

# L'héritage économique du Covid-19

Jean Tirole



# I. LE DÉFI DE LA RÉORIENTATION DES MESURES ÉCONOMIQUES

*Peu d'aléa moral* ⇒ nous avons protégé à juste titre les acteurs fragiles... Suite?

## (1) Subventions et garanties octroyées aux entreprises

- Aléa moral (fraude ou simple optimisation)
- Anti-sélection (zombies: ceux pré-existant + entreprises dont l'activité est remise en cause par la nouvelle donne)

“Filtrage anti-zombies” complexe à mettre en oeuvre:

- Crédit d'IS [carry backward → aider les entreprises qui étaient profitables]
- Interdiction de versement de dividendes/rachats d'actions, IS plus élevé demain
- Restructurations:
  - debt-equity swap. État doit faire plus de concessions que le secteur privé (ratio fixe/ privé pour PME?), et prendre des actions sans droit de vote.
  - Fusions: délicat, peuvent sauver des entreprises, mais aussi faire monter les prix (d'autant plus que concurrence étrangère plus faible).

## (2) Travail

- Sortir progressivement du chômage partiel
- Utiliser des subventions salariales pour les secteurs les plus touchés (valeur sociale d'un emploi >> valeur privée)

## (3) Abandonner les réformes ?

### *Réforme de l'assurance chômage*

- Durée et conditions des allocations chômage: application doit refléter la réalité économique du moment [assouplir temporairement conditions d'éligibilité à AC, prolonger les droits dans les secteurs qui subissent des restrictions administratives]
- Bonus-malus: reste d'actualité (ex. rupture conventionnelle).
- Par contre, malus peut accentuer les difficultés de certaines entreprises (utiliser aides et subventions à l'emploi plutôt)
- Pousser la formation

*Réforme des retraites:* rationalité- (1) équité entre régimes, (2) pérennité- n'est pas affectée par Covid .

## II. GESTION DE LA DETTE EUROPEENNE

Paradoxe: solidarité indispensable (chocs asymétriques, pas d'aléa moral), mais...

Deux questions reliées:

### *a) Viabilité de la dette*

Confinement prolongé  $\Rightarrow$  forte, mais inévitable augmentation de la dette publique

- préoccupation pour l'Europe du Sud
- $g$  susceptible d'être faible, mais  $r$  aussi malgré une dette publique élevée (épargne de précaution, faible investissement)
- par conséquent, une dette publique plus élevée peut être soutenable, si (a)  $r < g$  reste vrai dans le long terme et (b) aucune attaque spéculative.

### *b) Qui paiera la facture de la crise ? 4 scénarios*

## *1<sup>ère</sup> hypothèse : la dette est lentement remboursée grâce aux excédents primaires*

### *Réduction des dépenses + impôts exceptionnels sur la fortune et le revenu*

- Sur les ménages
- Sur les banques. Répression financière : Ex. obligations nominales + inflation [autres moyens : réserves obligatoires, etc. ] . Serait difficile dans la zone euro :
  - fragilité de ses banques
  - exige un accord entre les pays membres sur le degré de répression
  - aggraverait la prise de risque existante
    - ✓ pas de fonds propres pour résister à une perte de valeur de la dette des pays de l'OCDE
    - ✓ pire encore: doom loop.

## *2<sup>ème</sup> hypothèse : la « répudiation » de la dette*

L'État ne peut plus emprunter ⇒ nécessaire équilibre de son budget [tout en devant continuer à payer ses dépenses courantes, relancer l'économie, honorer ses garanties, investir dans les hôpitaux, etc.]

### *3<sup>eme</sup> hypothèse : monétisation de la dette*

- Les rachats de dette vont-ils finir par être inflationnistes ?
- Attention
  - aux plus démunis, si inflation
  - dans la zone euro : "discipline budgétaire" [déplacer le curseur : "au-delà des sommes énormes qui seront nécessaires pour soutenir l'économie"] : éviter que les politiques n'en profitent pour s'acheter leur réélection.



## *4<sup>eme</sup> hypothèse (zone euro) : Corona bonds*

Aller au-delà des instruments de solidarité existants (BCE, MES) : Mise en commun des dettes

- bénéfique pour l'Europe du Sud, mais semble (semblait ?) peu probable à grande échelle
  - gains liés à une dette commune: évite les spreads des pays fragiles (Italie)
  - dangers
    - ✓ aléa moral => conditionnalité
    - ✓ spéculation peut s'étendre à l'ensemble de la zone euro

La BCE permet une mise en œuvre plus rapide et moins transparente pour l'opinion publique des pays d'Europe du Nord.

**États-Unis/Europe** : pays peu comparables. États-Unis:

- fédération. Europe: quasiment pas de budget et de lois communes, marchés financiers trop peu intégrés, plus de souveraineté des États membres.

Aspects redistributifs existent aux US, mais ne sont pas centraux comme dans la discussion Européenne

- dette publique plus limitée que l'Europe du sud
- forte capacité à augmenter l'impôt

S'applique au Congrès comme à la Fed

Monnaie de réserve dominante

- accords de swaps de devises (450 milliards de dollars récemment)
- nous en bénéficions à court terme
- à plus long terme, cette stratégie garde les États-Unis au centre de l'activité économique mondiale.

## Plan de relance Macron-Merkel, affiné par von der Leyen

- Est, comme il se doit, européen (pas spécifique à la zone euro)
- Dons ou prêts? [2/3-1/3; transferts plus faibles si prêts]
- Grands gagnants 1) Italie et Espagne, 2) France et Pologne

Sujets plus délicats: financement et gouvernance

Fondamentaux: a) solidarité et conditionnalité; b) évolution vers moins de consommation et plus d'investissements

- le saint graal de la comptabilité nationale : une règle d'or qui empêche le gouvernement de requalifier la consommation en investissement.  
Alternative: investissements communs à long terme de l'UE, si possible additionnels
- des observatoires indépendants de la performance publique à long terme (avec des évaluations des investissements à long terme, comme PISA pour l'école).