physique comme intangible), ont une trésorerie négative, paient moins de dividendes, émettent plus d'actions et bénéficient de prêts « subventionnés » (ici définis comme assortis de taux d'intérêt qui ne sont pas significativement plus élevés que ceux des entreprises non zombies malgré la plus faible rentabilité et le profil plus risqué des entreprises zombies). Si elles sont nettement plus endettées, elles cherchent aussi à réduire cet endettement.

#### EFFICACITÉ DES PROCÉDURES DE FAILLITE : CLASSEMENT\* DE LA BANQUE MONDIALE



\* Classement sur 190 pays

Note : L'indice de la banque mondiale agrège plusieurs indicateurs dont le temps et le coût des procédures, ainsi que des informations qualitatives sur la gestion administrative de ces procédures. Plus la position dans le classement est élevée, plus la procédure de faillite est efficace. Pour la méthodologie détaillée, voir <https://www.doingbusiness.org/en/methodology/resolving-insolvency>.

GRAPHIQUE 4

SOURCES : REFINITIV, BANQUE MONDIALE

D'autres aspects structurels, et propres à chaque pays, semblent également expliquer en partie le phénomène de *zombification*, et les écarts d'évolution entre pays de la zone euro. Une bonne partie des études soulignent le rôle du traitement des difficultés des entreprises propres à chaque pays. Lorsque ce système est efficace, c'est-à-dire avec des délais de procédure assez courts et peu coûteux, la réallocation des prêts bancaires depuis les firmes en difficulté vers celles plus productives est plus rapide et les dépréciations d'actifs, plus limitées. À l'inverse, lorsque le système est moins efficace, le processus de « destruction créatrice » est freiné. Selon une partie de la littérature, si les « pertes » sont jugées importantes par les banques, ces dernières pourraient avoir intérêt à continuer de prêter à ces entreprises fragiles<sup>16</sup>. Cela perpétue le cycle de *zombification*. Sur cet aspect et selon les estimations de la Banque mondiale<sup>17</sup>, on observe des différences importantes entre pays européens, la France et l'Italie faisant notamment face à des procédures longues (en moyenne supérieures à un an et demi).

#### Pourquoi est-ce préoccupant ?

L'expansion des entreprises zombies aurait contribué à la baisse tendancielle de la croissance potentielle des pays de l'OCDE depuis la fin des années 1990 via deux canaux : le ralentissement de la productivité globale des facteurs (PGF) et le moindre investissement des entreprises.

Avant de devenir « zombies », les entreprises connaissent une détérioration de leur rentabilité, de leur productivité et de leur niveau d'investissement. Une fois qu'elles le sont devenues, ces mêmes firmes demeurent moins productives et tendent à investir moins que les autres entreprises<sup>18</sup>, ce qui ralentit les gains de productivité de l'économie.

Ainsi, selon des estimations de la Banque des règlements internationaux (BRI)<sup>19</sup>, lorsque la part de firmes zombies dans une économie augmente de 1%, la croissance de la PGF diminue d'environ 0,3 point de pourcentage (pp). Lorsque de nombreuses entreprises non productives se maintiennent sur le marché, le processus de destruction créatrice est altéré. En théorie, les entreprises les plus performantes devraient pousser les plus faibles hors du marché, pour permettre – via des effets de composition – une hausse de la productivité moyenne et une réallocation des travailleurs vers les firmes les plus productives. La plupart des études empiriques affirment de fait que la survie de firmes insolubles freine l'emploi<sup>20</sup>, la productivité et l'allocation du capital pour les firmes viables. Une allocation moins efficace du travail en découle aussi via le phénomène de trappe du travail hautement qualifié dans des entreprises de relativement faible productivité observé dans de nombreux pays de l'OCDE. Le tout affecte, à terme, la croissance potentielle.

Le maintien de firmes non viables sur le marché crée également des effets de congestion dans l'économie réelle : une accentuation de la concurrence qui, sans stimuler l'innovation, exerce une pression à la baisse sur les prix, et donc pèse sur leur rentabilité, à coûts inchangés.

14 M. Obstfeld et R. Duval, *Tight monetary policy is not the answer to weak productivity growth*, VoxEU CEPR, janvier 2018

15 Philip R. Lane, *The monetary policy toolbox: evidence from the euro area*, Banque centrale européenne, février 2020

16 D. Andrews et F. Petroulakis, *Breaking the shackles: zombie firms, weak banks and depressed restructuring in Europe*, BIS background paper, novembre 2017

17 Les résultats peuvent varier d'une estimation à une autre. L'OCDE par exemple place la France à une meilleure position au sujet des procédures de faillites.

18 Voir note de bas de page n°4

19 R. Banerjee et B. Hofmann, *The rise of zombie firms: causes and consequences*, BRI, Septembre 2018

20 R. Banerjee et B. Hofmann (2018) montrent qu'un point de pourcentage de hausse de la proportion de firmes zombies réduit la croissance de l'emploi au sein des firmes non zombies d'environ -0,3 pp et le taux d'investissement de 1 pp. McGowan et al. (2017) réalise une étude comparable et trouve également un effet significatif en terme d'investissement et d'emploi, en particulier dans les pays du sud de l'Europe (Espagne, Italie, Grèce).



Cela renforce également les barrières à l'entrée de nouvelles firmes sur le marché. De plus, une mauvaise allocation des ressources peut réduire par extension, les gains de productivité, comme observé en Europe du Sud<sup>21</sup>.

En parallèle, certaines études suggèrent un phénomène d'éviction lié au système bancaire<sup>22</sup> : le maintien en vie de firmes zombies rendrait plus difficile l'accès au crédit des firmes viables, et ce de façon directe et indirecte. Selon ces auteurs, l'accès au crédit des firmes en bonne santé serait tout d'abord limité indirectement par la concurrence néfaste des entreprises zombies : leur maintien sur le marché provoquerait une baisse de prix qui serait à l'origine de moindres profits pour les firmes viables. Cette baisse des profits serait ensuite interprétée négativement par les banques prêteuses qui seraient alors moins enclines à leur octroyer des prêts pour des projets d'investissement. D'autre part, un effet direct lié au provisionnement des banques est évoqué par Acharya *et al.* (2019)<sup>23</sup>. Selon ces derniers, les banques les moins capitalisées provisionneraient insuffisamment les pertes liées à des prêts non performants. Ces mêmes prêts seraient donc prolongés et représenteraient une part sensible des crédits octroyés par des banques peu capitalisées. La part de crédits disponibles restante ne suffirait pas à offrir assez de possibilités de crédits aux firmes les plus viables. Néanmoins, les nouvelles normes IFRS9, en vigueur depuis 2018, visent à atténuer ce phénomène. Ces possibilités de crédits réduites rendraient ainsi plus difficile l'investissement ; pour cette raison, là encore, la zombification conduirait à freiner la croissance potentielle de l'économie.

Le choc économique provoqué par la Covid-19 vient assombrir les perspectives de croissance et accentuer la menace de reproduction de firmes zombies. Si cette crainte est bien réelle, nous verrons toutefois qu'elle peut être relativisée.

## Crise de la Covid-19 : un risque d'accentuation du phénomène ?

### Quelle était la situation financière des entreprises privées européennes avant la pandémie ?

La situation financière des sociétés non financières (SNF) européennes s'est globalement améliorée depuis la crise de 2008, au regard de leur taux d'endettement. Celui-ci a baissé dans quasiment tous les pays européens, après une forte hausse avant la crise (*cf. graphique 5*). Le désendettement est plus particulièrement important en Espagne et au Portugal, où un rééquilibrage très significatif s'est opéré à la suite de l'éclatement des bulles immobilières dans ces pays. Ce constat d'amélioration vaut jusqu'en 2019. En 2020, la dette des SNF est repartie à la hausse, et ce sensiblement, dans le contexte de la crise, en lien notamment avec les larges garanties d'État mises en place par les gouvernements. Une partie de la hausse de la dette des SNF européennes en 2020 est à corréliser dans certains pays, notamment en France, avec la hausse concomitante des dépôts, certaines entreprises ayant thésaurisé ces financements pour faire face à des dépenses ultérieures. Bien que la situation diffère entre chaque pays, le taux de marge des entreprises s'est globalement stabilisé depuis la crise de 2008, tandis que le besoin de financement s'est réduit (ou la capacité accrue). Ce dernier a toutefois affiché une certaine détérioration en 2018 et 2019.

### Des risques de liquidité (et de solvabilité ?) en hausse avec la crise

La crise de la Covid-19 est inédite et triple. Elle est à la fois un choc de demande, d'offre et d'incertitudes. À l'inverse de 2008-2009, elle n'est pas la conséquence d'une prise de risque excessive des agents économiques. L'ampleur de la chute d'activité en 2020 est sans précédent et

#### IMPACT MACROÉCONOMIQUE DE LA ZOMBIFICATION SUR LA CROISSANCE POTENTIELLE

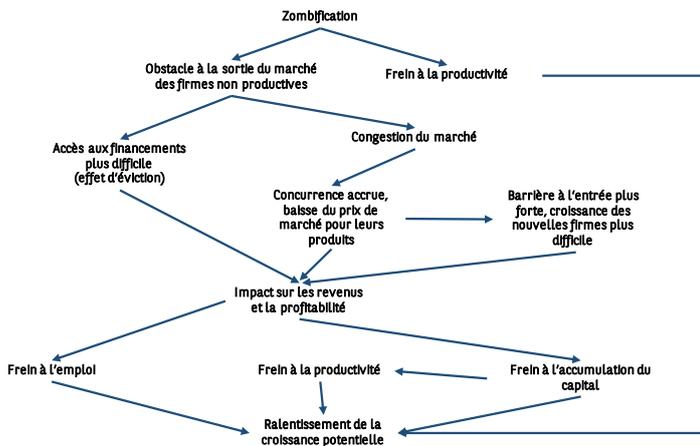
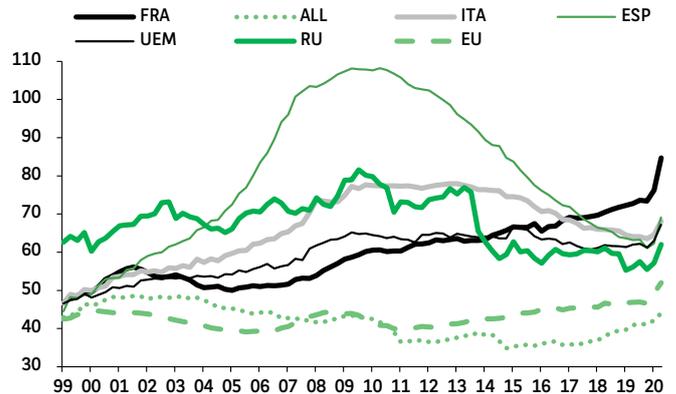


SCHÉMA 1

SOURCE : BNP PARIBAS

#### TAUX D'ENDETTEMENT DES SNF (% DU PIB)



GRAPHIQUE 5

SOURCE : BANQUE DE FRANCE

21 G. Gopinath *et al.* (2017), *Capital Allocation and Productivity in South Europe*, Federal Reserve Bank of Minneapolis working paper.

22 D. Andrews et F. Petroulakis, *Breaking the shackles: Zombie firms, weak banks and depressed restructuring in Europe*, OECD, 2017

23 VV Acharya, T. Eisert, C. Eufinger et C. Hirsch, *Whatever It Takes: The Real Effects of Unconventional Monetary Policy*, *The Review of Financial Studies*, septembre 2019



pourrait avoir des répercussions durables sur le tissu productif des États européens. Le processus de rattrapage économique dépendra de la résilience des entreprises en sortie de crise et du maintien ou non du soutien budgétaire ces prochains trimestres.

À l'échelle macroéconomique, la croissance potentielle a été affectée pendant toute la durée de la crise, en particulier via la chute du nombre d'heures travaillées par salarié. Au total, selon des estimations de la BCE, à l'horizon 2022, le niveau de production potentielle<sup>24</sup> de la zone euro demeurerait environ 3% inférieur à la trajectoire qui ressortait des projections établies avant la crise.

Parmi les branches d'activité, celle des services marchands est davantage affectée par les restrictions sanitaires que l'industrie, en particulier dans les pays où ces mesures ont été les plus sévères (en France et en Espagne par exemple). Les entreprises de services spécialisées dans le transport, le commerce ou encore l'hôtellerie-restauration ont vu leur valeur ajoutée baisser de manière particulièrement marquée au premier semestre 2020 (cf. graphique 6).

Les entreprises de ces branches d'activité pourraient donc plus que les autres faire face à un manque de liquidité, en raison de la chute brutale de leurs recettes et d'une capacité souvent limitée à ajuster leurs coûts à court terme (bien que la mise en place des dispositifs d'activité partielle atténue ces coûts).

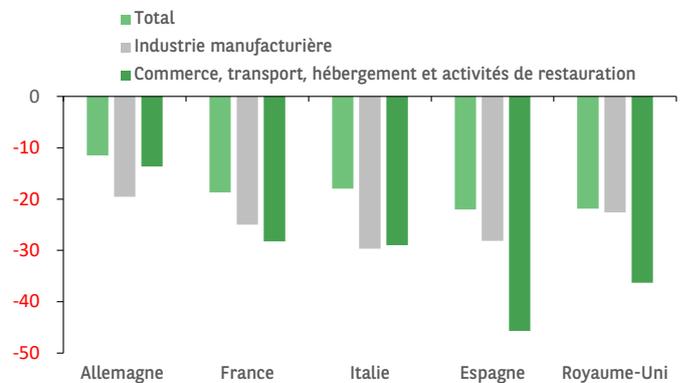
Si ces mêmes entreprises présentaient des vulnérabilités financières avant la crise, les problèmes de liquidité augmenteraient au final les risques de défauts.

Selon des estimations de la Commission européenne de mai 2020<sup>25</sup>, entre 58% et 75% du manque total de liquidité en Europe se concentre sur des entreprises financièrement vulnérables (en termes de ratio dette/fonds propres ou EBIT/CA). Parmi les quatre grands pays de la zone euro, des travaux de la BCE<sup>26</sup> indiquent que l'Espagne concentre la plus grande part d'entreprises faisant face soit à des problèmes de liquidité, soit cumulant des fonds de roulement négatifs et un fort endettement. Des estimations confirmées par une étude de la Banque d'Espagne<sup>27</sup> selon laquelle près de 70% des firmes privées espagnoles auraient besoin de davantage de liquidité cette année (sur la période avril-décembre), avec une plus forte augmentation des difficultés financières dans les secteurs du tourisme et loisirs, de l'automobile, et du transport. L'Espagne n'est toutefois pas la seule dans ce cas, la France et l'Allemagne abritent également une proportion importante d'entreprises souffrant de problèmes de liquidité.

Les mesures mises en place par les gouvernements nationaux, comme le recours massif au dispositif d'activité partielle et les prêts garantis par l'État accordés par les banques, ont toutefois sensiblement diminué le risque de liquidité des entreprises européennes. La même étude de la Banque d'Espagne évalue que près de trois quarts des besoins de liquidité ont pu être couverts grâce à ces prêts garantis.

Les difficultés des firmes s'observent également sur le marché du travail. Selon l'OCDE, la part des emplois les plus menacés est particulièrement élevée en Espagne (cf. graphique 7), tandis qu'elle reste modérée en Allemagne et en France. La structure de l'emploi et la proportion des emplois publics influencent ce constat.

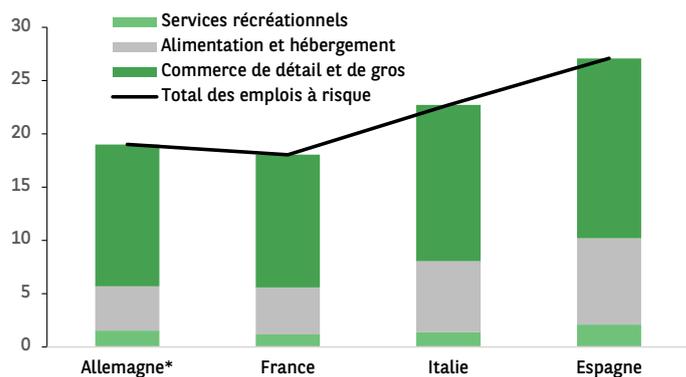
#### VARIATION DE LA V.A. EN VOLUME ENTRE LE T4 2019 ET LE T2 2020 (EN %)



GRAPHIQUE 6

SOURCE : EUROSTAT

#### PART DES EMPLOIS LES PLUS À RISQUE (EN % DE L'EMPLOI TOTAL, 2019)



GRAPHIQUE 7

\* DONNÉES POUR 2018  
SOURCE : SOURCES NATIONALES, OCDE, BIT

\*\*\*

### Le choc de la Covid-19 est-il un accélérateur de la zombification ? Il ne faut pas tirer de conclusion trop hâtive

Malgré les difficultés actuelles et les conséquences potentiellement durables du choc sanitaire sur l'économie, les craintes d'une *zombification* accélérée peuvent être tempérées. Il est difficile de trancher à ce stade. Les mesures de confinement exceptionnelles mises en place dans les États membres pour endiguer la pandémie rendent difficile de tirer, pour l'heure, des conclusions définitives et de distinguer les entreprises qui souffrent de problèmes de liquidité de celles qui sont insolvables. Plus précisément, tant que la situation économique n'est pas pleinement normalisée, l'heure n'est a priori pas à cette distinction et au tri entre les entreprises à soutenir et les autres.

<sup>24</sup> Comme le montre l'indice développé par l'Université d'Oxford (*stringency index*).

<sup>25</sup> *Identifying Europe's recovery needs*, Commission staff working document, mai 2020

<sup>26</sup> P. Lopez-Garcia, *L'impact de la Covid-19 sur la production potentielle dans la zone euro*, Bulletin économique, Encadré 2, Banque centrale européenne, novembre 2020

<sup>27</sup> R. Blanco et al., *Spanish non-financial corporations' liquidity needs and solvency after the Covid-19 shock*, Document occasionnel, Banque d'Espagne, novembre 2020



La crise de la Covid-19 suscite une double crainte : à la fois d'une vague de défaillances et d'une insuffisance de défaillances. Moins la vague serait importante, plus le risque de *zombification* s'amplifierait. Il n'y a pas lieu pourtant, à nos yeux, de s'inquiéter, à ce stade du moins, du dilemme de politique économique opposant, d'un côté, un soutien massif non discriminé au risque d'alimenter la *zombification* et, de l'autre, un soutien plus limité, laissant faire la destruction créatrice, mais au prix d'un chômage autrement plus élevé et au risque de laisser disparaître des entreprises viables. Entre le risque de *zombification* et le bénéfice à préserver le capital productif et humain, le second l'emporte sur le premier.

Il vaut mieux prendre le risque d'alimenter la *zombification* plutôt que celui de détruire du « bon » capital, d'autant que le premier peut être géré ultérieurement tandis que le second a des conséquences immédiates et à long terme plus lourdes et plus difficilement réversibles. Dit autrement, plus le *policy-mix* parvient à atténuer le choc économique, plus les séquelles de ce choc, qui portent en elles les germes d'une *zombification* plus importante, s'en trouveront contenues.

En l'absence du soutien budgétaire massif, l'effondrement des économies européennes aurait été plus marqué encore. Des entreprises saines financièrement et productives, faisant face temporairement à des problèmes de trésorerie, auraient pu disparaître. Les conséquences sociales de la crise, via une plus forte montée du chômage, auraient été plus durables encore (surtout dans l'hypothèse d'une mobilité du travail, entre secteurs et entre pays, imparfaite en Europe). De manière concomitante, la politique monétaire très flexible et accommodante menée par la BCE – et les autres grandes banques centrales – a permis un abaissement généralisé des taux d'intérêt sur un large spectre de maturités et pour tous les agents économiques. Cela a en particulier facilité le soutien budgétaire. Sans cela, les *spreads* souverains (les écarts de rendements de dettes publiques entre les États) se seraient écartés, un risque de fragmentation financière aurait refait surface et les entreprises des pays fragilisés en auraient longuement pâti.

Lorsque le choc se dissipera et que les aides publiques se réduiront, l'économie européenne restera affaiblie et le niveau d'endettement des entreprises sera plus élevé. Un chômage de longue durée pourrait s'installer et une forte tension sur les défaillances d'entreprises s'exercer. Si les défaillances ont pour le moment été limitées par les mesures publiques de soutien à la trésorerie ainsi que par des amendements temporaires du cadre légal régissant les procédures de ces défaillances – via notamment le report de l'obligation pour les dirigeants de déclarer la cessation des paiements – l'échéance ne serait que repoussée pour un certain nombre d'entreprises<sup>28</sup>. En sortie de crise, l'attention devra être portée sur le niveau de dette des entreprises européennes. D'ores et déjà, une forte hausse du nombre de défaillances d'entreprises est attendue partout en Europe en 2021<sup>29</sup> : en Allemagne (+12% comparé au niveau de 2019), en France (+25%), en Italie (+27%) et en Espagne (+41%).

Comme indiqué ci-dessus dans la section « Crise de la Covid-19 : un risque d'accentuation du phénomène ? », la hausse du nombre de défaillances et celle de l'endettement des firmes peuvent être légèrement moins lourdes de conséquences macroéconomiques en présence d'un cadre efficace de restructuration de dette ou de liquidation<sup>30</sup>. Sur ce terrain, l'Europe est relativement bien positionnée.

Le risque d'une accentuation de la *zombification* ne pouvant être écarté suite à la crise de la Covid-19, que peut-on faire pour y remédier ? Dans l'immédiat, un premier remède direct est le renforcement des bilans des entreprises. Cela doit passer par celui de leurs fonds propres via, par exemple, des prêts participatifs – comme envisagé dans le plan France Relance – ou la transformation des PGE en subventions, comme évoqué également en France. Cela peut aussi passer par la restructuration de la dette des entreprises jugées viables.

Plus globalement, en termes de politique macroéconomique, améliorer les procédures de redressement comme de liquidation judiciaire<sup>31</sup> fait partie des mesures adéquates à prendre. Le renforcement à terme des politiques de concurrence, d'innovation, de formation et de reconversion professionnelle constituent également des leviers importants pour lutter contre la *zombification* dans la mesure où le processus de destruction créatrice et de bonne (ré)allocation des ressources s'en trouve amélioré. Il s'agit de faciliter les entrées et sorties d'entreprises du marché. Dans l'ensemble, ces politiques permettraient d'augmenter la croissance potentielle en Europe, ce qui constituerait le meilleur frein au phénomène de *zombification*.

**Hélène Baudchon**

[helene.baudchon@bnpparibas.com](mailto:helene.baudchon@bnpparibas.com)

**Louis Boisset**

[louis.boisset@bnpparibas.com](mailto:louis.boisset@bnpparibas.com)

**Guillaume Derrien**

[guillaume.a.derrien@bnpparibas.com](mailto:guillaume.a.derrien@bnpparibas.com)

**Raymond Van Der Putten**

[raymond.vanderputten@bnpparibas.com](mailto:raymond.vanderputten@bnpparibas.com)

**Kenza Charef (alternante)**

<sup>28</sup> B. De Moura Fernandes, *Défaillances d'entreprises en Europe : les amendements des procédures juridiques repoussent temporairement l'échéance*, Coface, juin 2020

<sup>29</sup> M. Lemerle, *Calm before the storm: Covid-19 and the business insolvency time bomb*, Allianz Research, juillet 2020

<sup>30</sup> O. Jordà, *Zombies at large? Corporate debt overhang and the macroeconomy*, Fed San Francisco, décembre 2020

<sup>31</sup> A cet égard, les récentes directives de l'UE (raccourcissement des durées des procédures et, surtout, instauration d'une procédure préventive) vont dans le bon sens. A noter que le système judiciaire français dispose déjà d'outils préventifs efficaces pour accompagner les entreprises en difficulté, en amont de la défaillance.



## Thomas Piketty : « Que faire de la dette Covid-19 ? »

**Si les banques centrales peuvent prendre sur leur bilan une part croissante des créances, tout ne sera pas réglé pour autant, explique l'économiste dans sa chronique au « Monde ». Selon lui, les plus riches devront nécessairement être mis à contribution.**

**C**omment les États vont-ils faire face à l'accumulation de dettes engendrées par la crise due au Covid-19 ? Pour beaucoup, la réponse est entendue : les banques centrales vont prendre sur leur bilan une part croissante des créances, et tout sera réglé. En réalité, les choses sont plus complexes. La monnaie fait partie de la solution mais ne suffira pas. Tôt ou tard, les plus aisés devront être mis à contribution.

Récapitulons. La création monétaire a pris en 2020 des proportions sans précédent. Le bilan de la Réserve fédérale a bondi de 4 159 milliards de dollars au 24 février à 7 056 milliards au 28 septembre, soit près de 3 000 milliards de dollars d'injection monétaire en sept mois, ce qui ne s'était jamais vu. Le bilan de l'Eurosystème (le réseau de banques centrales piloté par la Banque centrale européenne, BCE) est passé de 4 692 milliards d'euros au 28 février à 6 705 milliards au 2 octobre, soit une hausse de 2 000 milliards. Rapporté au PIB de la zone euro, le bilan de l'Eurosystème, qui était déjà passé de 10 % à 40 % du PIB entre 2008 et 2018, vient de bondir à près de 60 % entre février et octobre 2020.

À quoi sert tout cet argent ? Par temps calme, les banques centrales se contentent de faire des prêts à court terme afin d'assurer la liquidité du système. Comme les entrées et les sorties d'argent dans les différentes banques privées ne s'équilibrent jamais exactement au jour près, les banques centrales prêtent pour quelques jours des sommes que les établissements remboursent ensuite.

### Un gigantesque casino planétaire

À la suite de la crise de 2008, les banques centrales se sont mises à prêter de l'argent à des échéances de plus en plus longues (quelques semaines, puis quelques mois, voire plusieurs années) afin de rassurer les acteurs financiers, tétanisés à l'idée que leurs partenaires de jeu fassent faillite. Et il y avait fort à faire car, faute de régulation adéquate, le jeu financier est devenu un gigantesque casino planétaire au cours des dernières décennies. Chacun s'est mis à prêter et à emprunter dans des proportions inouïes, si bien que le total des actifs et passifs financiers privés détenus par les banques, les entreprises et les ménages dépasse aujourd'hui les 1 000 % du PIB dans les pays riches (sans même inclure les titres dérivés), contre 200 % dans les années 1970. Les patrimoines réels (c'est-à-dire la valeur nette de l'immobilier et des entreprises) ont eux aussi progressé, passant de 300 % à 500 % du PIB, mais beaucoup moins fortement, ce qui illustre la financiarisation de l'économie. D'une certaine façon, les bilans des banques centrales n'ont fait que suivre (avec retard) l'explosion des bilans privés, afin de préserver leur capacité d'action face aux marchés.

Le nouvel activisme des banques centrales leur a également permis de racheter une part croissante des titres de dette publique, tout en ramenant les taux d'intérêt vers zéro. La BCE détenait déjà 20 % de la dette publique de la zone euro au début de 2020, et pourrait en posséder près de 30 % d'ici à la fin de l'année. Une évolution similaire se déroule aux États-Unis.

Comme il est peu probable que la BCE ou la Fed décident un jour de remettre ces titres sur les marchés ou d'en exiger le remboursement, on pourrait dès à présent décider de ne plus les compter dans le total des dettes publiques. Si l'on souhaite inscrire cette garantie dans le marbre juridique, ce qui serait préférable, alors cela risque de prendre un peu plus de temps et de débats.

**« L'orgie de création monétaire et d'achat de titres financiers conduit à doper les cours boursiers et immobiliers, ce qui contribue à enrichir les plus riches »**

La question la plus importante est la suivante : doit-on continuer dans cette voie, et peut-on envisager que les banques centrales détiennent à l'avenir 50 % puis 100 % des dettes publiques, allégeant d'autant la charge financière des États ? D'un point de vue technique, cela ne poserait aucun problème. La difficulté est qu'en résolvant la question des dettes publiques d'une main, cette politique crée d'autres difficultés ailleurs, notamment en matière d'accroissement des inégalités de richesses. L'orgie de création monétaire et d'achat de titres financiers conduit en effet à doper les cours boursiers et immobiliers, ce qui contribue à enrichir les plus riches. Pour les petits épargnants, les taux d'intérêt nuls ou négatifs ne sont pas forcément une bonne nouvelle. Mais pour ceux qui ont les moyens d'emprunter à bas taux et qui disposent de l'expertise financière, légale et fiscale permettant de dénicher les bons placements, il est possible d'obtenir d'excellents rendements. D'après *Challenges*, les 500 plus grandes fortunes françaises sont ainsi passées de 210 à 730 milliards d'euros entre 2010 et 2020 (de 10 % à 30 % du PIB). Une telle évolution est socialement et politiquement insoutenable.

**Une véritable relance sociale et écologique**

Il en irait différemment si la création monétaire, au lieu d'alimenter la bulle financière, était mobilisée pour financer une véritable relance sociale et écologique, c'est-à-dire en assumant de fortes créations d'emplois et augmentations de salaire dans les hôpitaux, les écoles, la rénovation thermique, les services de proximité. Cela permettrait d'alléger la dette tout en réduisant les inégalités, en investissant dans les secteurs utiles pour l'avenir et en déplaçant l'inflation des prix des actifs vers les salaires et les biens et services.

**« C'est en ayant recours à des prélèvements exceptionnels sur les plus aisés que l'on a éteint les grandes dettes publiques de l'après-guerre »**

Pour autant, il ne s'agirait pas d'une solution miracle. Dès lors que l'inflation redeviendrait substantielle (de 3 % à 4 % par an), il faudrait lever le pied sur la création monétaire et en venir à l'arme fiscale. Toute l'histoire des dettes publiques le montre : la monnaie seule ne peut offrir de solution apaisée à un problème de cette ampleur, car elle entraîne d'une façon ou d'une autre des conséquences distributives incontrôlées. C'est en ayant recours à des prélèvements exceptionnels sur les plus aisés que l'on a éteint les grandes dettes publiques de l'après-guerre, et que l'on a rebâti le pacte social et productif des décennies suivantes. Gageons qu'il en ira de même à l'avenir.

**Thomas Piketty**

*Directeur d'études à l'École des hautes études en sciences sociales, École d'économie de Paris*