Réduire l’incertitude pour faciliter la reprise économique

par Elliot Aurissergues (Économiste à l’OFCE)

Alors que les contraintes sanitaires engendrées par la pandémie continuent de peser en 2021, l’enjeu est de faire revenir rapidement le PIB et l’emploi à leur niveau d’avant-crise. Cependant, l’incertitude des firmes sur leurs niveaux d’activité et leurs profits dans les années à venir pourrait ralentir la reprise. Pour faire face à de possibles effets négatifs durables de la crise, et alors qu’elles sont fragilisées par leurs pertes de 2020, les entreprises pourraient vouloir restaurer, voire accroître leurs marges, avec, à la clé, de nombreuses restructurations et destructions d’emploi. La reprise économique sera plus rapide si elles ont une réelle visibilité au-delà de 2021. Je propose un mécanisme qui donnerait aux entreprises qui le souhaitent, davantage de visibilité sur leur trésorerie et leur profitabilité à moyen terme, et qui serait peu coûteux à long terme pour les finances publiques.

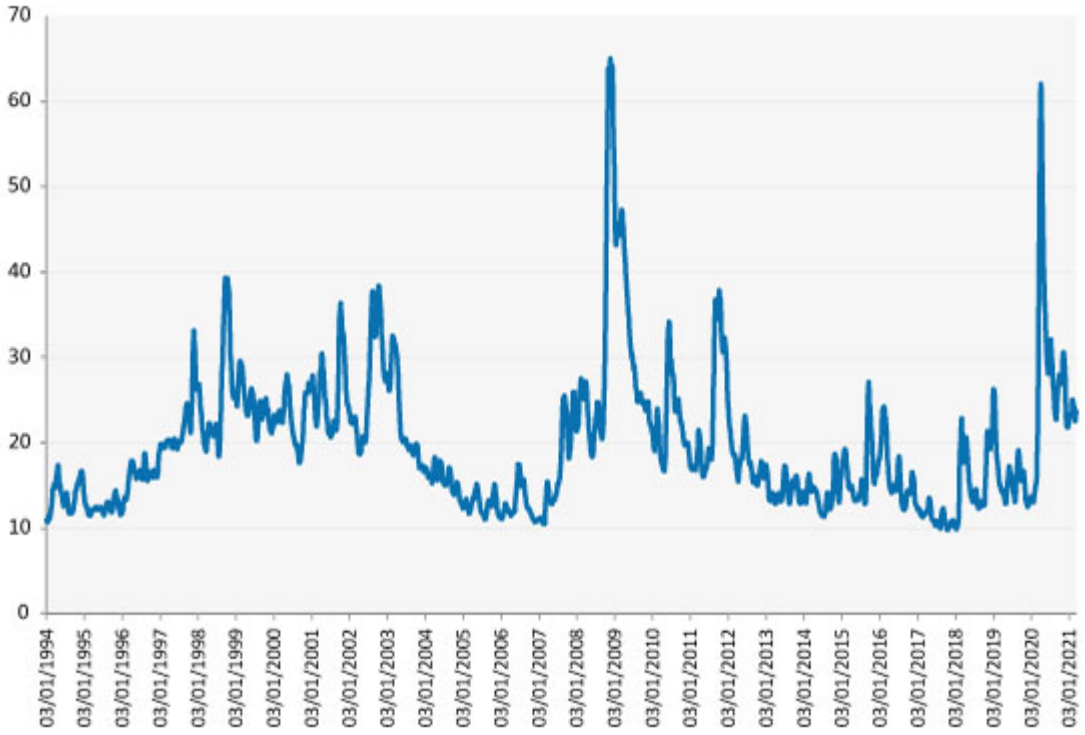
L’incertitude sur l’après pandémie va peser sur la reprise

Sur le plan économique, la pandémie constitue une crise atypique. Elle combine des chocs d’approvisionnement, d’offre de travail et une baisse largement contrainte de la consommation (Dauvin et Sampognaro, 2021). Peu d’épisodes récents sont susceptibles de fournir des

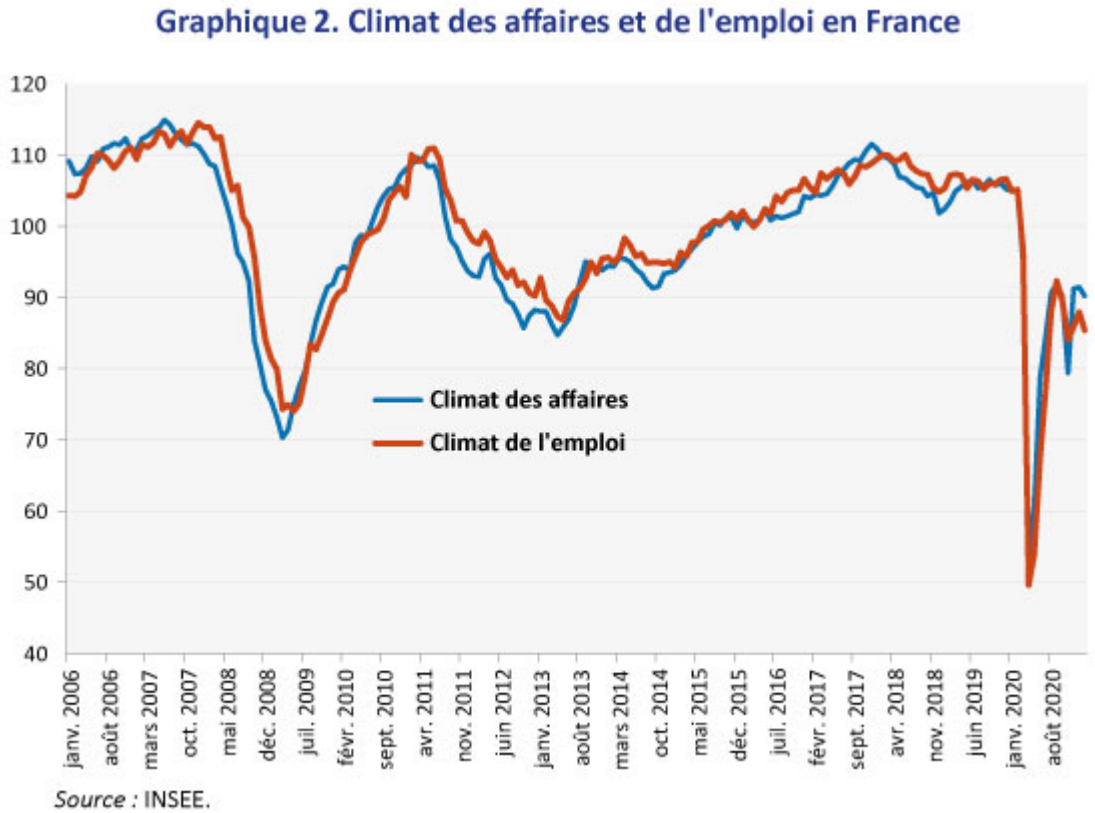
points de comparaison utiles aux acteurs économiques. Certains éléments pointent vers un retour rapide à la normale : le dynamisme de certaines économies asiatiques, en particulier de l'économie chinoise, la résilience de l'économie américaine, ou encore la politique budgétaire de l'administration Biden. D'autres facteurs peuvent à l'inverse limiter la croissance économique dans les années à venir. Les lourdes pertes de certaines entreprises risquent d'engendrer une vague de faillites (Guerini *et al*., 2020 ; Heyer, 2020), avec de possibles effets négatifs sur la productivité ou l'emploi de certaines catégories de travailleurs. Certaines habitudes de consommation pourraient être durablement modifiées, impactant fortement certains secteurs comme l'aéronautique ou le commerce de détail. Les trajectoires de certaines économies émergentes représentent une autre inconnue car elles ne peuvent pas se permettre le même niveau de soutien budgétaire que les économies américaines ou européennes. Enfin, la concentration du choc sur des secteurs employant surtout des travailleurs faiblement qualifiés risque d'accroître les inégalités à l'intérieur des différents pays et, ainsi, engendrer une nouvelle hausse de l'épargne au niveau mondial. Certains indicateurs traduisent cette incertitude toujours forte. Le VIX qui représente la volatilité du prix des actions américaines, telle qu'anticipée par les acteurs du marché, demeure deux fois

plus élevé qu'avant la crise et est comparable aux niveaux atteints lors de la
crise *Dotcom* (voir graphique 1). En
France, les climats des affaires et de l'emploi ont fortement rebondi depuis
leur plus bas historique de mars-avril 2020 mais restent au même niveau qu'au
plus bas de la crise de la zone euro en 2012-2013 (voir graphique 2).

Graphique 1: Évolution du VIX depuis 1994



Sources : Chicago Board Options Exchange, VIX lissé sur 20 jours, calculs OFCE.



La littérature montre que l’incertitude sur la trajectoire de l’économie à moyen terme affecte le comportement des entreprises dès aujourd’hui. En l’identifiant à la volatilité du prix des actions, Bloom (2009) suggère qu’elle a un impact négatif significatif sur le PIB et l’emploi aux États-Unis. De nombreux autres travaux, utilisant des méthodologies différentes, sont venus confirmer cette idée[1]. Après une récession aussi grave que celle de 2020, l’incertitude pourrait avoir des répercussions encore plus importantes. Des effets habituellement de second ordre peuvent suffire à faire dérailler la reprise économique.

Une proposition pour donner de la visibilité aux entreprises

Les mesures du plan de relance actuel
portent essentiellement sur 2021 et 2022 et n’offrent pas une visibilité aux
entreprises sur leur activité ou leur trésorerie au-delà de 2022. Il est vrai
qu’il est difficile pour le gouvernement actuel d’engager des dépenses

importantes que devront assumer les futurs gouvernements. Il est cependant possible d'envisager des mesures relativement fortes mais dont le coût budgétaire sur les dix prochaines années (et donc l'impact sur la marge de manœuvre budgétaire des futurs gouvernements) serait limité.

Proposition : Donner aux entreprises **l'option** suivante : une subvention de 10% de la masse salariale sous 3 SMIC entre 2022 et 2026 en échange d'un impôt supplémentaire de 5% sur l'excédent brut d'exploitation (EBE) sur la période 2022-2030.

Pour les entreprises demandant à en bénéficier, ce dispositif est **l'équivalent fiscal d'une recapitalisation temporaire**. Elles échangent une subvention aujourd'hui contre une fraction de leurs bénéfices demain. Le coût du capital implicite serait particulièrement attractif. Le dispositif est calibré pour que son « taux d'intérêt » (donné par le ratio entre la somme des taxes supplémentaires sur 2022-2030 et la somme des subventions sur 2022-2026) soit proche de 0% pour une entreprise française « moyenne ». Ce taux serait plus faible a posteriori pour les entreprises qui auront moins bien performé que prévu. Par rapport à d'autres méthodes de recapitalisation comme les prises de participations directes de la puissance publique ou la transformation des prêts en quasi fonds propres, il n'y a pas de risque de

perte de contrôle de l'entreprise pour les actionnaires actuels.

L'avantage du dispositif est qu'il cible automatiquement les entreprises qui en ont le plus besoin. Les entreprises anticipant de possibles difficultés économiques durant les prochaines années, et les activités à forte intensité en emploi, vont s'auto-sélectionner, les autres n'ayant pas intérêt à demander la subvention. Celle-ci étant décaissée progressivement, les entreprises qui maintiennent durablement l'emploi sur la période seront favorisées. Les entreprises à forte intensité de capital ou à forte croissance ne seraient pas pénalisées puisque le dispositif resterait optionnel. La taxe additionnelle sur l'EBE est temporaire et ne devrait pas avoir d'effets négatifs sur l'investissement des entreprises demandeuses.

Le coût en terme de dette publique à l'horizon 2030 serait faible. Sur les 8 ans, le dispositif coûterait environ 10 milliards[2] d'euros, soit 0,4 point de PIB, si toutes les entreprises demandaient à en bénéficier. L'effet d'auto-sélection des entreprises accroîtrait le coût moyen par entreprise bénéficiaire mais en diminuerait aussi le nombre et aurait donc un impact ambigu sur le coût total. Celui-ci ne prend pas en compte les effets bénéfiques du dispositif sur les finances publiques s'il permet d'éviter des

destructions d'emploi ou le non remboursement de certains prêts garantis. L'impulsion budgétaire sur 2022-2025 pourrait être en revanche assez forte, de l'ordre de 1 à 1,5 point de PIB par an (soit de 4 à 6 points de PIB sur les 4 ans) mais serait contrebalancé par un surcroît automatique de recettes sur 2025-2030[3].

Bibliographie

Bachmann R, S. Elstner et E. Sims, 2013, « Uncertainty and Economic Activity: Evidence from Business Survey Data », *AEJ macroeconomics*, https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/mac.5.2.217

Belianska A, A. Eyquem et C. Poilly, 2021, « The Transmission Channels of Government Spending Uncertainty », *working paper*, https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-03160370

Bloom N., 2009, « The impact of uncertainty shocks », *Econometrica*, https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.3982/ECTA6248

Dauvin M et R. Sampognaro, 2021, « Dans Les Coulisses du Confinement: Modélisation de chocs simultanes d'offre et de demande », *OFCE working papers*, https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/dtravail/OFCEWP2021-05.pdf

Fernandez-Villaverde J. et P. Guerron-Quintana, 2011, « Risk Matters: The Real Effects of Volatility Shocks », *American Economic Review*, https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.101.6.2530

Fernandez-Villaverde J. et P. Guerron-Quintana, 2015, « Fiscal volatility shocks and economic activity », *American Economic Review*, https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.20121236

Guerini M., L. Nesta, X. ragot et S. Schiavo, 2020, « Firm liquidity and solvency under the Covid-19 lockdown in France », *OFCE politcy brief*, https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/pbrief/2020/OFCEpbrief76.pdf

Heyer E., 2020, « Défaillances d'entreprises et destructions d'emplois: une estimation de la relation sur données macro-sectorielles », *Revue de l'OFCE*, https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/7-168OFCE.pdf

---

[1] Fernandez-Villaverde, Guerron-Quintana, Rubio-Ramirez et Uribe (2011) montrent qu'une volatilité accrue des taux d'intérêt a des effets déstabilisants sur les économies d'Amérique latine. Ces mêmes auteurs suggèrent, dans un article de 2015, qu'une incertitude accrue sur la future politique budgétaire américaine conduit les entreprises à accroître leurs marges, réduisant l'activité économique. Ce résultat est confirmé par Belianska, Eyquem et Poilly (2021) pour la zone euro. En utilisant les enquêtes sur la confiance des consommateurs, Bachmann et Sims (2012) montrent que des consommateurs pessimistes réduisent l'efficacité de la politique budgétaire en période de récession. Enfin, l'incertitude des chefs d'entreprises a un impact négatif sur la production comme le montrent les données allemandes mobilisées par Bachmann, Elstner et Sims (2013).

[2] La masse salariale sous 3 SMIC était en 2019 de l'ordre de 480 mds d'euros (le total des salaires et traitements bruts représentaient 640 mds d'euros pour les sociétés non financières et les dernières données de l'INSEE suggèrent que les salaires sous 3 SMIC représentent 75% de la masse salariale, montant qui par ailleurs semble cohérent avec les données sur le coût du CICE). L'EBE des sociétés non financières était de 420 mds d'euros. En se basant sur ces chiffres 2019 et si toutes les entreprises demandaient à bénéficier du dispositif, la subvention totale s'élèverait à 0,1*480*4 soit 196 mds d'euros. L'impôt sur l'EBE rapporterait sous les mêmes hypothèses 0,05*420*8+0,05*196 (5% de la subvention sera récupérée *via* le surcroît d'EBE) soit 186 mds d'euros.

[3] Ce surcroît de recettes fiscales ne devrait pas pénaliser l'activité sur cette période car (i) il concernera les revenus du capital pour lesquels la propension marginale à consommer est plutôt faible et (ii) il devrait être correctement anticipé par les entreprises bénéficiaires.

Réflexions sur la dynamique des faillites : entre court et long terme

par Jean-Luc Gaffard

La crise économique issue de la crise sanitaire a un aspect particulier et immédiat : l'activité économique a été stoppée totalement et brutalement du fait d'une décision administrative prise par les pouvoirs publics. Il s'en est suivi un défaut de liquidité des entreprises pouvant les conduire à la faillite. Dans le même temps, cependant, les mesures de chômage partiel et le report des charges sociales ont permis de réduire significativement ce risque et de prévenir des baisses de salaires qui auraient entraîné l'économie dans la spirale de la déflation et de la dépression. Cette politique peut être présentée comme une réponse au dysfonctionnement des mécanismes de sélection de marché opérant pour partie au détriment des entreprises productives. Elle est complétée par l'octroi de prêts garantis par l'État dans certains secteurs et pour certaines entreprises qui poursuivent le même but à une échéance plus éloignée (*Policy Brief*, n° 73 de l'OFCE).

La situation ainsi créée conduit à interroger de manière renouvelée les mécanismes de sélection, les relations entre l'État et le marché, le rapport entre les événements de court terme et les performances à moyen terme des entreprises. Un vieux débat peut resurgir qui est de savoir si, au-delà du

très court terme, il
est opportun de privilégier une démarche macroéconomique visant à stabiliser
l'économie (à prévenir la dépression) ou de laisser la sélection de marché opérer
un nettoyage des entreprises structurellement condamnées, le fameux
« cleaning effect » que prônait Schumpeter à l'encontre de Keynes. Poser
la question en ces termes, c'est inévitablement se rapporter à la nature du
phénomène impliqué par la crise sanitaire. Est-ce un épisode extraordinaire et
de ce fait transitoire signifiant que l'on s'attend à une fluctuation en forme
de V ? Ou bien cet épisode, pour extraordinaire qu'il soit, vient-il se
greffer sur une évolution déjà marquée par de profondes et réelles
distorsions ? Dans le premier cas de figure, la dimension macroéconomique
de court terme de l'intervention publique l'emporte dans l'attente d'un retour
rapide à la normale dont l'un des aspects est le rétablissement d'un
fonctionnement efficace de la sélection de marché. Dans le second cas de
figure, une intervention purement conjoncturelle a d'autant moins de sens que
ce qui est en jeu est bel et bien l'interaction entre court et long terme, un
long terme qui ne saurait être réduit à l'existence d'un équilibre vers lequel
l'on convergerait naturellement pourvu de laisse jouer les forces du marché. On
l'aura compris le débat reste ouvert, quoique dans des termes modifiés, entre

tenants d’une analyse qui acceptent temporairement un gonflement des déficits publics en gardant leur confiance dans le rétablissement aussi rapide que possible de règles de neutralité monétaire et budgétaire, et tenants d’une analyse qui entendent reconnaître la complémentarité entre l’État et le marché dans une perspective de gestion récurrente des processus de destruction créatrice inhérents aux économies de marché. Le propos, en l’occurrence, n’est pas de restaurer le débat entre classiques et keynésiens, mais de le dépasser en établissant le lien qui existe entre phénomènes conjoncturels et structurels, la complémentarité entre politiques conjoncturelles et structurelles.

Initier ce dépassement suppose de partir du fonctionnement du marché et du mécanisme de sélection dont il est le siège en s’intéressant, non pas, d’entrée de jeu, à la confrontation courante des entreprises sur ce marché, mais à leur confrontation dans le temps au moyen de l’investissement, impliquant d’en considérer la dimension financière.

La sélection de marché s’inscrit dans deux effets. L’effet immédiat porte sur le contrôle des ressources et se traduit par leur réallocation entre les entreprises suivant leur niveau de compétitivité à un instant donné. Il n’est autre que

l’effet de nettoyage évoqué plus haut qui doit entraîner une augmentation de la productivité et de la profitabilité de l’industrie, sans préjuger, au plan macroéconomique, de la possible montée du chômage ou, plus exactement, en imaginant que la réallocation en question va de pair avec une mobilité du travail, fruit de la flexibilité des salaires, qui se dirige vers les emplois les plus productifs. L’effet indirect porte sur la motivation (les anticipations) de l’entreprise et relève de la création de ressources, et concerne son comportement d’investissement. Il détermine la capacité de l’entreprise de prévoir et de planifier.

Aussi paradoxal que cela puisse paraître, il est possible de prévoir le futur seulement si des contraintes lient le futur au présent (Richardson 1960). Quand une entreprise planifie d’investir, elle doit pouvoir faire des anticipations fiables à propos des circonstances qui la concernent et, particulièrement, à propos des offres futures, aussi bien concurrentes que complémentaires (les informations de marché) (*ibid*.). Former de telles anticipations dépend de quantités de facteurs, en fait des modes de coordination mis en œuvre qui sont d’ordre organisationnel. Il peut s’agir de l’imperfection et la division des connaissances qui sont à la base d’une concurrence monopolistique. Il peut aussi s’agir d’arrangements contractuels à plus ou moins long terme, qui semblent relever d’imperfections de marché, mais sont en réalité des connexions incitant à investir en introduisant des contraintes ou des limites sur les investissements concurrents et complémentaires dont le but est de prévenir l’excès des premiers et le manque des seconds (*ibid*.). Dans tous les cas, la structure de marché est naturellement imparfaite. Les prix

ne jouent nullement le rôle de coordination qui leur est attribué dans la théorie de la concurrence parfaite : ils sont plutôt stables, garantissant l'ancrage nécessaire à la prédiction de la demande et facilitant la planification financière. Le mécanisme de sélection ne s'en trouve pas forcément affecté : il s'exerce dans le temps. L'intérêt public sera d'autant mieux servi par la coexistence de plusieurs entreprises entre lesquelles le mécanisme de sélection opère, si la structure de marché (les imperfections de marché) rend possible l'introduction de nouveaux produits et de nouvelles technologies plus fréquemment et à moindre risque.

Un tel mécanisme de sélection est étroitement dépendant de l'attitude des détenteurs de capitaux. Au regard de la situation actuelle, comme nous l'avons souligné, il est question, non seulement, de prévenir des difficultés de liquidité (de trésorerie) à court terme imposées par la réponse administrative à la crise sanitaire, mais aussi de se garder de mesures conduisant à un surendettement fatal des entreprises à moyen terme.

Pour que les entreprises puissent former des anticipations fiables et investir en conséquence, non seulement les structures de marché doivent être imparfaites, mais les arrangements conclus (y compris les contrats de travail à durée indéterminée) doivent être validés par l'engagement des détenteurs de capitaux. Cet engagement signifie que les entreprises doivent disposer de liquidités dans

les montants et les moments requis par des décisions d'investissement prises en situation d'irréversibilité et d'incertitude. Un tel engagement est le fait des banques et des actionnaires dont le comportement s'inscrit dans un environnement institutionnel. Il appartient aux pouvoirs publics de fixer cet environnement et de procéder, le cas échéant, aux réformes nécessaires. Dans le cas qui nous occupe, des mesures spécifiques sont nécessaires en même temps que des réformes à portée générale. Compte tenu de la situation créée par la crise sanitaire, il est opportun que le soutien financier immédiat de l'État prenne la forme d'entrées au capital des entreprises concernées ou d'obligations convertibles en actions, précisément pour éviter un surendettement ultérieur source de d'illiquidité et d'insolvabilité. De telles mesures n'excluent pas, bien au contraire, de procéder aux réformes permettant de rendre patients les détenteurs de capitaux, qu'il s'agisse de se prémunir de l'activisme de certains fonds de placement en développant les actions de loyauté et contrariant les transactions financières à haute fréquence, ou de favoriser la banque dite de proximité plutôt que la banque de marché. Ce sont là autant de conditions pour que le mécanisme de sélection de marché fonctionne correctement du double point de vue micro et macroéconomique.

Références

OFCE, 2020, « Dynamique des défaillances d’entreprises en France et crise de la COVID 19 », *Policy Brief,* n° 73.

Richardson G. B., 1960, *Information and Investment : A Study in the Working of the Competitive Economy*, Oxford, Clarendon Press. Reedition 1990.