

Note : 18,5/20

Signature :

Feuillet n° : 1 / 6

1) La crise sanitaire du Covid-19 a fortement affecté les économies, en Europe et dans le monde. En 2020, la croissance française a reculé de 8,3%, malgré un rebond de 18,5% au troisième trimestre. Face à cette contraction de l'activité, les autorités publiques ont adopté plusieurs mesures d'ordre fiscal et social, en tentant de recréer au plus vite les conditions normales d'exercice de l'activité. Il convient également d'aborder ici les mesures monétaires et macro-financières mises en oeuvre au plan européen.

\* \*

\*

Au cours de l'année 2020, pendant laquelle la France a été la plus touchée par la pandémie, les autorités publiques ont procédé à quatre lois de finances rectificatives entre mars et novembre. Ainsi, l'enveloppe fiscale dévolue au soutien de l'économie a fortement augmenté pour atteindre 180 milliards d'euros, soit 8% du Produit Intérieur Brut (PIB). En outre, les garanties financières assurées par l'Etat ont représenté 327 milliards d'euros, dont 315 milliards d'euros de prêts garantis par l'Etat.

Les principales mesures fiscales mises en oeuvre par l'Etat sont les suivantes : une augmentation des fonds alloués au financement du secteur de la santé ; le report des charges sociales et fiscales pour les entreprises ainsi qu'un report de TVA ; le financement du chômage partiel pour les salariés concernés ;

le report des loyers et autres charges de fonctionnement pour les PME et ETI ; l'extension des droits au chômage pendant le confinement et la préservation des droits pour les allocataires sociaux ou de pensions d'invalidité ; des mesures sectorielles pour les industries les plus touchées par la crise, en particulier l'industrie automobile et le secteur de l'aérien. L'enveloppe pour ces programmes d'urgence a été augmentée à hauteur de 3% du PIB.

\*

\*

\*

Au plan monétaire et macro-financier, les mesures de soutien se sont majoritairement décidées au plan européen. Néanmoins, les autorités publiques françaises ont décidé, en particulier, la réduction des taux minimaux contra-cycliques des capitaux bancaires à 0%, alors qu'une augmentation de 0,25% à 0,5% était initialement prévue en avril 2020. Le gouvernement a également mis en place une médiation bancaire pour soutenir les renégociations de prêts des PME et ETI.

Sur le plan européen, les mesures bancaires ont été multiples : achats supplémentaires d'actifs par la Banque Centrale Européenne (BCE) à hauteur de 120 milliards d'euros en 2020, complétés par un plan additionnel de 750 milliards d'euros fin 2020 (PEPP) pour soutenir les secteurs publics et privés en Europe ; des mesures d'allègement des règles de collatéral dans le système d'opérations de crédit ; des mesures d'allègement, par l'Autorité de Supervision Bancaire de la BCE, dans les calculs des montants de réserve en monnaie Banque centrale ; un "paquet bancaire", voté en juin 2020 par le Parlement européen.

Note : /20

Signature :

Feuillet n° : 2/6

et le Conseil pour viser une plus grande flexibilité dans l'application des règles prudentielles ; enfin, un plan d'action de la Commission sur les prêts non-performants en date du 16 décembre 2020.

Les mesures mises en œuvre par les autorités publiques pour faire face à une crise économique inédite de la crise sanitaire ont été d'une ampleur inédite, tant au plan national qu'européen.

2) Le rôle de l'intervention des banques centrales, au cœur des mesures de soutien à l'économie a été double : contribuer au financement de la relance en évitant la contraction du crédit (credit crunch), quitte à renoncer temporairement à sa cible d'inflation, et œuvrer à la stabilité bancaire et financière en évitant les faillites bancaires.

Le combat des banques centrales contre le credit crunch s'est articulé autour de trois axes : les banques centrales ont élargi le spectre de leurs achats de dette, aussi bien dans les secteurs privés que publics ; elles ont allégé les standards de collatéral des banques pour les opérations de refinancement au sein de l'Eurosystème ; elles ont multiplié les opérations de refinancement (quatre opérations prévues en 2021). Le rôle de garde-fou et de pourvoyeur de fonds, à des taux maintenus à des niveaux

historiquement faibles, a pu se faire au détriment de la cible d'inflation fixée au mandat de la BCE. Le Conseil des Gouverneurs a estimé, dans la situation pandémique, que la poursuite de la cible inflationniste constituait temporairement un objectif de second rang.

L'investissement des banques centrales pour lutter contre les faillites bancaires s'est articulé, lui aussi, autour de trois axes.

L'Autorité de Supervision Bancaire européenne a ajusté ses exigences de ratios prudentiels, en particulier pour les banques déjà sous surveillance, pour éviter de rajouter des sanctions aux difficultés financières.

En mars 2020 a été décidé le gel <sup>temporaire</sup> des dividendes par les banques de second rang, afin qu'elles conservent leurs marges de manoeuvre financières.

Enfin, la BCE a accru sa vigilance quant aux risques pris par les banques et les fonds d'investissement dans leurs achats d'actifs. En décembre 2020 ont été désignés des critères de risque communs.

\*

\*

\*

On peut identifier quatre avantages à la politique dite de "monnaie hélicoptère", qui désigne une mesure de soutien économique non conventionnelle qui consiste à distribuer directement de l'argent aux citoyens par la BCE.

L'effet sur l'inflation de la monnaie hélicoptère est connu et facilement explicable. Cette mesure revêt donc un caractère proportionné et la stratégie

Note : /20

Signature :

Feuillet n° : 3 / 6

de sortie est plus aisée, une fois que l'inflation est revenue, sans conséquences sur la gestion de la dette publique.

Le principe de monnaie "hélicoptère" fait mécaniquement baisser les inégalités de revenus et n'a pas d'effet collatéral majeur sur le prix des actifs ou sur le profit des banques.

La BCE pourrait être plus efficace que les Etats pour effectuer des versements directs aux citoyens : certains Etats n'ont pas la capacité budgétaire de le faire ; les plans de relance de la demande en zone euro manquent de coordination ; la BCE est peu contrainte en termes d'instruments de politique monétaire ; la monnaie "hélicoptère" permettrait de faire face à d'éventuels regards protectionnistes post-crise en évitant dans le même temps une dépréciation de l'euro.

Les inconvénients de cette mesure sont également multiples.

Cela n'a jamais été fait et cela constituerait donc une mise en pratique complexe qui obligerait en outre la BCE à constater une perte massive, au détriment de la confiance des Européens dans leur monnaie.

Un tel instrument non-conventionnel, de "l'argent magique", ne concourt pas à la préservation de la stabilité budgétaire et donne l'impression qu'il peut exister des solutions de facilité.

Enfin, la situation européenne, et française en particulier, est incomparable avec celle des Etats-Unis

où les Américains ont bénéficié de plans de soutien massifs. La France dispose de filets de sécurité sociaux qui pallient les situations de crise.

3) Les conséquences à long terme des mesures adoptées sont multiples et peuvent subir quelques modifications en fonction des différents contextes.

\* \* \*

\*

Au niveau national, nombreux sont ceux qui s'inquiètent des conséquences de l'ensemble des mesures de soutien si elles ne sont pas corréliées à des contre-parties par le gouvernement. Si les aides sont ciblées et distribuées comme de l'argent magique, il existe la crainte qu'elles n'aient pas d'effets positifs sur l'emploi, les enjeux écologiques ou la relocalisation et la justice sociale au sein des entreprises.

Une conséquence supplémentaire au niveau national réside dans le caractère sectoriel de certaines aides. Si certains secteurs ont soit été peu affectés par la crise (informatique et télécommunications par exemple) soit ont bénéficié positivement des aides (construction), d'autres secteurs demeurent toujours fortement pénalisés (hébergement, culture, restauration). Malgré le soutien public, les conséquences peuvent être néfastes sur le long terme.

Enfin, les nombreuses mesures adoptées vont déclencher la nécessité d'une certaine maîtrise du rythme de progression de la dépense publique. Selon l'INSEE, la dette publique ne cessera d'augmenter qu'en 2026 et l'institut anticipe que l'augmentation de la dépense publique devra être limitée à +0,7% par an en volume. Cela vise, in fine, un

Note : /20

Signature :

Feuillet n° : 4 / 6

objectif de maîtrise de la dette, analyse plus largement partagée par d'autres pays.

\* \*

\*

En effet, sur le plan européen, c'est également le niveau d'endettement qui apparaît comme la conséquence majeure des mesures adoptées. La création monétaire a pris des proportions inédites au cours de l'année 2020. Le bilan de l'Eurosystème est passé de 4652 milliards d'euros le 28 février 2020 à 6705 milliards d'euros au 2 octobre 2020. Rapporté au PIB de la zone euro, le bilan, qui était déjà passé de 10% à 40% entre 2008 et 2018, représente désormais 60% au terme d'une augmentation soudaine en quelques mois.

La BCE détenait déjà 20% de la dette publique de la zone euro début 2020, elle pourrait en posséder 30% d'ici à fin 2021.

\* \*

\*

Enfin, sur le plan mondial, l'endettement constitue également une source d'inquiétude. Le total des actifs et passifs financiers privés détenus par les banques, les entreprises et les ménages dépasse 1000% du PIB dans les pays riches, contre 200% dans les années 1970. Les patrimoniers réels ont progressé, mais uniquement de 300% à 500% du PIB, ce qui illustre la financiarisation de l'économie et

L'artificialisation des endettements.

"L'orgie de création monétaire et d'achat de titres financiers" (T. Piketty) conduit à doper les cours boursiers, dans un contexte de taux nuls voire négatifs. Les 500 plus grandes fortunes françaises ont vu leur patrimoine, entre 2010 et 2020 en part du PIB, augmenter de 10% à 30%.

Les conséquences sont donc sociales et financières, formant un dyptique entre dette et pauvreté. C'est d'ailleurs un fort élément d'inquiétude pour les pays en voie de développement qui, pour certains, n'ont plus la capacité à assurer le service de leur dette.

4) Il convient d'identifier trois risques distincts liés à la sortie des politiques de crise : la démondialisation et les tendances protectionnistes, la dominance budgétaire, le maintien en (sur)vie d'entreprises trop fragiles.

α

\*

\*

Les fermetures de frontières et les autres mesures d'endiguement de la pandémie ont interrompu des chaînes de valeur et de production. On pourrait penser que les entreprises privilégient alors la relocalisation afin de renforcer leur résilience et la sécurité de leurs flux de marchandises. On estime qu'un quart de l'effondrement économique est dû à des effets de transmission à travers les chaînes logistiques.

La pandémie risque donc de renforcer les tendances protectionnistes, en particulier entre les États-Unis et la Chine. Le danger étant que ce conflit s'abaisse



Note : /20

Signature :

Feuillet n° : 5 / 6

qu'à un résultat perdant - perdant. Les fournisseurs chinois n'acceptant de plus grandes concessions de prix, ce sont les consommateurs qui subissent les droits de douane. En outre, la limitation des flux bilatéraux de marchandises n'est pas compensée par le développement d'autres partenariats commerciaux. Le conflit produit donc une plus grande incertitude, un affaiblissement de la volonté d'investir, un frein au commerce et donc un risque.

\* \* \*

En raison de l'augmentation du fardeau de la dette, la politique monétaire pourrait être contrainte de continuer à maintenir des taux bas. Cela entraînerait un risque de domination budgétaire, soit la pression exercée sur la banque centrale d'utiliser la politique monétaire pour préserver la valeur de marché de la dette publique.

Cela constitue une dynamique risquée et dangereuse : les responsables de la politique budgétaire pourraient finir par considérer la viabilité des finances publiques comme donnée et continuer ainsi à accumuler les dettes supplémentaires. Ainsi, contrairement au schéma initial, c'est la politique budgétaire qui déterminerait finalement le niveau de l'inflation.

\* \* \*

Enfin, un des risques de la sortie des politi-

ques de crise et de maintenir artificiellement des entreprises fragiles en activité. Les entrepreneurs ont des difficultés à se projeter dans l'avenir. Il s'agit donc de mettre en oeuvre des dispositifs de détection précoce des fragilités. Dans cette logique, l'Etat va renforcer sa capacité de détection des réseaux faibles par le biais des services fiscaux, des réseaux d'experts-comptables et de commissaires aux comptes. Ces mesures seront adossées à un fond de transition, doté de 3 milliards d'euros et destiné à accompagner les bénéficiaires affectés par la crise économique.

5) Corporate zombies are firms that are unable, with their results, to cover the reimbursement of their debt's interests. So that they continue to produce debt. This phenomenon lasts since more than 30 years but it has also bursted in the past decade: they represented 4% of the firms in the 1980's and 15% in 2017. It appears that the current economic crisis won't make these figures better. These corporate zombies represent three threats for the recovery.

\* \* \*

Before becoming corporate zombies, these firms experience a deterioration of their rentability, productivity and investment. They are less productive and tend to invest less, which weakens the economy's productivity overall.

In addition, they weaken the process of creative destruction on the market, so that the global productivity becomes worse: it means less employment and capital allocation for productive firms. This has also

Note : /20

Signature :

Feuillet n° : 6 / 6

for consequence a phenomenon of congestion: concurrence without innovation, prices go down and so the profitability whereas costs are unchanged.  
Corporate zombies are a threat for the macro-economy and its recovery.

Corporate zombies are also a threat for companies they work with. With an ailing economy like today, zombies are unnoticed and they can continue to deteriorate their partners that are in an economic good shape. They don't innovate, they are not productive and they weaken their partners' potential growth. On the microeconomic point of view, they pose also a threat of disrupting the recovery.

Moreover, they pose a threat for the access to the credit by productive firms. After Acharya & Co (2019) banks are not serious enough with non-performing loans which represent an important part of the credit. After it, serious companies can't manage to find loans: it weakens investment, potential growth and, as a consequence, the economic recovery.

As a conclusion, corporate zombies pose macro- and microeconomic threats for the recovery, regarding the debt amount that was contracted during the crisis by States but also by companies. The recovery will have to lean on productive firms that will be able to invest for the future.