

La zone euro doit-elle s'en remettre aux États-Unis ?

par [Christophe Blot](#), Caroline Bozou et [Jérôme Creel](#)

La pandémie de Covid-19 a conduit les gouvernements et les banques centrales à mettre en œuvre des politiques budgétaires et monétaires expansionnistes partout dans le monde. Les États-Unis se distinguent par un soutien budgétaire conséquent, bien plus important que celui mis en œuvre dans la zone euro. Dans un document récent en vue de la préparation du [Dialogue monétaire entre le Parlement européen et la BCE](#), nous revenons sur ces différentes mesures et discutons de leurs retombées internationales. Étant donné l'ampleur des plans de relance et le poids de l'économie américaine, nous pouvons effectivement anticiper des retombées significatives sur la zone euro. Celles-ci dépendent cependant non seulement de l'orientation des politiques économiques mais également de la nature précise des mesures adoptées (transferts, dépenses et articulation entre la politique monétaire et la politique budgétaire).

La politique monétaire expansionniste est généralement perçue comme une politique du chacun pour soi puisque une baisse du taux d'intérêt américain devrait

entraîner une dépréciation du dollar américain défavorable aux partenaires commerciaux des États-Unis. Cependant, la littérature montre que le canal du taux de change peut être dominé par un canal financier et par l'augmentation de la demande issue de l'économie américaine, tous deux générant des retombées positives (cf. [Degasperi, Hong et Ricco, 2021](#)).

Les retombées internationales de la politique budgétaire devraient également être positives, *via* là encore des effets de demande, mais également *via* une appréciation attendue du dollar (voir [Ferrara, Metelli, Natoli et Siena, 2020](#)) ou *via* des effets d'anticipations de retour à l'équilibre des finances publiques à la [Corsetti, Meier et Müller \(2010\)](#). L'impact favorable pour le reste du monde peut aussi être atténué si l'expansion budgétaire américaine se traduit par une hausse du taux d'intérêt mondial. *In fine*, l'ampleur des retombées internationales de la politique budgétaire américaine devrait dépendre de la réaction du taux de change et du taux d'intérêt. [Faccini, Mumtaz et Surico \(2016\)](#) confirment l'importance des effets financiers mais montrent cependant que le taux d'intérêt réel pourrait baisser après un choc expansionniste américain.

Dans ce document, les simulations réalisées à partir d'un modèle macroéconomique et l'analyse empirique

confirment les effets positifs d'une politique monétaire expansionniste aux États-Unis sur le PIB de la zone euro. Toutefois, il existe une incertitude sur le calendrier et la durée de ces retombées positives.

En ce qui concerne la politique budgétaire, l'analyse empirique suggère des retombées positives des mesures américaines mises en œuvre depuis le déclenchement de la crise du Covid-19, au moins à court terme (au cours des deux premières années). Compte tenu de l'ampleur de l'impulsion budgétaire, ces retombées ne seraient pas négligeables.

Les retombées mondiales des politiques macroéconomiques américaines devraient donc être positives mais des incertitudes persistent au-delà de 2022.

Il faut cependant garder à l'esprit que la croissance de la zone euro dépendra d'abord de l'orientation de son propre *policy mix*. Par conséquent, elle ne devrait pas seulement s'appuyer sur les politiques américaines pour consolider et accélérer la reprise. Les impulsions budgétaires contrastées en 2020 et 2021 entre les États-Unis et la zone euro indiquent déjà un risque de divergence croissante entre les deux régions.

Nous discutons également brièvement du fait que les principaux effets d'entraînement des États-Unis peuvent ne pas provenir des politiques macroéconomiques mais

des risques

financiers. Les prix des actifs ont fortement augmenté en 2020, laissant craindre

un risque de bulle financière, du moins aux États-Unis. Ce risque pourrait avoir

un impact important sur la zone euro à moyen et long terme.

Financement de Pôle Emploi par l'assurance chômage : une proposition, une révolution

par [Bruno Coquet](#)

Parmi les trois propositions qui constituent le Big Bang de l'assurance

chômage que vient d'annoncer le Medef, les deux les plus commentées sont la

création d'un système de solidarité sous la responsabilité de l'État et d'un

régime assurantiel délégué aux partenaires sociaux. Elles occultent la

troisième qui mettrait Pôle Emploi sous la responsabilité exclusive de l'État,

impliquant une baisse drastique de la contribution que verse l'Unedic à Pôle

Emploi, qui diminuerait de 4 milliards à 500 millions par an^[1].

Ce serait une avancée essentielle. Car ce ne sont pas les

moyens dont

Pôle Emploi doit disposer qui sont en cause mais la manière de les financer,

comme l'expliquait la *Note de l'OFCE n° 58* « [L'assurance chômage doit-elle financer le service public de l'emploi ?](#) »,

seule étude publiée à ce jour sur ce sujet qui, déjà en 2016, proposait une

évolution aboutissant à un chiffrage similaire à celui de la réforme

aujourd'hui proposée par le Medef.

Depuis 20 ans, la répartition du financement du service public de

l'emploi entre l'État et l'Unedic a biaisé le diagnostic des problèmes de

l'assurance chômage, nourrissant faux débats et malentendus, freinant les

réformes et ouvrant la voie à la reprise en mains par l'État.

Sur un plan théorique, il n'y a pas de raison que l'Unedic finance 80 %

du service public en charge du suivi et de l'accompagnement des chômeurs ou de

la collecte des offres d'emploi. En effet, il s'agit d'un « service public »,

ouvert à tous les employeurs publics ou privés, affiliés ou non, et à tous les chômeurs,

indemnisés ou non. La théorie économique est claire : accessibles à tous, ces

prestations doivent être financées par l'impôt, et si un usager demande un

service spécial, celui-ci est tarifé au coût marginal.

Ce coût marginal est connu et faible : ce sont les « [frais de gestion](#) » que Pôle Emploi facture aux employeurs publics non-affiliés à l'assurance chômage. « *Ils sont calculés à l'acte sur la*

base de deux actes métiers :

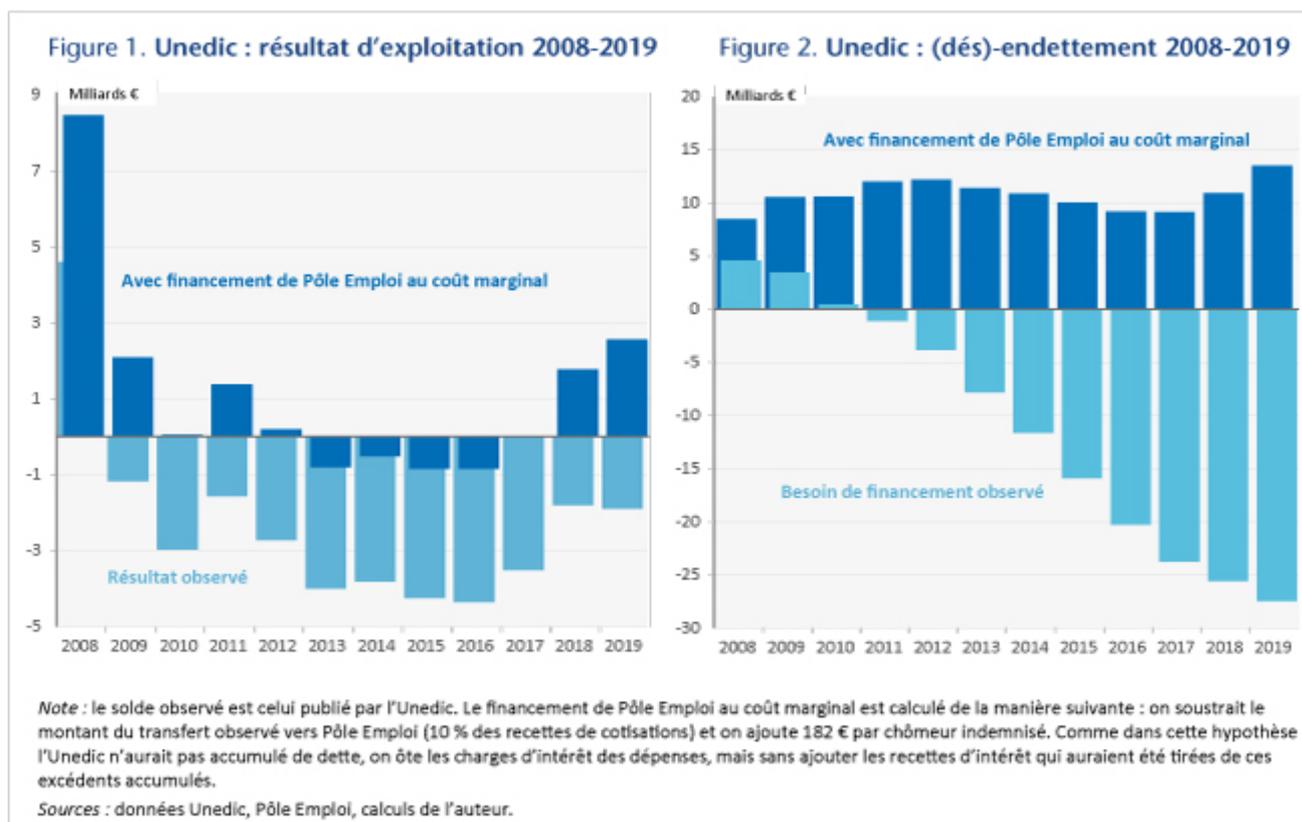
- *Le traitement d'un calcul de droit (82,33€) :
ouverture de droit initiale, rechargement ;*
- *Le traitement mensuel de l'actualisation
(6,67€) : qu'il y ait ou non versement d'une
allocation ».*

Soit 162 euros par an environ pour un chômeur présent toute l'année. Pour sa part, l'Unedic est facturée près de 1 500 euros par chômeur indemnisé, donc dix fois plus cher pour les mêmes services. Au total 450 millions d'euros suffiraient pour indemniser tout au long de l'année environ 2,7 millions de chômeurs, quand l'Unedic paye 4,3 milliards. Ce montant pourrait être financé (comme c'est le cas pour l'APEC) par une taxe dédiée de 0,45% sur la masse salariale de l'ensemble des secteurs, dans la mesure où tous les actifs et tous les employeurs peuvent recourir aux services de Pôle Emploi.

La révolution vient de ce que la lecture du financement de Pôle Emploi qui mène à cette proposition change du tout au tout le diagnostic que l'on peut faire du problème de l'assurance chômage, des réformes à accomplir.

De 2008 à 2019 l'Unedic a transféré 42 milliards d'euros à Pôle Emploi, alors qu'avec la formule au coût marginal proposée par le Medef le transfert n'aurait été que de 5,2 milliards d'euros. Dans ces conditions l'Unedic n'aurait pas accumulé dans sa dette ces 27,5 milliards d'euros de déficit, mais

13,5 milliards... d'excédents ! Avec une focale un peu plus longue, car le problème existait déjà avant 2008, il apparaît qu'avec des modalités de financement claires de Pôle Emploi, l'Unedic n'aurait jamais eu de dette.



Ce prélèvement s'est fait aux dépens des allocations chômage. En effet, ce sont pour le moment les chômeurs indemnisés qui assument l'essentiel de cette charge, car le versement à Pôle Emploi est prélevé sur le budget normalement dédié aux allocations, lui-même financé par des contributions prélevées au motif de l'assurance-revenu. Ces contributions s'élèvent à 6,4% de la masse salariale privée sous plafond, soit le même taux depuis 2003 (la part employeur a même légèrement augmenté de 0,05% en 2017 et le remplacement de la cotisation

salariale par la CSG a déplafonné l'assiette). Les gains de productivité issus de la fusion Assédic-ANPE et du transfert du prélèvement des cotisations à l'Urssaf n'ont pas bénéficié à l'Unedic, et la part du budget de Pôle Emploi couverte par l'Unedic n'a jamais cessé de progresser (de 60% à 80% en 10 ans).

Changer le mode de financement de Pôle Emploi change donc toute la perspective, le point de départ et les objectifs des réformes à accomplir : en réalité il le problème n'était pas de résorber un déficit structurel lié à la « générosité » supposée des allocations, ni de rembourser la dette ainsi créée, mais de gérer un *excédent* financier structurel, obtenu malgré un nombre record de chômeurs indemnisés.

Grâce à cette révolution, l'objectif des réformes redeviendra ce qu'il aurait toujours dû être durant toutes ces années, la recherche d'efficacité plutôt que la recherche d'économies.

[\[1\]](#) A ce stade les propositions du Medef n'ont pas fait l'objet d'un document officiel, ce billet de blog se fonde donc sur les éléments largement relayés par la presse, mais non-détaillés à ce stade, à la suite de l'audition du président du Medef par l'[AJIS](#).

La « théorie moderne de la monnaie » est-elle utile ?

par [Xavier Ragot](#)

Le débat macroéconomique est actuellement très animé. Le changement de politique économique aux États-Unis après l'élection de Joe Biden suscite un débat sur les résultats à attendre de la *Bidenomics*. Dans le débat d'idées, des propositions keynésiennes radicales sont défendues par la « théorie moderne de la monnaie » (MMT). Ce courant défend l'idée de plans de relance massifs et de monétisation des dettes publiques. Ce billet discute les propositions de la MMT à travers la recension de deux livres récents : **Stephanie Kelton, *Le mythe du déficit***, Editions Les liens qui Libèrent, 2021 et **Pavlina Tcherneva, *La garantie de l'emploi***, Editions La Découverte, 2021.

Avant d'en faire la critique, on peut résumer simplement les propositions de la MMT : la première idée-force est la promotion d'une politique monétaire au service de la politique budgétaire. Elle défend le rachat systématique des dettes publiques par les banques centrales, ce que l'on appelle la *dominance fiscale* de la politique monétaire, afin de permettre une hausse des dépenses publiques. Pour les économistes, la dominance fiscale est opposée à la

dominance

monétaire, qui défend l'idée que le rôle premier de la politique monétaire doit être le contrôle de l'inflation et laisser à l'impôt le soin de financer les dépenses et la dette publiques.

La seconde

proposition est la promotion d'un État employeur en dernier ressort. L'État devrait être en charge de fournir des emplois d'utilité publique à tous les chômeurs : un service public de l'emploi pour éviter la bascule dans la pauvreté.

On peut

résumer la critique suivante, plutôt bienveillante, de la théorie moderne de la monnaie : on a du mal à voir des choses vraiment nouvelles. Il ne s'agit pas d'une théorie de la monnaie, et elle n'est pas moderne, même si elle permet de stimuler le débat d'idées !

Faut-il financer les dettes publiques par la monnaie ?

Tout d'abord, ne boudons pas notre plaisir. Le livre de Stephanie Kelton est un bon livre d'économie grand public, et une introduction, polémique et vivante, à la macroéconomie. Bien sûr, le livre n'est pas parfait, mais avant les critiques, il faut souligner le plaisir de lecture. La thèse de Stephanie Kelton est que la création monétaire se fait pour le compte des États, pour des pays comme les États-Unis ou la Grande-Bretagne qui n'appartiennent pas à des unions monétaires. Dans ces pays, l'État peut demander à la banque centrale de racheter la quantité de dette publique qu'il veut en créant de la monnaie : ce sont les États qui fixent les

statuts de leur banque centrale nationale. Cette souveraineté monétaire permet à l'État de financer des politiques ; la seule contrainte est l'inflation. Pour la MMT, la politique monétaire devrait être au service de la politique budgétaire, cette dernière devant gérer les risques inflationnistes en stabilisant la demande agrégée. L'intérêt de l'approche est de rappeler quelques vérités économiques, et même simplement comptables. J'en prendrai deux, avant de préciser la critique.

La première est tout d'abord que la dette publique est détenue par quelqu'un : la dette de l'État est la richesse de quelqu'un d'autre. En conséquence, cela n'a pas de sens d'écrire que « nous » sommes endettés, parce que l'État est endetté. C'est le contraire, nous sommes riches de la dette publique que nous détenons sur l'État. L'effet sur notre richesse dépend non pas de la dette elle-même, mais de la répartition du financement des intérêts. Cette manière de penser conduit à rétablir les comptes d'agents. Quand l'État émet des dettes, d'autres acteurs les détiennent, et recevront l'intérêt sur les dettes et le remboursement éventuel du principal. L'endettement public contribue donc à la formation du patrimoine d'autres acteurs

L'intérêt du livre de Stephanie Kelton est de présenter ces relations comptables sous une forme vivante et polémique, en attaquant directement les acteurs politiques aux États-Unis qui ne comprennent pas ces réalités macroéconomiques. En effet, il ne faut pas croire que la compréhension de ces effets macroéconomiques soit générale. En France, il y a

encore des personnes qui croient que la dette publique est un « endettement auprès des générations futures », ce qui fait peu de sens, comme on en a discuté [ailleurs](#). Le combat de Stéphanie Kelton pour la macroéconomie est donc salutaire, et beaucoup reste à faire.

La seconde vérité comptable est plus intéressante pour le débat public. Dans nos économies, les banques centrales appartiennent aux États qui ont le monopole d'émission de la monnaie centrale, comme les billets, les pièces et la monnaie détenue par les banques.

Cette monnaie ne peut pas être refusée dans les transactions, par contrainte

légale. L'existence des cryptomonnaies ne remet pas en cause de manière

significative ce monopole dans un futur proche. D'ailleurs, on peut attendre

une réponse vigoureuse des États pour garder, par leur banque centrale, le

contrôle de l'émission de la monnaie.

Dans la zone euro, ce monopole public est aussi valide, mais la BCE

« appartient » à différents États.

Cependant, la création monétaire globale se fait au profit des États.

Comment pense un macroéconomiste ? À un niveau abstrait, l'État peut se

financer soit par émission de la dette publique, soit par émission de monnaie.

Cette dernière possibilité est appelée seigneurage dans la littérature

économique, car elle provient de ce monopole d'émission du souverain monétaire.

Cette vision générale est une évidence en économie monétaire.

Par exemple, le

manuel le plus standard d'économie monétaire lui consacre un chapitre entier

(voir le chapitre 4 in Carl Walsh, *Monetary Theory and Policy*, MIT Press). Le fait que la dette publique soit détenue

par des non-résidents ne change pas la logique car on paie ces derniers en

monnaie nationale. Tant que l'inflation est faible et peu volatile (et c'est bien le sujet !), la monnaie nationale

est acceptée dans l'échange. Le problème du financement monétaire est qu'il

peut créer des effets déstabilisateurs et générer de l'inflation, ce qui réduit

le pouvoir d'achat des ménages, avec des effets complexes sur les [inégalités](#).

On dirait aujourd'hui qu'une inflation prévisible est un bien public car elle

permet à chacun d'éviter des fluctuations imprévisibles de son revenu.

Ainsi, il n'y pas vraiment

de théories nouvelles dans la MMT. Je crois que l'enjeu de cette

« théorie » est tout autre et n'a pas pour but de convaincre le

macroéconomiste ou le théoricien de la monnaie. Il s'agit de promouvoir une

politique économique alternative, stimulant l'activité par des dettes publiques

élevées et une monétisation éventuelle des dettes publiques, en acceptant un

risque inflationniste plus élevé. Le livre défend l'orientation économique de

l'après-guerre, la politique que l'on qualifie de keynésienne traditionnelle

qui consiste à mobiliser les outils budgétaires pour atteindre

le plein emploi, même si cela conduit à une inflation modérée. Stéphanie Kelton réhabilite en cela Abba Lerner qui est le promoteur, dès les années 1940, des politiques que l'on qualifiera ensuite de keynésiennes, et qu'il qualifiait de *finance fonctionnelle*. Abba Lerner souligne sa contribution qui est de présenter la cohérence de la pensée keynésienne : le but de la politique économique est le plein emploi, les moyens la dette publique et la création monétaire, le risque est l'inflation et non l'insoutenabilité des dettes publiques, du fait de la possibilité d'émettre de la monnaie. Sa conception est présentée en [quatorze pages](#) dès 1943, sous une forme très accessible. L'histoire de l'inflation dans les années 1970 a montré que l'utilisation de ces politiques pour relancer des économies avec des contraintes de production (liées alors au pétrole) pouvait conduire à une inflation élevée et volatile. L'identification claire du choc de demande est nécessaire pour contrôler l'inflation.

Encore une fois, rien de radicalement nouveau aux États-Unis où la banque centrale a comme mandat de veiller à une inflation basse et à l'emploi maximum. C'est dans la zone euro que cette affirmation conduit à une évolution profonde, car la BCE a pour seul mandat la stabilité des prix et nullement l'activité économique. L'évolution du

mandat de la BCE est un sujet ancien que l'on évoque ici en passant, et traité plus longuement [ici](#) à l'issue de la crise financière de 2008.

Venons-en à une critique du livre. La limite de la monétisation des dettes ou du financement monétaire des dépenses publiques est l'inflation, comme le rappelle l'auteure. Cependant, rien de précis n'est dit sur le lien entre politique économique et inflation. Ce lien est pourtant essentiel pour bien calibrer le montant et le format du plan de relance aux États-Unis et qu'il nous faut construire en Europe. La BCE [détient environ](#) 23% de la dette publique de la France. Jusqu'où peut-on aller ?

Quels sont les coûts économiques et sociaux d'une hausse de l'inflation ? Comment s'assurer que les anticipations d'inflation ne s'accroissent pas dangereusement ?

C'est un sujet très étudié, sous des angles variés. La relation entre l'activité économique et l'inflation, la fameuse courbe de Phillips, par exemple [ici](#) pour un [article récent](#). La relation entre quantité de monnaie et inflation est aussi le sujet de nombreuses analyses, par [exemple](#) [ici](#).

Pour comprendre les effets de l'inflation, il faut finement étudier qui détient de la monnaie et pourquoi, ce que [l'on fait ici](#).

Les travaux de Stéphanie

Kelton et des économistes de la MMT évitent soigneusement de citer les travaux

d'autres approches pour faire croire à une nouvelle école de pensée économique.

À ce stade, cela n'est pas le cas. Le livre de Stéphanie Kelton est une bonne

introduction pour ceux qui veulent découvrir le débat de politique

macroéconomique par des sujets d'actualité sous un angle polémique. Mais

critiquons la MMT pour sa relative naïveté macroéconomique et sa faiblesse

empirique.

La seconde affirmation des

auteurs de la MMT est la promotion d'une garantie de l'emploi pour tous les

salariés. Ce second volet est indépendant de la gestion macroéconomique de la

demande agrégée et du financement du déficit public. Il concerne la partie

résiduelle du sous-emploi qui existerait dans le cycle économique. La

proposition détaillée par Pvalina Tcherneva est simple : il s'agit de

proposer un outil supplémentaire, une offre d'emplois publics rémunérés au

moins au salaire minimum (que Pvalina Tcherneva veut augmenter à 15\$ pour les

États-Unis). Ces emplois ne seraient pas obligatoires, mais fournis à toute la

population, comme un droit universel. Enfin, ils sont associés à une formation,

qualification et un apprentissage, ayant comme objectif que les salariés dans

ces emplois en sortent aptes à trouver un emploi dans le

secteur privé. Selon l'auteure, ces emplois n'ont pas comme objectif de concurrencer ni l'emploi public avec des objectifs identifiés ni l'emploi privé, qui répond à une demande solvable.

Pour le lecteur français, ces emplois sont familiers : il pourrait s'agir d'emplois aidés qualifiants dans le secteur non-marchand, dont on sait qu'ils peuvent augmenter le retour à l'emploi, lorsque la qualification est effective, comme le montrent des [évaluations](#). La proposition est de rendre endogène le nombre de ces emplois par la demande des travailleurs dans le cycle. Si une réforme profonde du système de formation et d'apprentissage est nécessaire, la proposition d'une utilisation contracyclique de ce type d'emploi est intéressante, et déjà partiellement utilisée.

Paradoxalement peut-être, l'intérêt est de penser non pas une opposition à l'économie de marché, mais une politique de stabilisation, ce qui suscite des critiques [radicales](#) de la MMT ! Le déficit d'emplois conjoncturels est compensé soit par une gestion vigoureuse et potentiellement inflationniste de la demande agrégée, soit par une politique de production d'emplois publics. Ces politiques keynésiennes sont développées au sein d'une approche que l'on appelle [post-keynesienne](#), qui est

une des 50 nuances du keynésianisme (néo- keynésien, keynésien historique, post-keynésien, circuitiste, etc.).

MMT, post-keynésianisme et la nouvelle politique économique de Joe Biden

On assiste à une évolution profonde de la politique économique américaine avec des projets de plans de relance d'investissement, une augmentation de la fiscalité des entreprises et des ménages les plus aisés, un projet d'augmentation du salaire minimum fédéral, le tout avec une banque centrale accommodante qui semble peu se soucier des tensions inflationnistes à court terme. Cette évolution va dans le sens des recommandations de la MMT (sans reprendre toutes les recommandations). La question légitime est d'identifier le rôle de ce courant dans cette évolution. L'on ne pourra qu'imparfaitement répondre à cette question, tant les arcanes de la politique économique sont obscurs, parfois pour les décideurs eux-mêmes. Les propositions de la MMT sont tout d'abord reprises par Bernie Sanders, dont Stephanie Kelton était la conseillère économique pour la campagne de 2017, qui anime l'aile gauche du parti démocrate. Ainsi, les propositions se sont diffusées dans le débat économique américain.

Cependant, on peut tracer une tout autre généalogie intellectuelle du changement de politique économique aux États-Unis, à partir du courant soit néo-keynésien soit keynésien, et qui me semble plus réaliste. Les travaux de Paul [Krugman](#) sur la trappe à liquidité au Japon, de Lawrence [Summers](#) sur la stagnation séculaire, les travaux d'Olivier [Blanchard](#) sur le rôle des multiplicateurs (parmi bien d'autres) ont conduit à des évolutions au sein du FMI et de l'OCDE en un sens bien plus keynésien depuis plusieurs

années. Ces évolutions sont indépendantes de la MMT qui présente des propositions moins empiriques que certains travaux cités. Ainsi, le tournant économique de Biden me semble bien plus imprégné de l'expérience pragmatique du réel qui d'un nouveau corpus théorique « alternatif ». Ce que l'on qualifie de pragmatisme est en fait surtout une approche empirique des mécanismes économiques, dans un contexte de taux d'intérêt bas qui donnent une [capacité d'endettement nouvelle aux États](#).

Leçons européennes ?

Pour conclure, quelles sont les leçons européennes de la MMT (et du tournant keynésien de la politique américaine) ? L'utilisation expansionniste de la politique fiscale et le financement monétaire des déficits publics ne peuvent bien sûr qu'avoir lieu au niveau de la zone euro, car ce sont les banques centrales de l'Eurosystème qui ont le monopole d'émission de la monnaie. De ce fait, le problème n'est pas tant économique que politique. La diversité des situations économiques de la zone euro conduit à des besoins de relance différents. L'économie allemande est stimulée par une demande externe importante du fait notamment d'un taux de change interne favorable. La dette publique allemande est attendue autour de 65% dans les prochains trimestres. L'économie italienne connaît une croissance faible et une dette publique de 160%. Plus que le débat théorique, c'est la divergence économique et politique qui paralyse l'Europe. L'utilisation judicieuse de plans de relance européens peut permettre une re-convergence et une création d'emplois, mais cela est un tout autre sujet.

Que peuvent encore faire les banques centrales face à la crise ?

par [Christophe Blot](#) et [Paul Hubert](#)

Le retour de nouvelles mesures de confinement dans plusieurs pays devrait infléchir le rythme de la reprise

économique, voire entraîner une nouvelle chute de l'activité en fin d'année.

Pour faire face à ce risque, les gouvernements annoncent de nouvelles mesures

de soutien qui viennent dans certains cas compléter les plans de relance mis en

œuvre à l'automne. Du côté de la politique monétaire, aucune mesure supplémentaire

n'a pour l'instant été annoncée. Mais avec des taux proches ou à 0 % et

une politique massive d'achat de titres obligataires, on peut se demander si

les banques centrales disposent encore de marges de manœuvre.

En pratique,

elles pourraient poursuivre les programmes de QE et augmenter les montants d'achats

d'actifs. Mais d'autres options sont également envisageables, comme celle d'une

monétisation des dettes publiques.

Avec la crise de la Covid-19, les banques centrales – la Réserve fédérale, la Banque d'Angleterre ou la BCE – ont repris ou amplifié leur politique de QE si bien que certains y voient une monétisation *de facto* de la dette. Dans un récent [Policy Brief](#), nous argumentons que le QE ne peut pas être strictement considéré comme de la monétisation de la dette publique, notamment parce que les achats de titres n'ont pas pour contrepartie l'émission de monnaie mais de *réserves excédentaires*. Or celles-ci sont distinctes de la monnaie en circulation dans l'économie puisqu'elles ne peuvent être utilisées qu'au sein du système bancaire et qu'elles sont sujettes à un taux d'intérêt (le taux des facilités de dépôt dans le cas de la zone euro) alors que la monnaie ne l'est pas.

Notre analyse permet donc de revenir sur les caractéristiques du QE et de préciser les conditions d'une monétisation des dettes. Celle-ci devrait se traduire par i) une économie d'intérêts payés par le gouvernement, ii) une création de monnaie, iii) permanente (ou durable) et iv) refléter un changement implicite de l'objectif des banques centrales ou de leur cible d'inflation. La mise en œuvre d'une telle stratégie est donc une option à la disposition des banques centrales et permettrait le financement de politiques budgétaires expansionnistes. Le gouvernement, en contrepartie d'un ensemble de mesures

budgétaires – transferts
aux ménages ou dépenses de santé, soutien aux entreprises –
émettrait une
obligation perpétuelle à coupon zéro, achetée par les banques
commerciales qui
créditeraient le compte des agents ciblés par les mesures de
soutien. La dette
n'aurait aucune obligation de remboursement ou de paiement
d'intérêt et serait
ensuite acquise par la banque centrale et conservée dans son
bilan.

La monétisation serait
probablement plus efficace que le QE pour la stabilisation de
la croissance
nominale. Elle réduirait le risque sur la stabilité financière
induit par le QE
dont l'effet repose sur sa transmission aux prix d'actifs
susceptibles de créer
des bulles de prix d'actifs ou d'inciter les agents privés à
s'endetter de
façon excessive. La monétisation a souvent été repoussée en
raison de la
crainte qu'elle se traduise par une hausse de l'inflation.
Dans le contexte
actuel, une politique budgétaire expansionniste est nécessaire
pour soutenir
l'activité et envisager la reprise, une fois que la pandémie
sera maîtrisée.
Une accélération de l'inflation satisferait aussi les banques
centrales et
l'insuffisance de la demande devrait largement réduire le
risque d'une spirale
inflationniste hors de contrôle. La monétisation requiert une
plus forte
coordination avec la politique budgétaire, ce qui rend sa mise
en œuvre plus

difficile dans la zone euro.

Europe / Etats-Unis : comment les politiques budgétaires ont-elles soutenu les revenus ?

par [Christophe Blot](#), [Magali Dauvin](#) et [Raul Sampognaro](#)

La forte chute de l'activité et ses conséquences sociales brutales ont conduit les gouvernements et les banques centrales à prendre des mesures ambitieuses de soutien afin d'amortir le choc qui s'est traduit par une récession mondiale inédite au premier semestre 2020, analysée dans le [Policy Brief n° 78](#). Face à une crise sanitaire sans précédent dans l'histoire contemporaine, ayant nécessité des arrêts d'activité forcés pour freiner la propagation du virus, les gouvernements ont mis en place des mesures urgentes de soutien afin d'éviter l'enclenchement d'une crise incontrôlée susceptible d'altérer durablement la trajectoire économique[1]. Trois grands types de mesures ont été prises : certaines visent à maintenir le pouvoir d'achat des ménages malgré les arrêts d'activité ; d'autres à l'intention des entreprises tentent de préserver l'outil de production et enfin des mesures spécifiques au secteur de la santé. Les comptes nationaux trimestriels, disponibles à la fin du premier semestre, permettent de connaître à quel point le revenu disponible des agents privés a été préservé par la politique budgétaire à ce stade de la crise de la covid-19[2].

La politique

budgétaire fait exploser le revenu des ménages américains et préserve celui des européens

Dans les principales économies avancées, la crise de la covid-19 a généré des pertes de revenu primaire (avant transferts monétaires) s'échelonnant de 81 milliards de livres sterling au Royaume-Uni à 458 milliards de dollars aux États-Unis (Tableau 1). Le choc initial de revenu fut plus important en Espagne et en Italie – respectivement 6,5 et 6,7 points de PIB – et de moindre ampleur en Allemagne (3,4 points de PIB) et aux États-Unis (2,1 points de PIB).

Tableau 1. Première estimation de la baisse au premier semestre 2020 du revenu primaire total liée à la crise du COVID-19

	ITA	ESP	FRA	GBR	DEU	USA
En milliards	-120 €	-81 €	-114 €	-81 £	-116 €	-458 \$
En pts de PIB de 2019	-6,7	-6,5	-4,7	-3,7	-3,4	-2,1

Lecture : à la fin du premier semestre 2020, la crise de la covid-19 a engendré une perte de 81 milliards d'euros de revenu primaire à l'économie espagnole par rapport à la moyenne semestrielle de 2019, correspondant à une perte de 6,5 points de PIB.

Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

Le graphique 1 décompose la part du choc sur le revenu primaire (RP) encaissée par agent (première barre à gauche pour chaque pays, notée « RP »). En Espagne et en Italie, les ménages ont subi la majorité des pertes, à hauteur de respectivement 54 % et 60 % de la perte de revenu totale dans l'économie. En France et en Allemagne, ce sont les entreprises qui ont supporté la plus grosse part (48%) de la baisse de revenu. Au Royaume-Uni et aux États-Unis, les entreprises ont encaissé une perte respective de 50 milliards de livres et 275 milliards de dollars, représentant 62 et 60 % de la perte totale dans l'économie. Dans tous les pays, les administrations publiques (APU) subissent un moindre choc, qui s'explique par l'évolution spontanée de certains stabilisateurs automatiques, et par une valeur ajoutée en valeur relativement épargnée par les restrictions d'activité pendant le confinement.

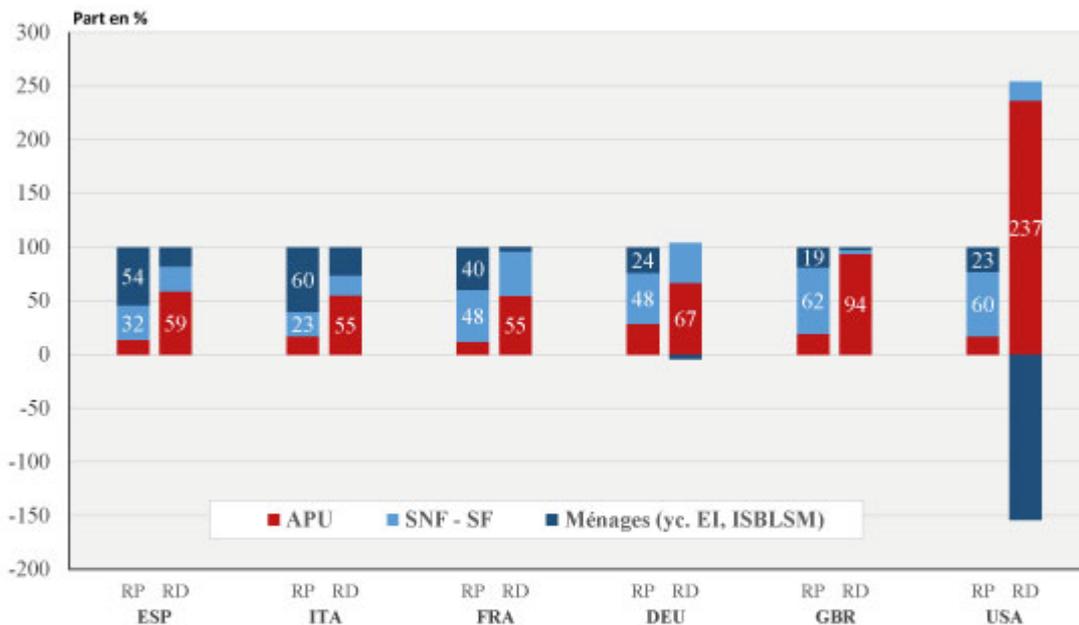
Si l'on se tourne maintenant sur la décomposition des pertes de revenu disponible (RD), qui tient compte des transferts monétaires, des cotisations sociales et des impôts sur les revenus, l'histoire est toute autre. La mise en place des mesures d'urgence a permis d'absorber une partie de ces pertes comme illustrée par la barre dénommée « RD » dans le graphique 1.

La mise en place du chômage partiel dans les pays européens a ainsi reporté la charge des salaires des entreprises vers les APU ce qui a permis de préserver le revenu des ménages et d'éviter les ruptures des contrats de travail. De même, les allègements de cotisations sociales, les réductions d'impôts sur les revenus ou les profits ont transféré le coût de la crise des agents privés vers les gouvernements. Face à un choc non prévisible, l'État aurait ainsi joué d'un rôle d'assureur en dernier ressort des revenus des agents privés, bien que d'ampleur différente selon les pays. Ainsi, alors que les APU espagnoles ont absorbé 13,5 % du choc de revenu primaire, les mesures de soutien ont porté cette part à 59 %, un niveau supérieur à celui de l'Italie (55,3 %) et de la France (54,3 %) en termes de revenu disponible. Comparativement, les mesures prises par le gouvernement allemand ont permis d'absorber une part plus élevée du choc puisqu'elle s'élève à 67 % de la perte du revenu disponible contre 28 % de la baisse du revenu

primaire.

Au Royaume-Uni les mesures d'urgence ont absorbé la totalité du choc. Alors que les entreprises et les ménages enregistrent une perte de revenu primaire de 50 et 15 milliards de livres respectivement, leur revenu disponible n'a baissé que de 4 et 2 milliards de livres. En termes de revenu disponible, les administrations publiques absorbent ainsi 93,6 % du choc. Le contraste est encore plus marqué en Allemagne et aux États-Unis puisque les mesures ont surcompensé le choc initial de revenu primaire, notamment pour les ménages. Les chiffres américains sont particulièrement impressionnants. Sur le semestre, la baisse de revenu primaire est de 192 milliards tandis que le revenu disponible des ménages a progressé de 576 milliards notamment du fait du versement d'un crédit d'impôt et d'une allocation chômage fédérale exceptionnelle d'un montant de 600 dollars par semaine versée aux chômeurs quel que soit leur revenu initial^[3]. Les différentes mesures fiscales et les subventions octroyées aux entreprises ont réduit la perte de 210 milliards. Ainsi, le gouvernement américain a absorbé 237 % du choc reflétant l'ampleur des mesures de soutien prises en mars-avril.

Graphique 1. Part du choc de covid-19 absorbé par chaque agent de la comptabilité nationale



RP : revenu primaire, RD : revenu disponible.

Lecture : Les pertes de revenus primaires engendrées par la crise de la covid-19 en Italie ont été subies par les agents privés à hauteur de 83 % (60 % + 23 %). Le soutien des administrations publiques, en endossant plus de la moitié des pertes de revenu disponible (55 %) a permis d'alléger les pertes des ménages et des entreprises (100 - 55 = 45 %).

Sources : comptabilités nationales, calculs OFCE.

Les destructions d'emplois et l'incertitude sur l'avenir peuvent entraver la reprise outre-Atlantique

Comme on l'a vu, la politique budgétaire a été mobilisée massivement outre-Atlantique. Même si à ce stade, le choc macroéconomique est plus faible aux États-Unis que dans l'UE[4], l'impulsion budgétaire est bien plus importante. L'ensemble des transferts en faveur des ménages dépassent, à l'issue du 1^{er} semestre, le choc immédiat sur leur revenu primaire. De cette façon le revenu disponible des ménages américains a augmenté de 13 %, au moment où leur revenu primaire baissait de 4 % en lien avec les destructions d'emplois. Cette situation s'explique notamment par un crédit d'impôt versé aux ménages

et une allocation
additionnelle et forfaitaire de 600 dollars par semaine versée
par le
gouvernement fédéral à toute personne éligible au chômage.
Entre le quatrième
trimestre 2019 et le deuxième trimestre 2020, les transferts
aux ménages ont
ainsi bondi de 80 % et représentaient 31 % du revenu
disponible
contre 19 % en 2019.

Cette différence de gestion de la crise s'explique sans doute
par l'absence de filets de protection sociale aux États-Unis
réduisant de fait le rôle des stabilisateurs automatiques et
limitant également les citoyens non ou peu couverts par une
assurance maladie à faire face aux dépenses de soins en cas de
baisse des revenus. La mise en œuvre de mesures contra-
cycliques est alors d'autant plus importante, ce qui explique
sans doute pourquoi les plans de relance sont plus
conséquents, comme ils l'avaient été pendant la crise de
2008-2009 et que les mesures soutiennent directement et
fortement les revenus des ménages. Par ailleurs, aux États-
Unis, cette relance incombe à l'État fédéral alors que dans
l'Union, l'essentiel des plans de soutien émanent des États.

La forte poussée du chômage observée outre-Atlantique – qui a
atteint un pic à 14,7 % en avril – contraste avec la situation
européenne, s'explique en partie par la [stratégie différenciée
de politique économique](#). Aux États-Unis, un transfert positif
et conséquent de revenu a été fait aux ménages pour palier la
baisse des rémunérations résultant des destructions d'emplois,
ce qui a également permis d'atténuer le choc sur les marges
des firmes. *A contrario*, dans les principales économies
européennes, les relations contractuelles d'emploi ont été
maintenues mais les revenus des ménages ont été un peu moins
bien préservés – ils seraient en légère baisse sauf en
Allemagne. Dans les principales économies européennes, le

choix a été fait de mobiliser massivement les dispositifs d'activité partielle et aux États-Unis la réponse s'est faite par un envoi direct et immédiat de chèques aux ménages.

Le fait d'avoir préservé les revenus, pendant une période où la consommation était empêchée par la fermeture des commerces non essentiels, a permis d'accumuler 76 milliards d'euros « d'épargne covid » en Allemagne (8 points de RDB), 62 milliards en France (9 points de RDB) et 38 milliards en Espagne et en Italie (respectivement 10 et 6 points de RDB). Dans les pays anglo-saxons « l'épargne covid » est encore plus importante : 89 milliards de livres au Royaume-Uni (12 points de RDB)) et la somme arrive à 961 milliards de dollars aux États-Unis (12 points de RDB). L'évolution de l'épidémie et la mobilisation de cette épargne seront les deux clés pour connaître l'ampleur du rebond de l'activité à partir du second semestre 2020.

Or c'est précisément le moment où les différences d'approche peuvent créer une divergence des trajectoires économiques. Si on peut dire que la situation des ménages a été jusqu'ici mieux préservée outre-Atlantique, les contrats de travail ont été rompus. Dans ce contexte, la rembauche de la main d'œuvre peut prendre un certain délai, entravant le redéploiement rapide de l'appareil productif. Ceci risque de ralentir la vitesse de normalisation de l'activité, contribuant à maintenir les pertes d'emplois et limitant la restauration des bilans des entreprises. Dans le contexte des élections du 3 novembre, les négociations entre Démocrates et Républicains au Congrès sont bloquées. Si les mesures prises pendant la crise ne sont pas – au moins partiellement – reconduites, la

situation des ménages américains risque de devenir plus critique dans la mesure où la faiblesse des filets de protection sociale ne permettra pas d'atténuer un choc qui serait durable. Ceci peut avoir des effets de second tour sur la génération des revenus primaires et de l'investissement[5]. A l'issue des élections, il est probable que de nouvelles mesures seront prises mais les délais pourraient longs notamment en cas de victoire de Joe Biden puisqu'il faudra alors attendre sa prise de fonction prévue en janvier 2021. Le maintien d'une forte incertitude sur l'ampleur de la reprise – accentuée par l'incertitude politique – peut encourager les ménages américains à ne pas dépenser « l'épargne covid » afin de garder une « épargne de précaution » pour faire face à une crise sanitaire, économique et sociale qui risque de durer.

Lexique

Revenu primaire : les revenus primaires comprennent les revenus directement liés à une participation au processus de production. La majeure partie des revenus primaires des ménages est constituée des salaires et des revenus de la propriété.

Revenu disponible brut : Revenu dont disposent les agents pour consommer ou investir, après opérations de redistribution. Il comprend le revenu primaire auquel on ajoute les prestations sociales en espèces et on en retranche les cotisations sociales et les impôts versés.

*

* *

[1] Voir

« [Evaluation](#)

[de la pandémie de Covid-19 sur l'économie mondiale](#) », Revue de

l'OFCE

n°166 pour une première analyse de ces différentes mesures de soutien budgétaire et monétaire.

[2] Ces résultats sont à prendre avec prudence. Si les comptes nationaux trimestriels constituent le cadre cohérent le plus complet disponible avec les données recueillies par les instituts statistiques officiels, ils restent provisoires. Ces comptes sont soumis à des fortes révisions qui pourront modifier sensiblement les résultats finaux lorsqu'ils intégreront des nouvelles données (bilans des entreprises...) et qu'ils seront jugés définitifs dans un délai de deux ans.

[3] Cette allocation s'ajoute de surcroît à celle versée par les systèmes d'assurance-chômage géré par les États.

[4] La perte de PIB semestrielle est de 5 % aux US, contre 8,3 % dans l'UE.

[5] F. Buera, R. Fattal-Jaef, H. Hopenhayn, A. Neumeyer, et J. Shin (2020), "The Economic Ripple Effects of COVID-19", *Working Paper*.

Les comptes nationaux à l'épreuve du coronavirus

par [Sabine Le Bayon](#) et [Hervé Péléraux](#)

À la fin du mois d'avril, ou à la mi-mai pour certains pays, les instituts statistiques nationaux des pays développés ont publié une première version des comptes du premier trimestre.

Marquée d'abord par la détérioration des perspectives du commerce et du

tourisme, puis progressivement à partir de la mi-mars par l'instauration de

mesures de confinement destinées à lutter contre la propagation du virus,

l'activité économique était attendue en forte baisse sur l'ensemble du

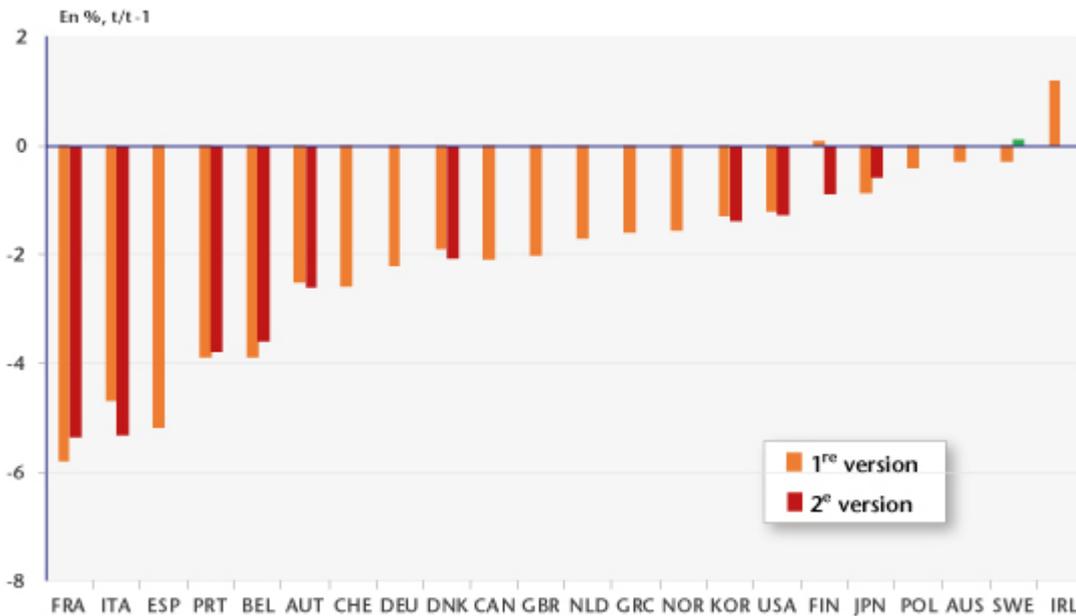
trimestre. Sans surprise, les chiffres de croissance du PIB ont déjà concrétisé,

dans leur version provisoire, les effets économiques de ce confinement durant

les deux dernières semaines du trimestre.

Parmi les pays industrialisés ayant publié leurs premiers comptes, les États-Unis et le Royaume-Uni paraissent moins affectés que les pays européens et, parmi les pays européens, la France, l'Italie et l'Espagne affichent les chutes du PIB les plus fortes (Graphique). À l'autre bout du spectre, la Pologne, l'Australie, la Suède et l'Irlande ressortent pour le moment quasiment indemnes de la crise en comparaison des pays ayant subi les contractions les plus fortes.

Graphique. Taux de croissance du PIB au premier trimestre 2020



Sources : comptabilités nationales.

Ces disparités observées de l'effet de la pandémie et du confinement sur la croissance proviennent en premier lieu des chocs d'origine interne subis par les économies, avec la durée du confinement qui détermine le temps de mise en veille de l'activité ainsi que son intensité qui régit l'étendue des arrêts d'activité. Elles s'expliquent aussi par le degré d'ouverture des pays et leur exposition différenciée aux chocs subis par leurs partenaires commerciaux. Elles peuvent enfin résulter des problèmes de construction des comptes nationaux dans le contexte inédit de la crise du Covid-19 et de la manière dont les instituts statistiques nationaux ont remédié aux difficultés inhérentes à la situation[1].

La plupart des instituts statistiques souligne que ces résultats sont davantage susceptibles qu'à l'accoutumée d'être révisés. L'expérience passée illustre à

cet égard la difficulté de prendre la mesure de l'impact des chocs majeurs sur l'activité économique. Lors de la grande récession de 2008/09, les révisions des comptes nationaux entre la première version publiée à l'époque et la version d'aujourd'hui ont quasiment toujours été faites à la baisse, tant pour les trimestres de grande récession que pour l'évaluation de la croissance en moyenne annuelle (Tableau 1). Dans la situation actuelle, incommensurablement plus grave qu'en 2008/09 et où les chiffres de récession se comptent en points de PIB et non plus en dixièmes de points, les révisions des comptes nationaux risquent de revêtir une ampleur jamais vue.

Tableau 1. Révisions des taux de croissance du PIB durant la récession de 2008/2009

En %

	Trimestres						Années					
	T4 2008			T1 2009			2008			2009		
	Prov.	Déf.	Écart	Prov.	Déf.	Écart	Prov.	Déf.	Écart	Prov.	Déf.	Écart
FRA	-1,2	-1,4	-0,2	-1,2	-1,6	-0,4	+0,7	+0,1	-0,6	-2,2	-2,8	-0,6
DEU	-2,1	-1,6	+0,5	-3,8	-4,7	-0,9	+1,0	+0,7	-0,3	-4,9	-5,6	-0,7
ITA	-1,8	-2,5	-0,7	-2,4	-2,8	-0,4	-0,9	-1,0	-0,1	-4,9	-5,3	-0,4
ESP	-1	-1,6	-0,6	-1,9	-2,6	-0,7	+1,2	+0,9	-0,3	-3,6	-3,8	-0,2
GBR	-1,5	-2,1	-0,6	-1,9	-1,7	+0,2	+0,7	-0,3	-1,0	-5,0	-4,2	+0,8
USA	-1,6	-2,2	-0,6	-1,5	-1,1	+0,4	+1,1	-0,1	-1,2	-2,4	-2,5	-0,1

Sources : OCDE, base de données sur l'analyse des révisions.

Le processus de révision des comptes du premier trimestre 2020 a d'ailleurs été engagé un mois après la publication de leur version préliminaire. La contraction du PIB français, initialement estimée à -5,8 % le 30 avril, ce qui plaçait l'Hexagone en queue de peloton, a été révisée à la baisse à -5,3 % selon la deuxième estimation rendue publique le 29 mai.

Symétriquement, l'Italie qui avait publié une contraction de son PIB de -4,7 % dans sa version provisoire de fin avril, l'a révisée à -5,3 % le 29 mai. Au final, en l'état de l'information à la fin mai, la France et l'Italie affichent des résultats égaux au premier trimestre 2020 (Graphique).

D'autres pays

ont également révisé leurs comptes, certains à la baisse, d'autres à la hausse (Tableau 2).

En tout état de cause, ce processus de révision des comptes n'en n'est qu'à son

début. Une étape majeure sera franchie l'année prochaine une fois que les

comptes trimestriels auront été calés sur les comptes annuels de 2020. Ces

comptes annuels, révisés à deux reprises jusqu'à leur version définitive en

2023, révéleront alors progressivement l'ampleur d'une récession incomparable

dont on ne perçoit actuellement que les prémises.

Tableau 2. Premières révisions des comptes nationaux du T1 2020

En %

	1 ^{re} version	2 ^e version	Révision
France	-5,8	-5,3	+0,5
Suède	-0,3	0,1	+0,4
Japon	-0,9	-0,6	+0,3
Belgique	-3,9	-3,6	+0,3
Portugal	-3,9	-3,8	+0,1
Finlande	0,1	-0,9	-1,0
Italie	-4,7	-5,3	-0,6
Danemark	-1,9	-2,1	-0,2
Corée du Sud	-1,3	-1,4	-0,1
États-Unis	-1,2	-1,3	-0,1
Autriche	-2,5	-2,6	-0,1

Sources : comptabilités nationales.

[1] Voir sur ce point Eurostat, « [Guidance on quarterly national accounts estimates in the context of the covid-19 crisis](#) », *Methodological Note*, 24 avril 2020. Voir aussi pour la France, « [La statistique publique à l'épreuve de la crise sanitaire](#) », Jean-Luc Tavernier, *blog de l'INSEE*, 6 mai 2020.

L'Allemagne prise dans l'engrenage du CIR

[Evens Salies](#) et [Sarah Guillou](#)

Après des années d'hésitation, le Parlement allemand vient d'introduire un dispositif fiscal en faveur des dépenses de R&D. La décision précède la crise déclenchée par la Covid-19, mais elle pourrait bien être providentielle pour les entreprises allemandes.

Quelles sont les raisons qui ont poussé l'Allemagne à prendre une telle décision, quatre décennies après les États-Unis et la France, et alors qu'elle figure parmi les investisseurs de tête, tant en termes de R&D que d'innovations ? S'agit-il d'un instrument supplémentaire au service de la compétitivité ? Et

quelles
seront les répercussions sur l'investissement en R&D en
France ?

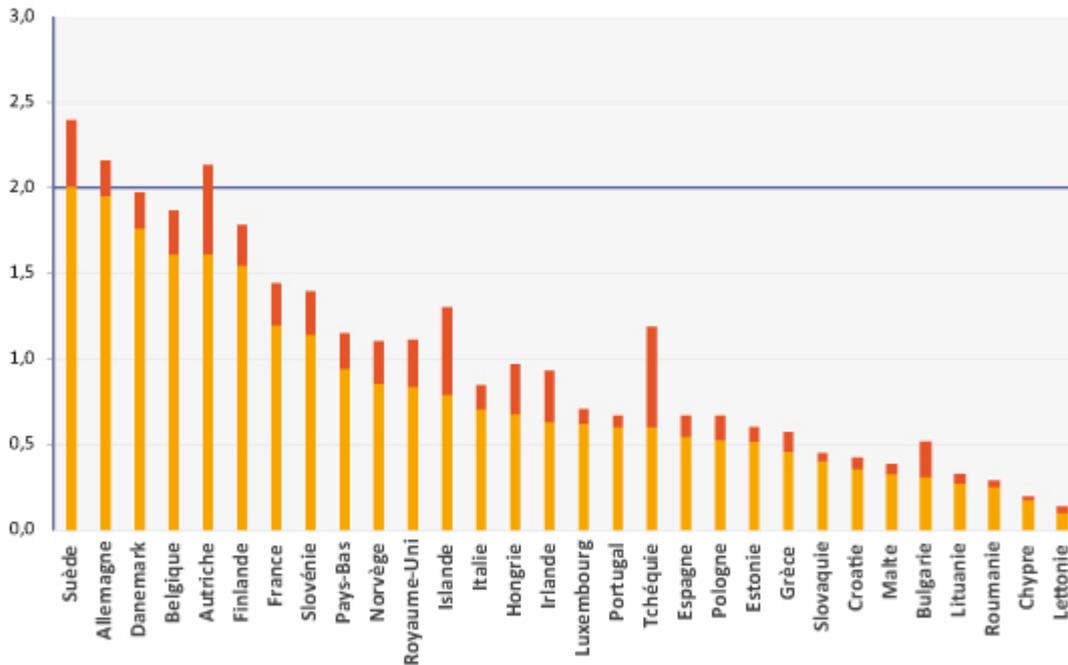
Le
dispositif fiscal allemand, entré en vigueur dès janvier 2020,
offre aux
entreprises un crédit d'impôt égal à 25 % des dépenses de R&D
déclarées. L'assiette
est plus étroite que pour le crédit d'impôt recherche (CIR),
dans la mesure où,
en Allemagne, seuls les salaires sont pris en compte
(cotisations patronales incluses).[\[1\]](#) Le taux de
25 % est toutefois proche du taux français (30 %). Les
dépenses éligibles par
entreprise sont plafonnées à deux millions d'euros ; le crédit
d'impôt par
entreprise sera limité à 500 000 euros (la sous-traitance a un
traitement
un peu différent). Lorsque plusieurs filiales d'un groupe
bénéficient du
dispositif, dans le cadre d'un programme de recherche commun,
la somme des
dépenses éligibles est plafonnée à 15 millions d'euros (crédit
d'impôt de 3,75
millions).

À
titre de comparaison, parmi les entreprises françaises qui
font de la R&D,
les PME reçoivent *en moyenne* 131 000 euros de CIR, les ETI,
742 000
euros, et les grandes entreprises 5,6 millions d'après les
chiffres du [MESRI](#).
Les montants les plus élevés dépassent 30 millions d'euros
(peu d'entreprises sont
dans ce cas), mais ne vont guère au-delà, car le taux du CIR

passe de 30 à 5 %
des dépenses de R&D éligibles au-delà du seuil de 100 millions
d'euros
d'assiette. Les estimations du manque à gagner fiscal annuel
pour l'Allemagne (avant
bouclage macroéconomique) vont jusqu'à cinq milliards d'euros
par an. C'est 80
% du CIR français et autant que les incitations fiscales en
faveur de la
R&D au Royaume-Uni. Sans le plafond, le dispositif pourrait
coûter autour
de 9 milliards d'euros à l'État fédéral allemand. [\[2\]](#)

Les
caractéristiques du dispositif et le niveau élevé de la R&D
privée allemande
interrogent sur les réelles motivations du Parlement. En
effet, on peut se
demander pourquoi n'a-t-il pas opté pour un dispositif
« incrémental », c'est-à-dire assis sur l'accroissement des
dépenses
de R&D éligibles, comme aux États-Unis, ou en France jusqu'en
2003. Certes,
un dispositif incrémental ne soutient pas les entreprises dont
la R&D
stagne, ou baisse (les aides directes sont plus efficaces dans
ce cas), mais il
évite les effets d'aubaine du CIR ([Salies, 2017](#)).
Le plafond limite ces effets, mais ne les supprime pas.

Graphique 1. Effort de R&D (en % du PIB), UE-28, Islande, Norvège, 2018



Lecture du graphique : le rectangle inférieur est l'effort de R&D, après avoir exclu les aides directes. Le rectangle supérieur n'inclut que les aides directes.

Note : les valeurs sont pour 2018 ou l'année la plus proche.

Sources : portail des données ouvertes de l'UE.

Le niveau des dépenses privées de R&D est nettement plus élevé en Allemagne que dans n'importe quel État membre (62,2 milliards d'euros, hors subventions directes). La France est loin derrière (27,5 milliards d'euros), suivie de l'Italie et la Suède (respectivement 12,8 et 9,6 milliards). Nous obtenons un classement comparable, pour l'Allemagne, la France et l'Italie, si on mesure l'effort de R&D (les dépenses rapportées au PIB ; graphique 1). L'Allemagne est quasiment au même niveau que la Suède (resp. 1,92 et 2,01 points). Viennent ensuite le Danemark, la Belgique, l'Autriche, la Finlande. La France est en 7^e position avec 1,44 points et l'Italie 13^e avec 0,71 point. La recherche privée allemande (hors subventions) n'est qu'à 0,08 point de PIB du seuil de 2 % fixé lors du conseil européen de Barcelone en 2002 (la « stratégie de Lisbonne »), que seule la Suède atteint. Subventions incluses, le secteur privé dépasse ce seuil. Depuis 2017, la dépense intérieure (privée et publique) de recherche de l'Allemagne dépasse également le seuil de 3 %. Ainsi, l'argument de [Spengel et Grittmann du ZEW](#) en 2009 qu'une incitation fiscale permettrait aux entreprises allemandes de surmonter un sous-

investissement privé en R&D n'est pas convaincant, du moins dans une perspective européenne.

Certes,

au niveau mondial, trois pays font mieux que l'Allemagne : les États-Unis,

la Chine, et le Japon où le secteur privé dépense 1,6 euro quand l'Allemagne en

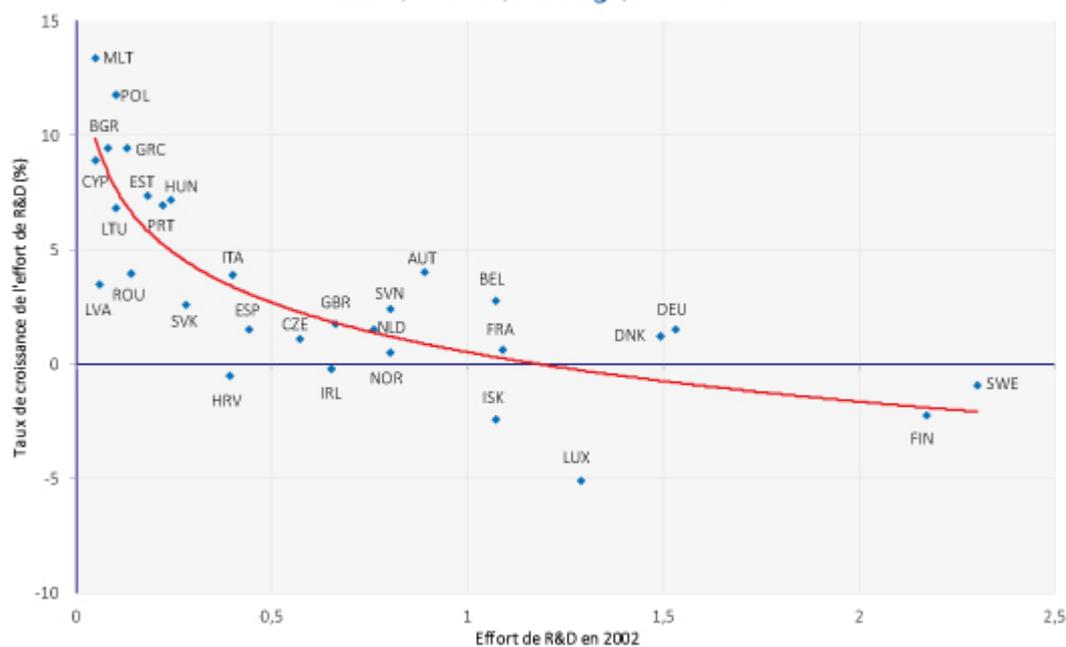
dépense 1. Néanmoins, si la motivation du Parlement allemand à introduire une

incitation fiscale était de rattraper ces pays, il ne l'aurait pas fait 40 ans

après les États-Unis !

L'introduction d'une incitation fiscale à la R&D est moins étonnante si l'on considère l'évolution de l'effort. Nous avons calculé le taux moyen de croissance de l'effort de R&D pour les 27 États membres actuels, le Royaume-Uni, la Norvège et l'Islande sur la période 2002-2017 (graphique 2).

Graphique 2. Taux de variation de l'effort de R&D (%) vs effort en 2002, UE-28, Islande, Norvège, 2002-2017



Note : les activités de R&D sont nettes des aides directes. Pour certains pays, l'année de départ est 2003, compte tenu des données disponibles. L'année d'arrivée est 2017, sauf pour le Royaume-Uni (2016).
Sources : portail des données ouvertes de l'UE.

La courbe traversant le nuage (ajustement logarithmique) révèle

une relation quasi-inverse entre ce taux et l'effort en 2002, suggérant une convergence des efforts de R&D. Visiblement, de nombreux pays sont dans une période de rattrapage en matière d'investissement dans la recherche. La plupart d'entre eux sont de petite taille, mais l'ensemble est significatif. Par exemple, les pays dont le taux de croissance de l'effort de R&D est au moins égal au taux allemand (1,52 %), dépensent 82,8 milliards (subventions incluses) en 2017, soit 1,2 fois la dépense allemande (68,7 milliards).[\[3\]](#) L'effort de R&D de ces pays est égal à 0,8 point de PIB en 2017.[\[4\]](#)

Le CIR allemand serait-il alors une réponse au ralentissement de la dépense en R&D ? Les dépenses en R&D se comportent comme les autres dépenses en capital, elles ralentissent avec le niveau. En outre, plus les pays ont une dépense intérieure en R&D élevée, plus ils investissent en R&D à l'étranger. Cela résulte de ce que la dépense en R&D est principalement le fait des grandes entreprises et des multinationales ; citons par exemple Alphabet, Volkswagen et Sanofi avec respectivement 18,3, 13,6 et 5,9 milliards d'euros de dépenses de R&D en 2019 d'après les chiffres du [EU Industrial R&D Scoreboard](#).

Il est notable que les grandes multinationales ouvrent des centres de R&D à l'étranger pour se rapprocher des marchés sur lesquels elles exportent, et pour

le pouvoir de négociation que ces investissements peuvent procurer face aux administrations locales (voir rapport de la CNUCED [WIR, 2005](#)). Toutes les grandes entreprises du secteur pharmaceutique (Pfizer, GlaxoSmithKline, AstraZeneca, Sanofi-Aventis, Novartis, Eli Lilly) ont implanté des laboratoires de recherche clinique en Inde. Même EDF a un centre de R&D à Beijing (Pékin), consacré aux réseaux, aux énergies renouvelables et à la ville durable. S'il n'y a pas forcément une substitution avec la R&D nationale, cela indique qu'il y a une sorte de plateau des dépenses de R&D par pays pour une entreprise. La mesure allemande est probablement motivée par la concurrence mondiale pour attirer de nouveaux centres de R&D. C'est aussi l'objectif affiché du CIR français.

La mise en place d'un « CIR allemand » en faveur de la R&D est-elle de bon augure pour la compétitivité de la France ? L'Allemagne a un avantage comparatif dans le secteur manufacturier, qui investit beaucoup en R&D. Le dispositif fiscal allemand renforcera cet avantage, sans risque de contentieux européen, puisque les aides à la R&D font partie des exemptions du régime de contrôle des aides d'État de la Commission européenne. L'avantage comparatif de la France se situe plutôt dans les services. L'effort de R&D des services en France est plus intense qu'en Allemagne : 0,28 % du PIB en Allemagne et 0,67 % en France. Or, la France se distingue par un moindre

soutien public de la R&D des entreprises des services. La part du financement public de la recherche privée dans les services en 2015, était de 4 % en France, contre 11 % en Allemagne d'après une [étude de l'Insee](#). Le « CIR allemand » ne fera que renchérir le prix relatif de la recherche privée française dans les services relativement à la recherche allemande. Or, le contenu en R&D des services en détermine le prix, puisqu'il détermine son contenu technologique. L'avantage fiscal allemand va donc accentuer l'avantage de coût des services technologiques eux-mêmes incorporés dans la valeur ajoutée manufacturière. Cela va renforcer l'avantage de coût des entreprises manufacturières allemandes.

En outre, le prix de la R&D est de plus en plus déterminé par les dépenses de personnel, dont la part dans la R&D a eu tendance à augmenter en Italie, en France et légèrement en Allemagne. Cette part est à peu près égale dans les deux derniers pays en 2017 : 61,8 % en Allemagne, 59,7 % en France. [\[5\]](#) L'évolution relative des salaires des chercheurs aura un impact sur la différence du montant du crédit d'impôt entre la France et l'Allemagne. Rappelons que le nouveau dispositif introduit Outre-Rhin n'est assis que sur des dépenses de personnel. On peut ainsi l'envisager comme un CICE ciblé sur les travailleurs

hautement qualifiés du secteur de la recherche. Nous faisons référence au CICE avant qu'il ne bascule en baisse de cotisations sociales patronales.

C'est

la raison pour laquelle nous pensons que l'Allemagne a plutôt voulu poursuivre

sa politique d'abaissement de la fiscalité sur les entreprises. C'est une des

motivations de la réforme du CIR en 2008, qui « [peut] être vu comme une

compensation [fiscale] de taux d'imposition des sociétés plus bas dans d'autres

pays » ([Lentile et Mairesse, 2009](#)). Le taux médian dans l'OCDE appliqué aux

grandes entreprises n'a cessé de baisser depuis 1995 (13 points sur la période 1995-2018), passant

de 35 % à 22 %. Cependant, le taux allemand, qui oscille entre 29 et 30 %

depuis 2008, est proche du taux français (32 % environ en 2020 ; [CE, 2020](#)).

L'opposition qui pouvait exister en matière de

« philosophie fiscale », entre un système français fondé sur un taux

élevé et de nombreux mécanismes dérogatoires, et un système allemand fondé sur

une assiette large et des taux faibles, paraît moins forte depuis que

l'Allemagne a mise en place son « CIR ».

Ce

dernier devrait renforcer l'attractivité de l'Allemagne pour les activités de

R&D, qui s'est un peu détériorée ([EY, 2020](#) ;

voir également [CNEPI, 2019](#)).

Depuis 2011, le Royaume-Uni en tête, suivi de l'Allemagne et la France, étaient

les trois premiers pays d'accueil pour le nombre de projets de centres de R&D. Depuis 2018, l'Hexagone accueille plus de projets que l'Allemagne (1197 contre 971 en 2019), reléguant l'Allemagne à la troisième place (cela s'était déjà produit en 2009, en pleine crise financière). Le nouveau dispositif fiscal devrait influencer l'arbitrage d'implantation d'entreprises étrangères qui hésitent entre la France et l'Allemagne. Il devrait aussi attirer des entreprises françaises en Allemagne, de la même manière qu'une part significative des activités privées de R&D réalisées en France viennent d'entreprises étrangères : 21 % en 2015, en pourcentage des dépenses, comme en pourcentage de chercheurs employés (voir [Salies, 2020](#)).

Conformément au droit européen, les entreprises françaises installées Outre-Rhin, et redevables du « Körperschaftsteuer » (l'impôt sur les sociétés allemand), devraient pouvoir bénéficier de cette niche.

Enfin, les organismes privés et publics de R&D localisés en France, devraient pouvoir bénéficier de l'incitation fiscale introduite en Allemagne, via la sous-traitance. Mais, ce bénéfice ne sera que marginal, pour deux raisons : la tradition du « Mittelstand » allemand a plutôt la culture du réseau local et l'assiette pour les activités sous-traitées est plafonnée

(comme pour le CIR). Les sous-traitants français pourront probablement bénéficier d'agréments, de la même manière que [le MESRI délivre des agréments en Allemagne](#). Depuis 2009, l'Allemagne récupère 6 % des agréments de sous-traitance accordés par le MESRI, le Royaume-Uni, 4 %, etc. La majorité des agréments est accordée à des entreprises localisées en France (75 %).

Quelles que soient les raisons ayant motivé le Parlement outre-rhin à introduire un dispositif fiscal en faveur des dépenses de R&D, il est certain que la France n'a pas intérêt à retirer le sien. Cela ne dispense pas la France de réformer le CIR, les effets de levier n'étant pas aussi forts qu'attendus ; les aides (directes et indirectes), en points de PIB, ont augmenté en moyenne de 5,7 % par an depuis 2000, alors que la R&D, elle aussi en point de PIB, n'a augmenté que de 0,73 % par an. Le peu d'effet de levier est peut-être la raison ayant dissuadé si longtemps l'Allemagne d'introduire une niche fiscale pour soutenir la R&D.

En cette période de recherche de moyens de soutien aux entreprises, il va de soi que le crédit d'impôt recherche restera inchangé en France et pourrait connaître une extension du plafond en Allemagne (notamment pour aider les

constructeurs automobiles qui se sont vus refuser un plan de soutien direct).

Ce

qui reste navrant cependant, c'est qu'un des motifs de cette introduction se

trouve probablement dans l'incapacité des États membres à faire avancer la

directive européenne ACCIS qui prévoyait une fiscalité de la R&D harmonisée

pour les grandes groupes par une déduction de l'assiette de l'impôt sur les

profits des dépenses de R&D. Le CIR allemand pourrait bien faire

concurrence au CIR français, conduisant à des transferts de R&D (de la part

des multinationales) d'un État à l'autre. L'augmentation nette sur la dépense

de R&D des entreprises européennes reste à estimer. Sans augmentation de

cette dépense, la politique allemande pourrait être considérée comme une

additionnelle politique fiscale non coopérative alors que l'Europe est à la

recherche de recettes fiscales communes.

[1].

Le [CIR](#)

[français](#) intègre, outre les dépenses de personnel, les dépenses

d'acquisition des brevets, de normalisation, les dotations relatives à l'amortissement

des bâtiments affectés à la recherche, etc.

[2]. Sur la

base d'une dépense privée de R&D de 62 milliards d'euros en

2017 (aides directes exclues), on trouve 0,25 (le taux du crédit d'impôt) 0,6 (la part des salaires dans la R&D) 62 milliards 9,3 milliards.

[\[3\]](#).

Pays-Bas, Royaume-Uni, Slovénie, Slovaquie, Belgique, Lettonie, Italie, Roumanie, Autriche, Lituanie, Portugal, Hongrie, Estonie, Chypre, Grèce, Bulgarie, Pologne et Malte.

[\[4\]](#). Le PIB

de ces pays (au prix de marché en 2017) est égal à 2,5 fois celui de l'Allemagne.

[\[5\]](#)

L'augmentation dans l'hexagone et en Italie est de + 7 et + 20 points respectivement sur la période 2000-2017.

Covid-19 et entreprises : comment éviter le pire ?

par [Mathieu Plane](#)

[Selon](#)

[notre dernière évaluation](#), le PIB chuterait de 32 % sur les huit semaines de confinement. Pour la seule activité marchande hors services

immobiliers

(constitués principalement des loyers), la perte de valeur ajoutée serait de 44

%. Les dispositifs mis en place pour préserver l'emploi et le tissu productif

(chômage partiel, indemnisation garde d'enfants, fonds de solidarité) ont

permis d'absorber une partie du choc sur les entreprises. Les reports de

paiement d'impôts et de cotisations sociales et les prêts garantis par l'État

leur ont permis d'avoir accès à la trésorerie pour se financer à court terme et

faire face aux pertes enregistrées.

Malgré ces dispositifs et sous

l'hypothèse d'une dette fiscale qui ne serait pas annulée à grande échelle, la

perte de revenu d'exploitation des entreprises se chiffre à 42 milliards

d'euros en huit semaines, avec des effets sectoriels très forts.

À l'instar du chômage partiel pour la masse salariale, l'État doit prendre en charge le coût pour les entreprises du non usage du capital productif

Si le dispositif de chômage

partiel a permis de socialiser une part importante des salaires du secteur

privé ([Ducoudré](#)

[et Madec, 2020](#)) et de préserver en

grande partie de l'emploi et des revenus des ménages, les pertes accumulées des

entreprises s'expliquent par la chute des recettes et

l'accumulation de coûts fixes non pris en charge par l'État, dont ceux liés à la non utilisation du capital productif. Ce sont les coûts des locaux et bâtiments non utilisés, des usines et machines de production à l'arrêt, des avions au sol, des camions immobilisés et de l'ensemble des équipements (technologiques, logistiques, ...) des entreprises qui ne sont pas utilisés.

Ainsi les secteurs les plus intenses en capital, comme l'industrie ou les services de transports, vont consacrer chaque mois une part importante de leur revenu à financer ce capital pour son utilisation, son entretien ou son renouvellement. Or si le chômage partiel absorbe les coûts liés à la masse salariale, aucun dispositif ne prend directement en charge les coûts liés au non usage du capital productif. Les secteurs intenses en capital sont des secteurs à haute valeur ajoutée, intenses en technologie et R&D et qui fournissent une grande part des exportations et participent largement à la compétitivité de notre économie. Or, de nombreuses entreprises frappées par le choc économique lié au Covid-19 risquent de se trouver rapidement en faillite face au non usage de ce capital et des coûts qu'elles doivent supporter.

Cela a pour effet premier une contraction drastique de l'investissement, [supérieure à 50 % dans notre dernière évaluation pour les huit semaines](#)

[de confinement](#).

C'est donc au prix d'une réduction massive de leur investissement que les entreprises essayent de limiter les besoins de financement et éviter la faillite immédiate. Un tel scénario n'est pas tenable car il sacrifie l'avenir au profit d'une survie incertaine. De plus, réduire massivement l'investissement ne suffit pas à couvrir l'ensemble des pertes de revenu des entreprises : la contraction de l'investissement représente une baisse de 25 milliards, permettant de faire passer le besoin de financement des entreprises de 42 milliards à 17 milliards d'euros pour huit semaines de confinement, ce qui reste extrêmement élevé malgré la réduction considérable de l'investissement.

Pour éviter les faillites en cascade des entreprises de ces secteurs, l'État a mis en place des facilités de trésorerie indispensable à la survie des entreprises et a prévu un plan de recapitalisation de 20 milliards pour les entreprises les plus en difficulté[1].

Si l'accès à la trésorerie de ces entreprises est un impératif, il ne fait que repousser le problème : ces entreprises vont devoir absorber les pertes passées et faire face à une dette bancaire et fiscale de plus en plus élevée.

Si l'on ajoute des perspectives

durablement dégradées par un rebond limité et progressif, les pertes des entreprises vont inévitablement s'accumuler, augmentant les risques de faillite. L'État pourrait recapitaliser les entreprises qui lui semblent nécessaire de sauver, mais cette politique pourrait être dépassée par le nombre potentiel de faillites. Des mesures préventives sont nécessaires pour éviter qu'un grand nombre d'entreprises (ETI et PME) passent sous le radar des pouvoirs publics et mettent la clé sous la porte.

À l'instar de la mesure du chômage partiel pour le travail, il nous semble donc indispensable de mettre en place une mesure d'aide de crise, « Invest-Covid », pour le capital productif prenant en charge les coûts de ces immobilisations, non utilisées ou faiblement utilisées ([encadré 2 du Policy Brief n°66, 20 avril 2020](#), X. Timbeau). Cette mesure d'urgence nous semble juste car elle cible toutes les entreprises dont la production s'est réduite à la suite du choc économique et ce à la hauteur de leur stock de capital inutilisé. Le calcul de l'aide se fait entreprise par entreprise, sur la base de la dépréciation des immobilisations au bilan de l'entreprise au prorata du choc sur l'activité, calculé à partir de la variation du chiffre d'affaires. Par ailleurs, pour les locaux et bâtiments que les entreprises utilisent mais dont

elles ne sont pas propriétaires, l'aide ne doit pas être affectée au bailleur qui continue à percevoir son loyer[2] mais au locataire qui continue à payer son loyer sur la base de sa perte d'activité.

Pour chaque entreprise et pour chaque trimestre, le calcul du montant pour l'aide « Invest-Covid » est la suivante :

Invest-Covid (en €) = Dépréciation des immobilisations du trimestre
(en €) * Perte de CA (en glissement annuel pour le trimestre, en %)

La question du périmètre de l'aide peut se poser. Elle doit couvrir à minima la dépréciation des immobilisations corporelles non utilisées mais elle pourrait s'étendre à l'ensemble des immobilisations, y compris celles incorporelles, comme la R&D ou les logiciels et les bases de données. Cette mesure d'aide viendrait renforcer les fonds propres de l'entreprise de façon à diminuer le risque d'insolvabilité.

Quelques exemples concrets

Pour mieux comprendre le fonctionnement du dispositif « Invest-Covid », prenons l'exemple du groupe Air France–KLM. [La seule dépréciation de ses immobilisations aéronautiques lui a coûté 319](#)

millions d'euros pour le premier trimestre 2020. Sur cette base, en supposant une baisse du chiffre d'affaire de 80 % au deuxième trimestre 2020, Air France–KLM recevrait 255 millions ($319 \times 0,8$) pour le deuxième trimestre pour couvrir 80 % des coûts de la non utilisation de sa flotte aérienne. Si l'on étend cette aide à l'ensemble de la dépréciation des actifs du groupe, qui représente 743 millions d'euros pour un trimestre, le groupe recevrait, sur la base d'une perte d'activité de 80 % sur le trimestre, une aide de près de 600 millions pour le trimestre.

Pour donner des ordres de grandeur, pour le groupe Michelin, la dépréciation des seuls équipements industriels représente environ 250 millions par trimestre sur l'année 2019. Pour Renault, la dépréciation des outillages spécifiques, matériels et autres outillages représentent plus de 400 millions par trimestre. Et pour la SNCF, c'est près de 600 millions par trimestre pour la dépréciation des matériels de transport, les installations techniques, électriques, de télécommunications et de signalisation, outillage et autres immobilisations (auxquels s'ajoutent 270 millions de dépréciation de voies, terrassements, ouvrages d'art et passages à niveaux sans même intégrer les terrains et constructions). Dans tous les cas d'entreprise, le calcul de l'aide se fait bien sûr en fonction

du montant de la dépréciation au prorata de la perte d'activité.

Pour ces grands groupes industriels mais aussi pour de nombreuses ETI, PME et sous-traitants, le coût de la dépréciation de ces immobilisations représente une part importante de leur valeur ajoutée. En ciblant les aides sur la base du non usage des immobilisations pendant la crise du Covid, ce dispositif proportionnel au choc subi sur le capital de l'entreprise couvrirait l'ensemble des entreprises de la sphère marchande. Il aurait l'avantage d'être juste, rapide à mettre en place et éviterait des plans d'aides au cas par cas qui ne permettent pas de traiter l'ensemble des entreprises du tissu productif. Il permettrait certainement aussi d'éviter en partie des plans de recapitalisation à venir de l'État si cette aide prenait la forme de renforcement des fonds propres. Il est important aussi de noter que ce dispositif ne se substitue pas aux prêts garantis par l'État, indispensables à la trésorerie des entreprises en temps de crise, mais qui vont donner lieu à un remboursement futur avec l'épineuse question du traitement de cette dette en sortie de crise. Le dispositif « Invest-Covid » est donc une aide qui prend la forme d'une injection directe pour renforcer les fonds propres des entreprises, qui n'est pas assimilable à un prêt. Par ailleurs, cette aide

ciblée peut être complémentaire et s'intégrer aux plans sectoriels annoncés récemment, que ce soit dans l'automobile, le tourisme ou l'aérien.

Une aide pour les entreprises allant de 5,5 à 17,2 milliards pour huit semaines de confinement selon le périmètre des immobilisations retenues

Pour l'ensemble de l'économie française, nous pouvons identifier ces actifs fixes à partir des comptes de branches de l'Insee. Cela correspond au capital fixe net des branches qui est décliné par type d'actif : constructions (logements, bâtiments résidentiels et autres ouvrages de génie civil), machines et équipements (matériels de transports, équipements TIC, autres) et les droits de propriété intellectuels (R&D, logiciels et bases de données et œuvres récréatives, littéraires ou artistiques originales). Il y a également les systèmes d'armes et les ressources biologiques cultivées mais ce sont des montants relativement faibles et identifiés uniquement pour les branches « Défense » et « Agriculture ».

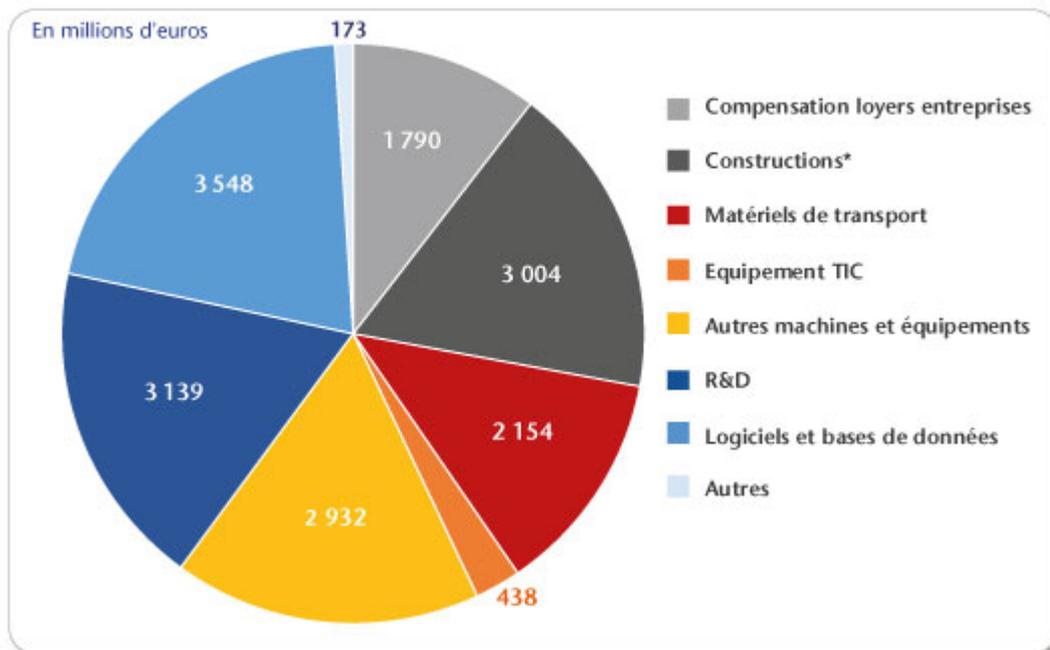
Le stock d'actifs fixes correspond à l'accumulation nette de capital par les branches, c'est-à-dire la somme des investissements nette de la dépréciation de capital. Ce capital représente 7 848 milliards d'euros en 2018 (334 % du PIB) mais la seule composante « logements résidentiels » représente 4 630 milliards, soit 59 % du capital net total. Si l'on exclut

aussi les services non marchands (1 022 milliards), le capital net productif des entreprises représente 2 196 milliards, soit 93 % du PIB (et 120 % de la VA marchande hors services immobiliers).

Le coût budgétaire du dispositif « Invest-Covid » pour les huit semaines de confinement serait de 17,2 milliards [\[3\]](#) (graphique 1), ce qui représente 1 % de la valeur ajoutée du secteur marchand hors Covid : 28 % seraient affectés à la non utilisation des bâtiments non résidentiels et ouvrages de génie civil, dont 10 % pour compenser les entreprises locataires, 13 % aux matériels de transports, 3 % aux équipements TIC, 17 % aux machines et équipements, 18 % à la R&D et 21 % pour les logiciels et bases de données.

Si on limite le dispositif uniquement aux immobilisations de construction (y compris la compensation des loyers) et aux machines et équipements et l'on exclut les immobilisations dites incorporelles au sens de la comptabilité d'entreprise, le coût budgétaire du dispositif serait de l'ordre de 10 milliards d'euros pour huit semaines de confinement. Si l'on restreint l'aide uniquement aux matériels de transport, équipements TIC et autres machines et équipements, le coût budgétaire du dispositif « Invest-Covid » serait d'environ 5,5 milliards pour huit semaines de confinement.

Graphique 1. Coût budgétaire du dispositif « Invest-Covid » par type d'actifs pour 8 semaines de confinement



Sources : Insee, calculs auteur.

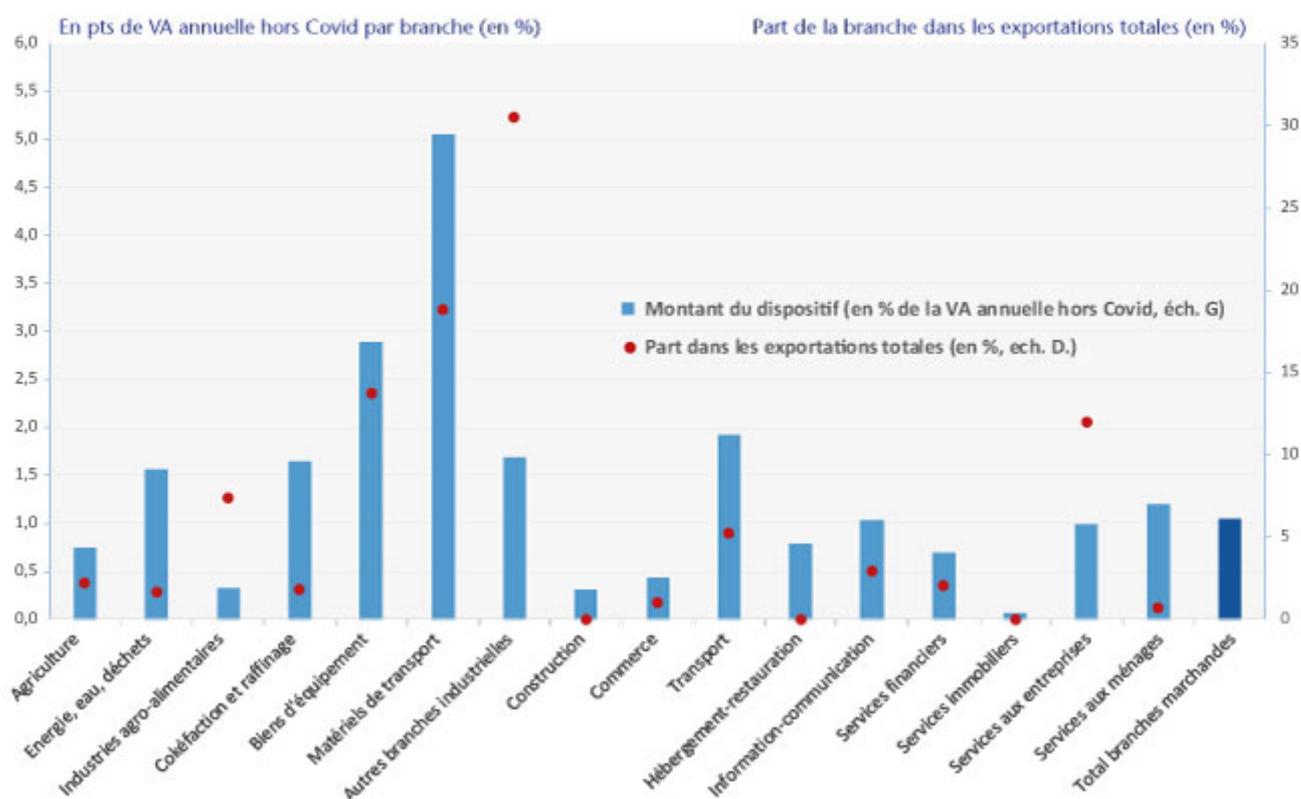
L'industrie qui représente 17 % de la VA marchande recevrait 5,6 milliards pour les huit semaines de confinement (tableau 1), soit 36 % de l'enveloppe globale du dispositif. Ce montant représente 2 points de la valeur ajoutée annuelle (hors Covid) de l'industrie. Or, ce secteur intense en capital, durement frappé par le choc économique, concentre 74 % des exportations.

Dans le détail, les branches qui recevraient le plus d'aides pour les huit semaines de confinement dans le cadre de ce dispositif sont les matériels de transport (5 % de leur VA annuelle), les biens d'équipement (2,9 % de leur VA annuelle), les services de transport (1,9 % de leur VA annuelle) et les autres branches industrielles (1,7 % de leur VA annuelle) (graphique 2). Ces quatre branches, qui représentent seulement 17 %

de la VA marchande, concentrent plus de 50 % de la R&D française et contribuent à hauteur de 68 % aux exportations nationales. Avec ce dispositif, elles recevraient 41 % de l'enveloppe globale.

D'autres secteurs sinistrés par la crise, bien que moins intenses en capital, bénéficieraient également du dispositif. C'est le cas par exemple des secteurs du Commerce et de l'Hôtellerie-Restauration qui bénéficieraient à travers ce dispositif d'une aide de près de 1,5 milliard pour compenser le non usage des immobilisations pour les huit semaines de confinement, dont environ 600 millions pour les seuls locaux et bâtiments. Par ailleurs, ce montant n'inclut pas le fait que les entreprises de ces deux branches qui ne sont pas propriétaires de leurs locaux recevront une part significative du 1,8 milliard pour compenser leurs loyers.

Graphique 2. Montant du dispositif « Invest-Covid » par branche pour 8 semaines de confinement et part des branches dans les exportations totales



Sources : Insee, calculs auteur.

Tableau. Montant du dispositif « Invest-Covid » par type d'actif et par branche

En millions d'euros pour 8 semaines de confinement

	Constructions*	Matériels de transport	Équipement TIC	Autres machines et équipements	R&D	Logiciels et bases de données	Autres	Total
Agriculture	89	9	1	159	11	0	15	283
Energie, eau, déchets	239	87	27	408	30	36	2	829
Industries agro-alimentaires	31	8	6	58	15	19	2	138
Cokéfaction et raffinage	9	4	2	25	20	7	0	67
Biens d'équipement	26	9	7	68	451	401	0	962
Matériels de transport	35	34	27	206	942	266	8	1 518
Autres branches industrielles	230	116	65	693	617	394	0	2 115
Construction	185	124	7	52	8	0	0	375
Commerce	291	120	34	249	0	260	0	954
Transport	357	1 056	42	283	9	157	0	1 904
Hébergement-restauration	317	33	21	106	0	24	0	501
Information-communication	47	28	67	114	157	665	136	1 215
Services financiers	253	6	57	35	0	212	2	565
Services immobiliers	125	3	0	51	0	8	0	187
Services aux entreprises	257	503	68	368	875	965	0	3 036
Services aux ménages	513	14	8	57	4	135	9	739
Services non marchands	560	26	10	42	47	754	48	1 486
Compensation loyers entreprises***	1 790							1 790
Total branches marchandes	4 794	2 154	438	2 932	3 139	3 548	173	17 178

*Les constructions comprennent les bâtiments non résidentiels et les ouvrages de génie civil mais pas les logements résidentiels.

** Le dispositif pour la branche services immobiliers correspond à la dépréciation des actifs de la branche pour le fonctionnement de son activité au prorata de la perte de chiffre d'affaire pour les 8 semaines de confinement.

*** La « compensation loyers entreprises » correspond à l'affectation de l'aide pour les entreprises locataires de bâtiments commerciaux (incluant les ouvrages de génie civil). Elle est calculée sur la base de la perte d'activité moyenne pendant les 8 semaines de confinement. De par le manque d'informations concernant la répartition par branche des entreprises locataires, son montant est calculé au niveau global.

Sources : Insee, calculs auteur.

Pour conclure

En rétablissant la rentabilité des entreprises les plus capitalistiques et les plus touchées par la crise, ce dispositif d'aide d'urgence pourrait éviter des faillites qui pourraient compromettre la compétitivité et l'activité de la France à moyen-long terme.

L'alternative qui se baserait sur le fait de délimiter le périmètre d'intervention publique sur les potentiels besoins du monde d'après risquerait de conduire à faire des choix définitifs et irréversibles alors que le futur est plus que jamais incertain. Cela pourrait conduire à faire des erreurs profondes sur les besoins productifs à venir et à sacrifier des entreprises nécessaires à la production du monde de demain ou capables de se transformer face aux besoins émergents.

Les pertes technologiques et de savoir-faire peuvent avoir un caractère irréversible pour notre économie, la disparition de certaines entreprises intégrées dans les chaînes de valeur ajoutée domestiques peuvent avoir de fortes répercussions sur l'ensemble des filières productives. Par ailleurs, il ne faut pas écarter le risque de disparition d'entreprises qui peuvent être considérées comme stratégiques, écologiques ou à contenu social important alors même que la question des relocalisations d'activité va être de plus en plus prégnante en sortie de crise. Or préserver la base industrielle existante en l'adaptant aux exigences du

futur semble primordial si nous souhaitons étoffer et relocaliser certaines filières productives. Cela veut dire également que les entreprises doivent en contrepartie de cette solidarité nationale s'engager dans une voie écologique, économique et socialement responsable, sinon cet engagement autour des forces productives ne pourra pas fonctionner.

Si nous ne nous armons pas de ce type d'aide d'urgence, alors le pire pour l'économie française est à venir.

[\[1\]](#) Dans le cadre de la Loi de finances du 25 avril 2020 rectificative pour 2020, il est voté une ouverture de crédits pour le renforcement des participations financières de l'État dans les entreprises stratégiques en difficulté. 20 milliards d'euros alimenteront progressivement le compte d'affectation spéciale « Participations financières de l'État », en fonction du volume des opérations financières nécessaires.

[\[2\]](#) Le propriétaire continue à percevoir son loyer sauf si un accord est trouvé entre le bailleur et le locataire ou si l'entreprise qui loue les locaux cesse son activité.

[\[3\]](#) Sur la base du taux de dépréciation moyen par type d'actif, que nous

avons supposé ne pas être modifié par le choc économique lié au Covid-19, nous avons simulé le coût par branche de cette mesure budgétaire pour les huit semaines de confinement sur la base du choc sectoriel que nous avons estimé.

Le recours au chômage partiel dans la crise

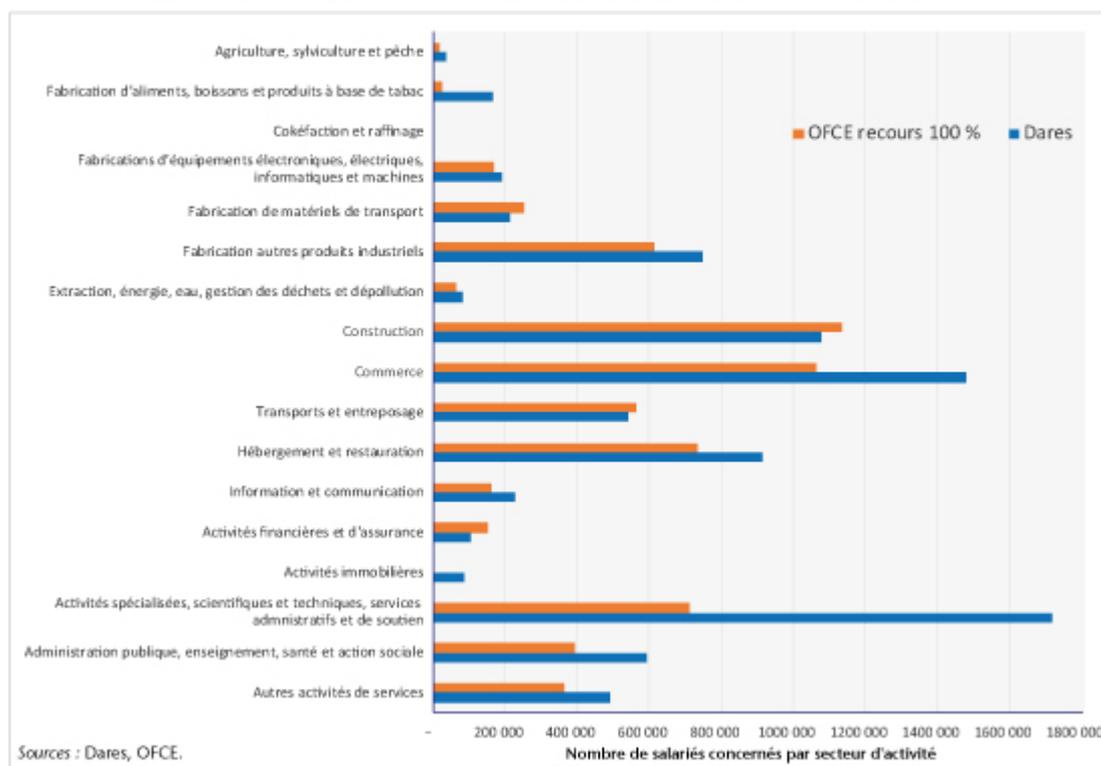
par [Bruno Ducoudré](#)

Face à l'urgence de la crise sanitaire et pour aider les entreprises à faire face aux conséquences des mesures de confinement et de fermeture administrative des commerces non essentiels, le gouvernement a largement étendu le dispositif de chômage partiel : ouverture du dispositif à des salariés auparavant non éligibles (VRP, journalistes pigistes, ...) et prise en charge de l'indemnité de chômage partiel jusqu'à 4,5 smic horaire, rétroactivité et extension des délais de dépôt des demandes. Où en est-on du recours à ce dispositif par les entreprises ?

Depuis le début du mois d'avril, la Dares (le service statistique du Ministère du Travail) publie chaque semaine un [ensemble de données](#) portant notamment sur les demandes d'autorisation des entreprises à recourir au chômage partiel pour leurs salariés.

Nous comparons dans le graphique 1 ci-dessous les demandes reportées par la Dares au 14 avril 2020 à notre [estimation du nombre potentiel de salariés concernés par le chômage partiel](#). Les chiffres rapportés par la Dares sont généralement supérieurs à notre évaluation. Globalement, au 14 avril 2020 la Dares comptabilisait 8,7 millions de salariés concernés par une demande d'autorisation de recours au dispositif (graphique 1). Nous estimons à 6,5 millions le nombre de salariés potentiellement concernés par le chômage partiel (avant application d'un taux de recours), compte tenu de la chute d'activité estimée, de la possibilité de recourir au télétravail et de l'existence du dispositif de garde d'enfant. Ces différences proviennent pour une large part de raisons d'ordre méthodologique.

Graphique 1. Demandes d'activité partielle pour motif Coronavirus
Nombre de salariés potentiellement concernés par secteur d'activité



Les effectifs reportés par la Dares peuvent être supérieurs à notre évaluation du nombre de salariés effectivement concernés par le chômage partiel :

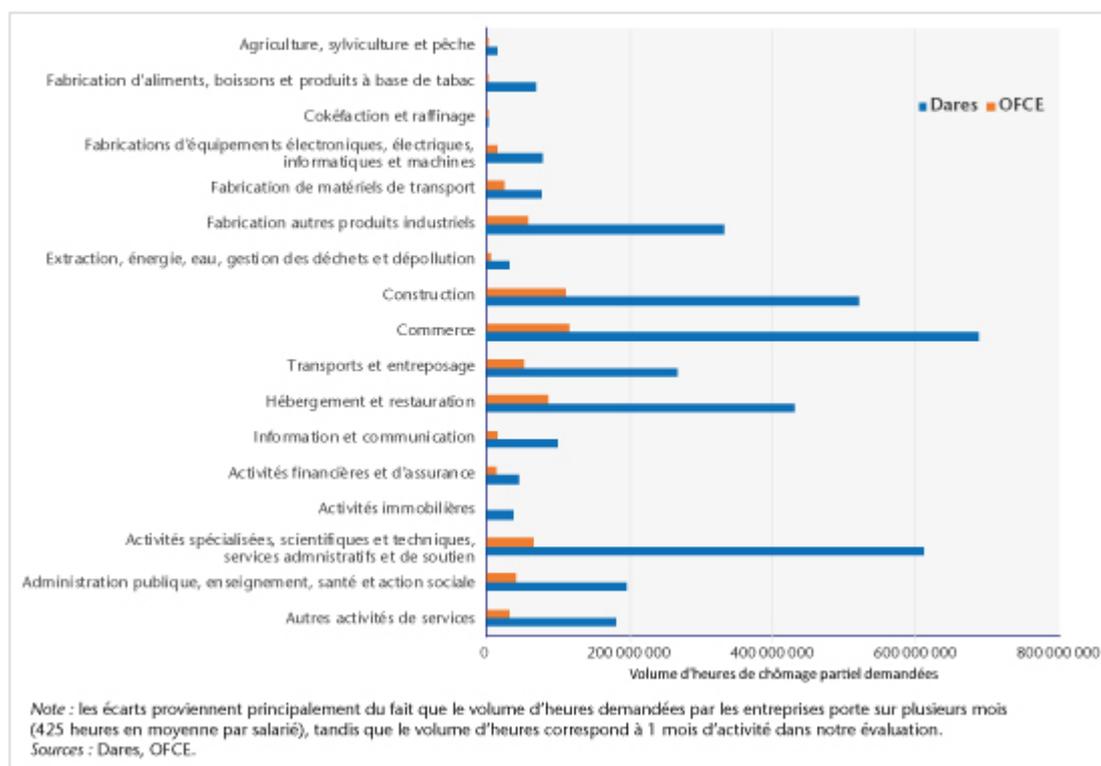
- Nous faisons l'hypothèse que les heures demandées le sont au prorata du temps de travail moyen par salarié dans la branche. Dans notre cas de figure, si une entreprise réduit de 50% l'activité, cela entraîne 50% des emplois de l'entreprise en chômage partiel. Par contre, dans le cas des chiffres reportés par la Dares, d'autres combinaisons sont possibles : si une entreprise fait face à une réduction de 50% de son activité, elle peut mettre 50% de ses salariés au chômage partiel pour 1 mois ou, par exemple, mettre 100% de ses salariés en chômage partiel la moitié du mois ;
- Compte tenu du niveau élevé d'incertitude, les entreprises peuvent anticiper un recours futur au dispositif pour des salariés qu'elles ne placent pas pour le moment en chômage partiel. La demande porte sur plusieurs mois et peut aller jusqu'à 1 600 heures de

chômage partiel autorisées par salarié ;

- Il peut aussi exister des effets d'aubaine : des entreprises profiteraient du dispositif pour faire travailler leurs salariés tout en bénéficiant du chômage partiel.

Les heures demandées en autorisation de chômage partiel par les entreprises (graphique 2) sont aussi plus élevées que le nombre d'heures retenu dans notre estimation, qui portent sur un mois de confinement :

Graphique 2. Demandes d'activité partielle pour motif Coronavirus
Volume d'heures demandées par secteur d'activité



- Dans les faits, tous les effectifs ne sont pas à temps complet : les heures demandées pour les salariés à temps partiel donnent la possibilité d'étaler dans le temps les heures demandées. Ainsi 151,67 heures autorisées correspondent à un mois de chômage partiel pour un salarié à temps plein mais à deux mois pour un salarié travaillant habituellement à temps partiel 50% ;
- Les volumes d'heures demandées portent sur plusieurs

mois potentiellement, puisque le plafond d'heures s'élève à 1 600h par an et par salarié. Le nombre d'heures moyen demandé par salarié s'élève à 425 heures ;

- Les entreprises peuvent anticiper/ne pas connaître parfaitement dans quelle mesure elles auront besoin de recourir au dispositif dans les mois à venir ;
- Il existe généralement un écart entre le volume d'heures autorisées et le volume d'heures consommées (le recours effectif au dispositif). En 2008, seulement 50% des heures autorisées ont été consommées (graphique 3). Cela peut également signifier que les entreprises font une demande pour certains salariés qui ne seront pas mis *in fine* au chômage partiel.

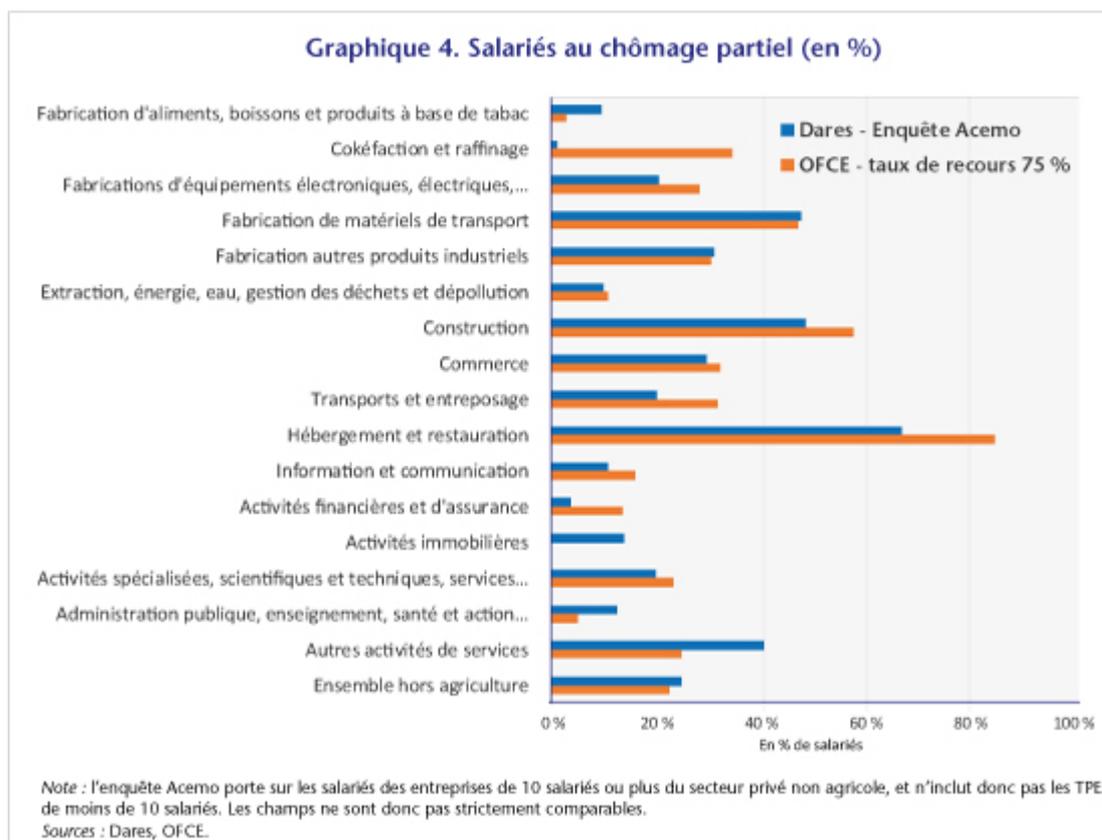
Graphique 3. Ratio entre heures effectivement consommées et heures autorisées



Sources : Dares, OFCE.

D'un côté les chiffres reportés par la Dares portent donc sur des demandes d'autorisation et non des heures (et des salariés) effectivement déclarées en chômage partiel. Elles constituent donc un maximum potentiel et non un nombre effectif de salariés en chômage partiel. Notre estimation porte sur un nombre de salariés qui seraient potentiellement concernés par le chômage partiel, auquel nous appliquons ensuite un taux de recours moyen de 75% de la part des

entreprises[1], compte tenu de notre évaluation de l'impact sur la valeur ajoutée sectorielle des chocs affectant l'économie. Elle peut sous-estimer le nombre de salariés concernés dès lors qu'une partie des salariés est mise en chômage partiel pour une part seulement des heures travaillées mensuelles.



La Dares a également publié les résultats d'une [enquête auprès des entreprises](#) de 10 salariés ou plus du secteur privé non agricole, et portant sur leur situation et les conditions d'emploi de la main-d'œuvre à fin mars. Les résultats de cette enquête nous renseignent sur le recours effectif des entreprises au chômage partiel. Nous comparons dans le graphique 4 le pourcentage de salariés au chômage partiel d'après cette enquête au pourcentage de salariés concernés calculé à partir de notre évaluation avec

un taux de recours effectif de 75% (soit 5,3 millions de salariés). L'enquête Acemo porte sur un champ de 15 millions de salariés. Sur ces 15 millions de salariés, 3,7 millions de salariés étaient effectivement en situation de chômage partiel la semaine du 23 mars 2020. Si des écarts existent au niveau sectoriel, ils peuvent provenir pour partie du fait que l'enquête n'inclut pas les TPE de moins de 10 salariés. Au niveau agrégé, notre estimation de salariés effectivement en chômage partiel, compte tenu d'un taux de recours de 75% au dispositif, est très proche : 22,5% de salariés estimés en chômage partiel en période de confinement contre 24,7% de salariés en chômage partiel en moyenne la semaine du 23 mars selon l'enquête Acemo.

In fine, il apparaît que le recours des entreprises au chômage partiel est massif durant le confinement, ce qui limite les destructions d'emplois [\[2\]](#) qui pourraient approcher 460 000 au premier mois du confinement. Nous estimons le coût du dispositif à 11,9 milliards d'euros d'indemnités prises en charge par les administrations publiques auxquels s'ajoutent 7,4 milliards d'euros de cotisations sociales perdues par mois de confinement.

Les destructions d'emplois se concentrent dès lors massivement sur les salariés les moins protégés : ceux en transition entre deux emplois et ceux en contrats de travail à durée très courte (CDD de moins d'un mois, missions d'intérim). D'après l'enquête de la Dares, 11% des entreprises ont diminué leurs effectifs, le

plus souvent par le non renouvellement de CDD (48,5% des entreprises ayant diminué leurs effectifs) et/ou l'annulation ou le report d'embauches prévues (51,3% des entreprises ayant diminué leurs effectifs).

[1] Nous supposons que le taux de recours moyen effectif des branches au chômage partiel est de 75%. Il est de 100% pour les salariés des branches concernées par les fermetures administratives. Cf. [Policy Brief n°65](#) pour un détail de la liste des secteurs impactés par l'arrêté du 15 mars 2020.

[2] Pour mémoire, au plus fort de la crise financière, 430 000 emplois avaient été détruits du troisième trimestre 2008 au deuxième trimestre 2009 inclus, pour une baisse du PIB de 3,1% entre le deuxième trimestre 2008 et le deuxième trimestre 2009.

Les milliards, comme s'il en pleuvait

[Jérôme Creel](#), [Xavier Ragot](#) et [Francesco Saraceno](#)

La deuxième réunion de l'Eurogroupe aura été la bonne. Après

avoir étalé une nouvelle fois leurs divisions sur la question de la solidarité entre Etats membres de la zone euro mardi 7 avril 2020, les Ministres de finances ont trouvé un accord deux jours plus tard sur un [plan de soutien budgétaire](#) mobilisable assez rapidement. Les mesures sanitaires prises par les Etats membres pour limiter l'expansion de la pandémie de Covid-19 seront plus aisément financées à court terme et c'est une bonne nouvelle. Les instruments européens additionnels pour faire face à la crise seraient de l'ordre de 500 milliards d'euros – ce n'est certes pas négligeable, et rappelons qu'ils s'ajoutent aux efforts déjà mis en place par les gouvernements – mais ils correspondent principalement à une nouvelle accumulation de dette par les Etats membres. Le gain net pour chacun d'entre eux est, on va le voir, assez marginal.

L'Eurogroupe va proposer la création d'une ligne budgétaire (*Pandemic Crisis Support*) spécifiquement consacrée à la gestion de la crise du Covid-19 dans le cadre du Mécanisme européen de stabilité (MES), sans conditionnalité stricte (au sens où le recours à cette ligne budgétaire n'impliquera pas de contrôle de la part du MES sur la gestion future des finances publiques de l'Etat membre). La création de cette ligne budgétaire s'inspire de la proposition de [Bénassy-Quéré et al. \(2020\)](#) dont nous présentions [les avantages et les inconvénients](#) avant la réunion de l'Eurogroupe du 9 avril 2020. Le montant alloué à cette ligne budgétaire sera de l'ordre de 2% du PIB de chaque Etat membre de la zone euro, soit près de 240 milliards d'euros (au PIB de 2019).

Le mécanisme de prêt proposé par la Commission européenne pour abonder les programmes de chômage partiel des Etats membres de la zone euro – [il répond au nom de SURE](#) – verra bien le jour et sera doté de 100 milliards d'euros. Pour mémoire, les trois principaux bénéficiaires du SURE ne pourront pas bénéficier à

eux trois de plus de 60 milliards d'euros de prêts.

Enfin, la Banque européenne d'investissement (BEI) va octroyer, principalement aux petites et moyennes entreprises des Etats membres de l'Union européenne, 200 milliards d'euros additionnels. Au total, les pays de la zone euro disposeront de 480 milliards d'euros de capacité de financement additionnel.

Le tableau 1 ci-dessous présente une répartition par pays des montants en jeu. Au titre des 240 milliards d'euros du *Pandemic Crisis Support*, l'Allemagne pourra bénéficier d'une capacité de crédit de près de 70 milliards d'euros, la France de près de 50 milliards d'euros, l'Italie et l'Espagne de 35 et 25 milliards d'euros respectivement. Ces montants correspondent à 2% du PIB de 2019 de chaque pays. A ce stade, rien n'indique que les Etats membres recourront à cette capacité de crédit. Leur avantage à le faire dépend en fait crucialement de la différence entre le taux d'intérêt auquel ils peuvent financer leurs dépenses sanitaires et économiques *sans* recourir au MES et le taux d'intérêt sur les prêts consentis par le MES. Le coût de se financer sans passer par le MES est le taux d'intérêt sur la dette publique nationale. Le coût de se financer par l'intermédiaire du *Pandemic Crisis Support* est le taux d'intérêt auquel cette ligne budgétaire est elle-même financée, c'est-à-dire au taux le plus bas du marché... c'est-à-dire au taux allemand. On le comprend immédiatement, l'Allemagne n'a aucun intérêt à recourir à cette ligne budgétaire. Des 240 milliards d'euros qui sont consacrés au *Pandemic Crisis Support*, les 70 milliards alloués à l'Allemagne ne servent à rien. Pour les autres pays que l'Allemagne, le recours au *Pandemic Crisis Support* dépend de l'écart de leur taux d'intérêt au taux allemand, le fameux *spread*. Si le *spread* est positif, le recours au MES permet effectivement de réduire le coût d'emprunt. Mais comme en atteste le tableau 1, le gain permis par le *Pandemic Crisis Support* est plutôt faible. Pour la Grèce, dont le *spread* vis-à-

vis de l'Allemagne est le plus élevé de la zone euro, le gain est de l'ordre de 0,04% du PIB de 2019, c'est-à-dire 215 points de base de spread multiplié par le montant alloué à la Grèce pour le *Pandemic Crisis Support* (3,8 milliards d'euros qui correspondent à 2% de son PIB de 2019), le tout rapporté à son PIB de 2019. Pour l'Italie, le gain est du même ordre : 0,04% du PIB. Exprimés en euros, le gain pour l'Italie serait de 700 millions d'euros. Pour la France, dont le *spread* vis-à-vis de l'Allemagne est beaucoup plus faible que celui de l'Italie, le gain pourrait être de 200 millions d'euros, soit 0,01% de son PIB en 2019.

En supposant que les montants alloués par la BEI le soient au prorata de la taille des pays (mesurée par leur PIB en 2019), et que l'Espagne, l'Italie et la France bénéficient de 20 milliards d'euros chacune au titre du SURE, les économies totales de taux d'intérêt atteindraient 680 millions, 1,5 milliard et 430 millions d'euros respectivement (0,05%, 0,08% et 0,02% du PIB respectivement). A l'heure où les milliards semblent pleuvoir, ce ne sont pas de grandes économies. A moins qu'il faille y voir une métaphore. Comme la pluie avant qu'elle tombe, les milliards d'euros ne sont pas vraiment des euros avant qu'ils tombent.

Tableau 1. Répartition des montants alloués au titre du *Pandemic Crisis Support* (PCS), et des gains potentiels par pays, y compris les gains potentiels du recours aux financements additionnels de la BEI et du SURE

	Montants max. du PCS	Spreads à 10 ans	Gain max. du recours au PCS et aux autres financements additionnels				
			PCS	BEI*	SURE**	Total	Total
	Milliards d'euros	Points de base	Millions d'euros				% du PIB
Allemagne	68,5	0	0	0	0	0	0
Autriche	8	43	34,3	20,9	5,8	61,0	0,02
Belgique	9,4	52	49,1	30,0	8,3	8,8	0,02
Chypre	0,4	204	9,0	5,5	1,5	16,0	0,07
Espagne	24,8	113	280,7	171,3	226,0	678,0	0,05
Estonie	0,6	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Finlande	4,8	40	19,3	11,8	3,2	34,3	0,01
France	48,3	44	212,6	129,8	88,0	430,4	0,02
Grèce	3,8	215	81,5	49,7	13,7	145,0	0,08
Irlande	6,9	55	38,0	23,2	6,4	67,5	0,02
Italie	35,5	195	693,1	423,1	390,0	1506,2	0,08
Lettonie	0,6	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Lituanie	1,0	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Luxembourg	1,3	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Malte	0,3	90	2,4	1,5	0,4	4,2	0,03
Pays-Bas	16,1	26	41,9	25,6	7,1	74,6	0,01
Portugal	4,2	124	52,3	31,9	8,8	93,0	0,04
Slovaquie	1,9	77	14,5	8,9	2,4	25,9	0,03
Slovénie	1,0	107	10,3	6,3	1,7	18,3	0,04

Sources: Ameco (PIB 2019), Financial Times (Spreads, 10 avril 2020)

*En faisant l'hypothèse que le recours au financement additionnel de la BEI est intégralement réparti au prorata du PIB relatif du pays par rapport à celui de l'UE (en 2019).

** En faisant l'hypothèse que l'Italie, l'Espagne et la France obtiennent 20 milliards d'euros chacune et que les 40

milliards d'euros restants sont répartis au prorata du PIB relatif des pays par rapport à celui de la zone euro (en 2019).