

L'essentiel, l'inutile et le nuisible

[Éloi Laurent](#)

La crise du Covid-19 n'en est qu'à ses débuts, mais il paraît difficile d'imaginer qu'elle conduise à un « retour à la normale » sur le plan économique. De fait, confinement aidant, les réflexions se multiplient déjà sur le nouveau monde qui pourrait émerger de la conjonction inédite d'une pandémie globale, de la mise aux arrêts de la moitié de l'humanité et du tarissement brutal des flux mondiaux et de l'activité économique. Parmi ces réflexions, dont beaucoup ont été entamées bien avant cette crise, s'impose la nécessité de définir ce qui est vraiment essentiel au bien-être humain : de quoi avons-nous véritablement besoin ? De quoi pouvons-nous dans les faits nous passer ?

Raisonnons d'abord par l'absurde comme nous invitait à le faire Saint-Simon en 1819. « *Supposons que la France perde subitement les Français les plus essentiellement producteurs, ceux qui donnent les produits les plus importants, ceux qui dirigent les travaux les plus utiles à la nation, et qui la rendent productive dans les sciences, dans*

les arts et métiers, ils sont réellement la fleur de la société française :
ils sont de tous les Français les plus utiles à leur pays, ceux qui lui procurent le plus de gloire, qui hâtent le plus sa civilisation ainsi que sa prospérité : la nation deviendrait un corps sans âme à l'instant où elle les perdrait... Il faudrait à la France au moins une génération entière pour réparer ce malheur... ». C'est sur le mode de la parabole, que Saint-Simon tentait ainsi d'expliquer le renversement hiérarchique que le nouveau monde de la révolution industrielle impliquait pour la prospérité du pays, qui pouvait désormais selon lui se passer des classes monarchiques, alors que « les sciences, les arts et métiers » lui étaient devenus essentiels.

Adapter la parabole de Saint-Simon à la situation actuelle revient à reconnaître que nous ne pouvons pas nous passer en temps de crise de celles et ceux qui assurent les soins, garantissent l'approvisionnement alimentaire, maintiennent l'État de droit et les services publics et font fonctionner les infrastructures (eau, électricité, réseaux numériques). Ce qui implique qu'en temps normal toutes ces professions soient valorisées à la hauteur de leur importance vitale. La définition du bien-être humain qui en résulte ressemble au tableau de bord que forment ensemble les différentes cases de [l'attestation](#)

[de déplacement dérogatoire](#) que chaque Français(e) doit remplir pour avoir le droit de sortir de son confinement.

Mais il est possible d'étoffer cette réflexion élémentaire par les innombrables travaux menés depuis des décennies sur [la mesure du bien-être humain](#), travaux qui se sont fortement accélérés au cours des dix dernières années, après la « grande récession ». On peut commencer par considérer ce qui fait figure d'essentiel aux yeux des personnes interrogées sur les sources de leur bien-être. Deux priorités se font alors jour : [la santé](#) et les [liens sociaux](#). À cet égard, la situation actuelle offre un frappant « paradoxe du bien-être », par lequel des mesures de confinement parfois drastiques sont prises pour préserver la santé, qui conduisent en retour à dégrader les liens sociaux du fait de l'isolement imposé.

Mais comment mieux commencer de cerner positivement les différents éléments du « bien-être essentiel » sur lequel il faudrait désormais concentrer les politiques publiques ? La mesure de la pauvreté peut ici venir en aide à la mesure de la richesse. Les travaux empiriques pionniers d'Amartya Sen et de Mahbub ul Haq à la fin des années 1980 ont abouti à une définition du développement humain que

l'Indicateur de développement humain [publié pour la première fois par les Nations Unies en 1990](#) ne reflète qu'en partie : « Le développement humain est un processus d'élargissement des choix des personnes. Les plus critiques sont de mener une vie longue et saine, d'être éduqué et de jouir d'un niveau de vie décent. Les choix supplémentaires incluent la liberté politique, les droits de l'homme et le respect de soi ». Plus précisément, dans le cas français, les travaux engagés en 2015 par l'Observatoire national de la pauvreté et de l'exclusion sociale (Onpes) sur les [budgets de référence](#) et prolongés notamment par l'INSEE avec son « [indicateur de pauvreté en conditions de vie](#) » conduisent à définir les composantes essentielles d'une vie « acceptable » (on pourrait aussi parler de « décence »).

Mais à supposer que ces instruments de mesure contribuent, dans la sortie de crise, à la définition d'un bien-être essentiel (dont des travailleurs et travailleuses eux-mêmes essentiels assureraient le maintien dans des situations de crise qui sont appelées à se répéter sous l'effet des chocs écologiques), l'expertise seule ne suffirait pas à en tracer les contours. Il faudrait qu'une convention citoyenne s'empare du sujet.

D'autant que la définition du bien-être essentiel appelle naturellement deux autres

catégories encore plus délicates à définir, sur lesquelles ce blog reviendra dans les prochains jours :

- le bien-être inutile (ou artificiel), celui dont on peut se passer sans dommage ;
- le bien-être nuisible, celui dont on doit se passer à l'avenir parce qu'en plus d'être accessoire il nuit au bien-être essentiel, notamment parce qu'il en sape les fondations en conduisant à la dégradation des écosystèmes (c'est le débat qui s'engage en Europe sur la nécessité de sauver ou non les compagnies aériennes).

Le débat sur le bien-être essentiel ne fait que commencer...

La Fed et le système financier : prévenir plutôt que guérir

par [Christophe Blot](#), Emmanuelle Faure (stagiaire à l'OFCE et Université Paris Nanterre) et [Paul Hubert](#)

Au cours des 2 dernières semaines, la Réserve fédérale a annoncé deux baisses de son taux directeur ainsi que le déploiement d'une vaste panoplie d'outils afin de contrer les retombées négatives du Covid-19 sur l'économie américaine. Les autorités monétaires ont cherché, en priorité, à remplir leur rôle de

prêteur en dernier
ressort du système financier en réactivant certains
dispositifs utilisés en
2008-2009. Ces octrois de liquidités nécessaires ont pour but
d'éviter que la
situation dégénère et provoque une crise financière
systémique. La Fed agit
cette fois-ci de manière préventive et espère ne pas avoir à
revivre un épisode
comme celui de la faillite de Lehman Brothers. Cette crise
sanitaire malmène
les économies américaine et mondiale, et la Fed s'est dite
prête à utiliser
tous les outils nécessaires[1] nous
rappelant, au passage, le « will do everything necessary[2] »
prononcé par Christine Lagarde la semaine dernière.

Un flux ininterrompu de mesures

Pas moins de 11 annonces ont été
faites par la Fed au cours des dernières semaines. Par ce
rythme très
inhabituel pour une banque centrale, la Fed entend bien
répondre à ses
principaux objectifs : maintenir la liquidité des institutions
financières
et assurer la stabilité macroéconomique[3]. Les
conditions d'accès au crédit se sont massivement assouplies
puisque le taux
directeur a été baissé de 1,5 point de pourcentage et
s'établit désormais entre
0 et 0,25 %. Selon Jerome Powell, ce niveau sera maintenu
jusqu'à la fin
de la crise sanitaire[4]. Il a
cependant rappelé sa volonté de ne pas franchir la barre des

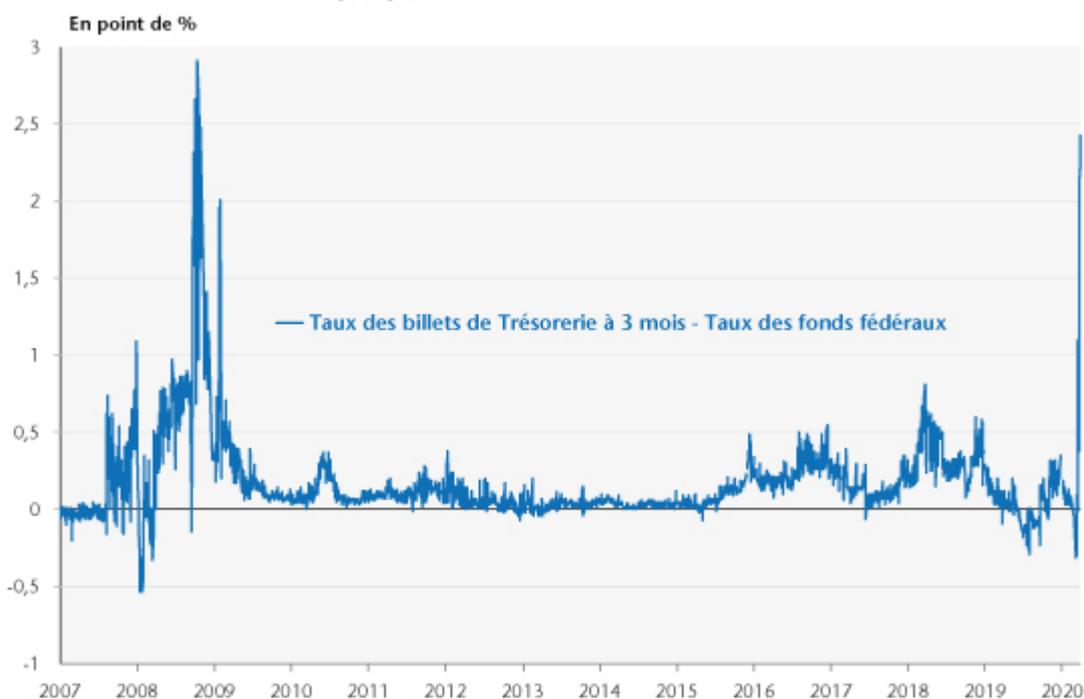
taux zéro comme c'est déjà le cas dans la zone euro. La majorité des annonces s'est cependant concentrée sur des mesures en direction des banques et des institutions financières pour leur fournir des liquidités *via* l'extension de prêts en contrepartie de collatéraux (« repo »), la création de lignes de *swaps* en coordination avec d'autres banques centrales, la mise en place de trois lignes de crédit[\[5\]](#) pour les différents acteurs financiers et d'un programme de rachat de titres adossés aux prêts à la consommation ou *via* les cartes de crédit. À ces mesures s'ajoute la décision de supprimer la contrainte de réserves obligatoires.

Un nouveau plan d'assouplissement quantitatif a été mis en place avec l'annonce du rachat d'au moins 700 milliards de dollars de titres (500 de bons du Trésor et 200 de titres hypothécaires) auquel s'ajoute dorénavant l'achat d'obligations d'entreprises privées[\[6\]](#). La politique d'achats d'actifs avait déjà été largement utilisée entre 2008 et 2015. En annonçant un montant minimal et sans préciser la durée de ce nouveau plan, la Fed laisse ainsi entendre qu'elle peut ajuster cette politique d'achat de titres, ce qui permettrait alors à celle-ci de contenir les éventuelles hausses de taux liées au plan de relance budgétaire de 2 000 milliards de dollars voté depuis par le Sénat.

Le syndrome post-traumatique de Lehman Brothers

Par ces annonces, les autorités monétaires apportent leur soutien à l'économie réelle en garantissant l'accès à la liquidité à un large éventail d'institutions financières afin d'éviter un tarissement du crédit pour les ménages et les entreprises. Les mécanismes mobilisés sont proches de ceux qui avaient été utilisés au moment de la crise 2008 pour pallier le gel des échanges sur le marché interbancaire. De fortes tensions sur le marché de refinancement se font déjà ressentir ces derniers jours alors que le *spread* entre le taux à 3 mois des billets de trésorerie (*commercial papers*) et le taux directeur s'approchait dangereusement des valeurs atteintes en 2008. En agissant rapidement, la Fed espère éviter une paralysie du système financier, comme celle observée après la faillite de Lehman Brothers. Les premières annonces se sont donc essentiellement tournées vers l'extension des opérations de liquidités *via* les « repo »[\[7\]](#). Ces nouvelles dispositions sont prévues sur des maturités plus longues – 1 mois et 3 mois – et pour un montant total de 1 000 milliards de dollars par semaine.

Graphique. Tensions sur le refinancement



Source : Réserve fédérale de Saint Louis (FRED).

Au-delà du refinancement de court-terme permis par les prêts « repo », des plans de facilités de crédit datant de la crise de 2008 ont été remis à disposition des banques commerciales et d'autres acteurs comme les fonds de pension et fonds communs de placement pour les inciter à maintenir leur activité de financement. Ces instruments [\[8\]](#) permettent à la Fed de soutenir la liquidité puisqu'elle propose de racheter des titres financiers adossés à certains collatéraux. La pluralité des plans d'octroi de liquidité s'explique par le fait qu'aux Etats-Unis, les deux tiers du financement intermédié passent par des institutions non-bancaires. Par exemple, les négociants (*primary dealers*) fournissent une grande partie des instruments financiers. Ils sont en

particulier des éléments clés de l'émission des bons du Trésor. La Fed a donc conçu le programme PDCF spécifiquement pour ces acteurs et accepte une grande variété de collatéral (incluant des actions) dans ses opérations de prêts afin d'assurer leur pérennité. De même, le programme MMLF se focalise sur les fonds du marché monétaire (*money market funds*) en prêtant spécifiquement aux fonds qui achètent les billets de trésorerie des banques ou autres fonds. Une évolution d'importance relativement à 2008 est que ces deux dernières facilités de crédit bénéficient de la protection du Trésor américain, ce qui implique une composante budgétaire explicite. Enfin, la Fed a aussi ravivé le programme *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF) de rachat de titres adossés aux prêts à la consommation ou aux cartes de crédit.

De plus, la Fed lève la contrainte des réserves obligatoires et annonce que son taux est fixé à 0 % à partir du 26 mars [\[9\]](#). Elle souhaite ainsi que les banques réorientent leurs liquidités vers les ménages et les entreprises au risque cependant de les fragiliser puisqu'elles sont incitées à substituer ces actifs sûrs et liquides pour des crédits plus risqués. La période semble rendre nécessaire ce type de mesure mais elle interroge aussi sur la capacité des banques à résister à un choc durable si les nouveaux crédits accordés à des acteurs par la crise se

transforment en créance douteuses.

Garantir la liquidité et diminuer le coût du financement au-delà de la frontière

Enfin, en concertation avec d'autres banques centrales (Europe, Canada, Angleterre, Japon, Chine et Suisse) des lignes de *swap* bilatérales ont été mises en place pour maintenir la liquidité sur le marché interbancaire international comme cela avait été le cas pour la crise financière de 2008[10].

Étant donné le rôle et l'utilisation du dollar dans le système financier mondial, cette opération est nécessaire pour garantir un accès aux liquidités en dollar pour les banques étrangères qui n'ont pas accès au guichet de la FED et qui ne peuvent pas, en temps normal, obtenir des refinancements auprès de leur banque centrale. Les liquidités seront allouées à taux de 25 points de base au-dessus du taux au jour le jour et sur une période de 84 jours. En passant par l'intermédiaire des banques centrales étrangères – qui portent alors le risque de défaut

– la Fed fournit indirectement du dollar aux banques commerciales étrangères élargissant son rôle de prêteur en dernier ressort à l'international. En faisant appel à ce mécanisme, les banquiers centraux renvoient un message fort

de soutien et d'entraide entre les différents pays qui se mobilisent ensemble contre le risque financier.

Si la crise sanitaire et son impact économique devaient aboutir à une ou des faillites d'établissements bancaires ou financiers aux États-Unis ou ailleurs dans le monde, la crise financière engendrée annihilerait alors toute possibilité de rebond économique une fois les périodes de confinement terminées. La Fed prend aujourd'hui de façon préemptive le rôle de prêteur en dernier ressort du système financier international pour limiter au maximum le risque d'un nouveau Lehman Brothers. La critique selon laquelle les économies développées sont entrées dans un cercle vicieux où chaque crise donne lieu au recours à la planche à billets ne semble pas tenir compte du fait que la nature de cette crise est très différente de celle de 2008 – le risque était à l'époque endogène au système financier – et que l'effet pervers – l'aléa moral^[11] créé par de telles interventions – paraît faible en comparaison d'une crise de liquidité liée à l'arrêt brutal d'une grande partie de l'activité économique.

^[11] « The Federal Reserve is prepared to use its full range of tools » (15 mars 2020)

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200315a.htm>

[2] « The Governing Council will do everything necessary within its mandate » (18 mars 2020) faisant ainsi référence au « whatever it takes » de Mario Draghi en 2012.

[3] « The Federal Reserve's role is guided by its mandate from Congress to promote maximum employment and stable prices, along with its responsibilities to promote the stability of the financial system. » (15 mars 2020)

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200315a.htm>

[4] Par cette information Powell utilise un autre instrument non-conventionnel de la politique monétaire, le *Forward guidance*, qui consiste à donner des informations concernant l'orientation future de la politique monétaire.

[5] *Commercial Paper Funding Facility (CPFF)*, *Primary Dealer Credit Facility (PDCF)* et *Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (MMLF)*.

[6] PMCCF et SMCCF.

[7] Un repo est une opération financière dans laquelle un vendeur a besoin de liquidité à court terme et une banque (ou une banque centrale) accepte de les prendre en pension contre un intérêt. À l'échéance, le vendeur rachète ses titres à la même valeur. Si le vendeur est dans l'incapacité de racheter ses titres, l'acheteur en devient pleinement propriétaire.

[8] CPFF, PDCF et MMLF.

[9] En temps normal, les banques sont tenues de laisser une fraction minimale des dépôts collectés auprès des agents non financiers sur leur compte à la Fed.

[10] Un *swap* de devises est une opération par laquelle deux contreparties échangent des devises pour une durée limitée et à un taux de change fixé à l'avance. L'opération est dénouée à l'échéance du contrat. En cas de défaut d'une contrepartie, l'autre garde les devises étrangères. Ainsi, la BCE peut emprunter des dollars contre des euros auprès de la Fed à un prix fixé pour une période de plusieurs semaines. A l'échéance du contrat, la Fed rachète ses dollars.

[11] L'aléa moral représente une situation où une entité (ici une banque) adopte un comportement plus risqué sachant qu'elle n'aura pas à subir les conséquences de ses décisions si elle est assurée ou garantie de recevoir une aide.

L'économie européenne 2020

par [Jérôme Creel](#)

Comme chaque année, un peu avant le printemps, l'OFCE publie dans la collection « Repères » des Editions La Découverte un ouvrage synthétique sur l'état de

l'économie

européenne et sur les enjeux de l'année à venir, [L'économie européenne 2020](#). Il faut bien admettre que lors de la préparation de l'ouvrage,

dont le dernier chapitre a été achevé au tout début de l'année 2020, nous n'avions

pas anticipé que l'épidémie liée au coronavirus en Chine engendrerait la crise

sanitaire et économique globale dont nous subissons les effets depuis quelques

semaines. Aussi l'ouvrage ne répond-il pas à l'actualité essentielle du moment.

Il livre cependant quelques pistes de réflexion qui s'avéreront sans doute utiles

lorsque la phase aiguë de la crise sanitaire aura été dépassée. Ces pistes de

réflexion concernent l'impulsion politique européenne des derniers mois de

l'année 2019 et les ambitions de la nouvelle Commission européenne, les

perceptions des Européens à l'égard de l'Union européenne et les outils

macroéconomiques à mobiliser pour contrecarrer un ralentissement économique ou

une fragilisation du secteur bancaire.

Comme nous avons coutume de le

faire chaque année, est reproduite ici l'introduction de *L'économie européenne 2020*. Les parties de phrase en italiques sont

des ajouts visant à actualiser (un peu) le texte.

En 2020, Mesdames Christine

Lagarde et Ursula von der Leyen vivront leur première année pleine au sommet de

l'Europe, la première à la tête de la Banque centrale européenne et la seconde à celle de la Commission européenne, dans un environnement européen et international compliqué. Depuis le pic de croissance de 2017, l'activité économique en Europe a donné de sérieux signes d'essoufflement. Dans un contexte marqué notamment par l'incertitude politique – notamment quant à l'évolution des tensions commerciales avec les États-Unis et à l'organisation effective du Brexit –, et par la perspective de la fin du cycle d'expansion américain *et par la survenue d'une crise sanitaire, économique et financière sans précédent*, se pose désormais la question des marges de manœuvre européennes pour mener des politiques économiques plus expansionnistes.

Du côté de la Commission européenne, les projets ne manquent cependant pas : une nouvelle stratégie de croissance, le Pacte vert (ou Green Deal), a pour but d'assurer une transition écologique juste et équitable, tandis que le renouveau de l'Europe sociale vise à assurer la justice sociale, « fondement de l'économie sociale de marché européenne ». Il passera notamment par des initiatives concernant les salaires minimums en Europe, le mécanisme de réassurance chômage européen, les mesures en faveur de l'égalité femmes-hommes et les incidences à long terme du vieillissement de la

population européenne.

Du côté de la Banque centrale européenne, les changements prévus sont moins en rupture avec la présidence précédente : poursuite des mesures non conventionnelles pour respecter le mandat principal de la BCE et soutenir l'économie de la zone euro, et poursuite de la mise en œuvre des politiques dites macro-prudentielles.

Cet ouvrage dresse un état des lieux de l'Union européenne et met en perspective l'ensemble des initiatives annoncées. Après avoir présenté l'état de la conjoncture européenne (*avant le déclenchement de la crise sanitaire*) et les effets probables de la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne, et après avoir analysé les attentes des Européens à l'égard de l'Union européenne, l'ouvrage se concentre sur les grands thèmes mis en avant par la nouvelle Commission européenne : la nécessité de faire face au changement climatique et aux transformations des sociétés européennes. À cette fin, les questions de dette climatique européenne et celles d'inégalités environnementales en Europe sont abordées mais aussi les transformations des marchés du travail et le financement de la dépendance. Les initiatives de la Commission européenne s'inscrivent dans une période d'attentes plus critiques de la part des citoyens européens. S'ils continuent généralement à avoir un *a priori* positif à l'égard de la participation de leur pays à l'Union européenne, ses actions concrètes semblent engendrer une rupture entre les perdants et les gagnants de l'intégration européenne. Et les premiers, qui sont ceux qui attendent de l'UE qu'elle les protège mieux, sont aussi ceux qui expriment la confiance dans l'UE la plus faible pour mettre en place cette protection. L'ouvrage présente alors deux types de politiques susceptibles de mieux protéger les Européens : une politique budgétaire d'assurance-chômage européenne et une politique macro-prudentielle chargée d'assurer la stabilité

bancaire en Europe.

La BCE face à la crise du Covid-19 : encore un effort?

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

La BCE annonçait le [jeudi 12 mars](#) une première série de mesures pour répondre au choc économique lié au Covid-19. Cependant, ces annonces n'ont pas eu les effets escomptés sur les marchés financiers et ont même probablement ajouté de l'incertitude. Au-delà des craintes sur l'état de l'économie de la zone euro, la réponse de Christine Lagarde à une question d'un journaliste durant la conférence de presse sur les écarts de taux au sein de la zone euro a déconcerté par son décalage avec la situation actuelle. Bien que la BCE ait annoncé un nouveau plan de rachats d'actifs dans la soirée du 18 mars, il reste que toutes les solutions aux problèmes de la zone euro n'ont pas encore été explorées.

Les mesures prises par la BCE

Dans la situation actuelle, l'action des banques centrales est essentielle pour soutenir la croissance et éviter que le

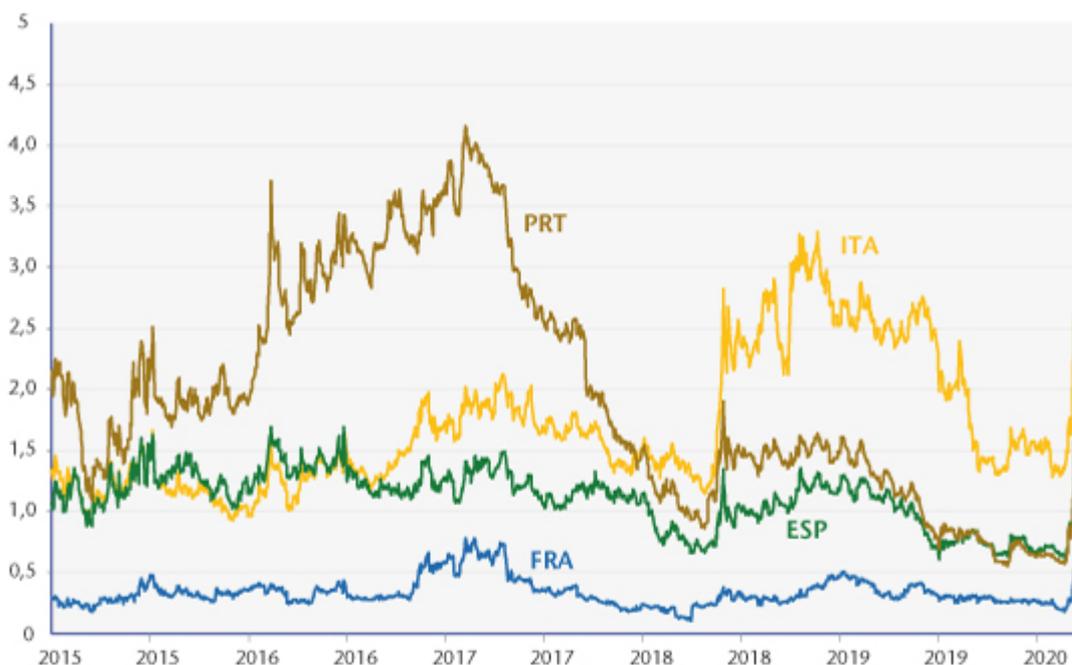
ralentissement de l'activité et ses répercussions financières ne se transforment en crise bancaire ou des dettes souveraines. C'est la raison pour laquelle la BCE garantit aux banques l'accès à la liquidité par le biais d'opérations de refinancement et qu'elle a également renouvelé les accords avec la Réserve fédérale lui permettant d'offrir des liquidités en dollar[1]. La BCE a, dans un premier temps, annoncé qu'elle achèterait 120 milliards d'euros d'actifs supplémentaires d'ici la fin de l'année dans le cadre de son programme APP (Asset Purchase Programme). À ce montant se sont ajoutés 750 milliards d'euros dans le cadre d'un nouveau programme qualifié de PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) annoncé le 18 mars[2]. Les achats seront étalés sur l'année 2020 et seront répartis sur les différentes classes d'actifs déjà acquises par la BCE et, pour les achats de titres publics, en continuant de respecter la limite de détention par émetteur[3] et la clé de répartition selon la part dans le [capital de la BCE](#)[4], ce qui conduira la BCE à acheter une proportion plus forte de titres allemands que de titres italiens ou espagnols.

Ces achats permettront d'assouplir les conditions de financement pour le secteur privé comme pour les États de la zone euro, ce qui permettra d'accompagner les efforts entrepris par les gouvernements pour soutenir l'activité. On peut ainsi espérer que ces mesures, et notamment la deuxième annonce bien plus conséquente, permettront de calmer les tensions qui ont de nouveau émergé sur les marchés de dette souveraine. Ces derniers jours, les investisseurs avaient effectivement délaissé les titres souverains de certains pays (Italie, Espagne, Portugal et dans une moindre mesure France) au profit des titres allemands (graphique),

même si le rendement de ces derniers est reparti à la hausse ces derniers jours [\[5\]](#).

Lors de la conférence de presse du 12 mars, Christine Lagarde a évoqué la propagation de l'épidémie à plusieurs reprises, elle est restée étonnamment silencieuse sur les écarts (« spread » en anglais) de taux d'intérêts. À la question d'un journaliste à ce propos, Christine Lagarde a même déclaré que le rôle du Conseil des Gouverneurs n'était pas de fermer les écarts de taux [\[6\]](#) amplifiant immédiatement les tensions sur les marchés. Christine Lagarde est cependant revenue un peu plus tard sur cette réponse déclarant qu'elle s'engageait à éviter la fragmentation dans la zone euro et que des écarts de taux élevés pénalisent la transmission de la politique monétaire.

Graphique. Écart des rendements souverains avec celui de l'Allemagne



Source : Thomson Reuters (Datastream).

L'erreur de communication en était-elle une ?

Doit-on interpréter la phrase de Christine Lagarde comme une [erreur de communication](#) ? Une autre interprétation est que cette réponse spontanée de Christine Lagarde pendant la conférence de presse reflète l'absence de consensus au sein du Conseil des gouverneurs qui avait eu lieu dans la matinée et la réticence d'une partie des membres à prendre des engagements sur les écarts de taux, qui contraindraient les banques centrales de l'Eurosystème à acquérir une importante quantité de titres publics. En particulier, cela pourrait avoir pour incidence d'enfreindre la règle de répartition des achats de titres s'il s'avérait nécessaire d'acheter massivement des titres souverains italiens [\[7\]](#). Pour certains membres du Conseil des gouverneurs, la BCE ne doit pas refinancer les États et la garantie que les écarts de taux seront réduits pourrait être interprétée comme le signal implicite d'un tel financement. Les voix discordantes qui s'étaient exprimées en septembre 2019 à la suite des mesures expansionnistes annoncées par Mario Draghi donnent du crédit à cette interprétation [\[8\]](#).

Cette hypothèse semble confirmée par la déclaration de Robert Holzmann, gouverneur de la Banque centrale d'Autriche, le mercredi 18 mars, jugeant que la politique

monétaire de la BCE
avait atteint ses limites [\[9\]](#) et qui a
fait passer en moins de quelques heures les taux italiens de
2,4 à 3%. Cette
sortie a poussé la BCE à publier un communiqué de presse
démentant cette
allégation tandis que sa chef économiste, Isabel Schnabel a,
plus tard dans la
journée, insisté sur la capacité de la BCE à intervenir pour
assurer la
transmission de la politique monétaire. Des mots aux actes, il
n'y a eu qu'un
pas, franchi dans la soirée du 18 mars avec l'annonce du PEPP.
Toutes les
marges de manœuvre n'étaient donc pas épuisées et les
déclarations du
gouverneur autrichien, dans un contexte financier déjà très
chahuté, ont en
réalité probablement poussé la BCE à corriger le tir.

Pourquoi et comment réduire les écarts de taux ?

Pour autant, bien qu'il semble
que la BCE prenne la mesure de la crise et du risque d'un
ralentissement très
brutal de l'activité, la question des écarts de taux dans la
zone euro demeure
et les déclarations de Christine Lagarde ou d'[Isabel
Schnabel](#) à propos de la fragmentation n'offrent pas de réponse
adéquate sur
ce point. Le maintien de la clé de répartition pour les achats
de titres va
continuer à soutenir plus activement le marché des titres
allemands que celui
de la dette italienne puisque les achats sont proportionnels
au PIB des États

membres. Le communiqué de la BCE indique que les achats pourront être réalisés avec une certaine souplesse, ce qui signifie que la clé de répartition sera respectée sur l'ensemble de la durée du programme mais pas nécessairement en continu. Néanmoins, tant que la BCE n'aura pas remis en cause cette règle, la question des écarts de taux subsistera.

Au-delà des potentiels déséquilibres macroéconomiques et financiers existants, la crise actuelle résulte avant tout d'une crise sanitaire. La réponse à cette dernière par le confinement réduit fortement l'activité économique, ce qui pèsera sur l'emploi, les revenus et la situation financière des entreprises. La réponse des États au choc du Covid-19 sera en grande partie budgétaire avec des mesures destinées à éviter les faillites d'entreprises, d'entrepreneurs, d'indépendants et maintenir le pouvoir d'achat des ménages. De plus, avec la baisse à venir du PIB, les ratios de déficit et de dette publique vont mécaniquement augmenter. Ces efforts ne peuvent pas être réduits à néant par une hausse des taux qui réduirait les marges de manœuvres et viendrait atténuer l'effet multiplicateur de la politique budgétaire par le canal du risque souverain[\[10\]](#).

Christine Lagarde a d'ailleurs appelé le 12 mars les gouvernements à mettre en œuvre les politiques adaptées et coordonnées pour faire face au choc[\[11\]](#). Dans

la mesure où cette action ne peut pas être obtenue *via* le budget européen qui est limité, les décisions seront nécessairement prises par les États membres, ce qui pèsera donc sur leur dette nationale. Cette action sera certes d'autant plus efficace qu'elle sera coordonnée mais, étant donné la gouvernance européenne, elle restera d'abord du ressort des États.

Il apparaît ainsi évident que la banque centrale peut éviter une spirale où la hausse anticipée des déficits provoque une hausse des taux, en particulier pour les pays dont la situation macroéconomique était déjà fragile et la dette publique élevée. Pour ce faire, le principal levier est donc de limiter une hausse des taux et l'apparition d'écarts trop importants au sein de la zone euro. En l'absence de budget européen, c'est à la BCE que revient la mission de coordonner implicitement les efforts déployés par les États membres en finançant massivement les émissions de dette liées aux plans de soutien.

La BCE pourrait ainsi annoncer qu'elle garantit que les écarts de taux ne dépasseront pas un seuil donné pendant le temps de crise indépendamment de toute annonce sur un montant d'achats d'actifs. Il s'agirait d'une nouvelle version de l'[OMT](#) – qui avait été annoncée lors de la crise des dettes souveraines en septembre 2012 par Mario Draghi – *via* laquelle

la BCE s'engagerait à acheter des titres de dette jusqu'à une maturité de trois ans sans fixer de limite de montant a priori mais seulement une limite quant à la durée de l'opération. La BCE enverrait ainsi un signal puisqu'en tant qu'institut émetteur de la monnaie, elle a la possibilité de créer des réserves en quantité importante, ce qui rend l'annonce crédible et efficace. Comme le suggère Olivier Blanchard, ancien chef économiste du FMI, la conditionnalité [\[12\]](#) pourrait cette fois porter sur les titres de toute maturité et limiter à la durée de la crise liée au Covid-19 et aux mesures exceptionnelles prises pour y faire face. Cette option rencontrera des réticences au sein du Conseil des gouverneurs puisqu'elle conduit à envisager l'absence de limites pour les achats de titres.

Une autre solution pourrait être de modifier, temporairement, la clé de répartition en fondant celle-ci non pas sur le PIB des États membres mais sur les niveaux de dette [\[13\]](#). En l'état, même si le signal envoyé aux gouvernements et aux investisseurs est rassurant, acheter une part plus élevée de dette allemande plutôt qu'italienne ne va que très faiblement contribuer à réduire la fragmentation. Le dernier paragraphe du communiqué de presse du 18 mars suggère que la BCE réfléchit à la possibilité de reconsidérer la clé de répartition [\[14\]](#). Le plus tôt sera le mieux pour donner toute latitude aux États de gérer cette crise

sanitaire.

[1] La BCE a effectivement proposé des nouvelles conditions pour les TLTRO-III (*Targeted long-term refinancing operations*) qui permettent aux banques d'obtenir un refinancement en contrepartie des crédits qu'elles octroient aux entreprises.

Les banques pourront ainsi emprunter jusqu'à mille milliards d'euros (jusqu'en juin 2021) à un taux pouvant être inférieur de 25 points au taux des facilités de dépôts, soit -0,75 %. Elle a aussi annoncé une opération de refinancement à très long terme sans aucune conditionnalité. Cette dernière mesure permet ainsi de répondre aux besoins de liquidité dans l'éventualité d'une panique bancaire.

[2] Pour comparaison, l'annonce du premier programme d'assouplissement quantitatif (APP) de la BCE était de 60 milliards d'euros sur 19 mois (de mars 2015 à septembre 2016) soit 1 140 milliards d'euros, tandis que les achats d'actifs pour 2020 se montent à 1 050 milliards d'euros (les 870 milliards d'euros annoncés ces derniers jours auxquels il convient d'ajouter les 20 milliards d'euros par mois annoncés en septembre 2019, soit 180 milliards d'euros additionnels).

[3] Fixée à 33% pour les obligations souveraines. Les Pays-Bas et l'Allemagne sont au-dessus des 30% donc très proches de la limite, tandis que la France et l'Italie sont autour des 20%, en

raison d'une dette publique plus élevée (en % du PIB).

[4] Pour information, au 30 janvier 2020, la Bundesbank représentait 21,4%, la Banque de France 16,6% et la Banque d'Italie 13,8%.

[5] Ce mouvement est aussi observé sur les taux américains qui ont augmenté de 0,5 point entre le 9 et le 17 mars après avoir fortement baissé (passant de 1,6 % début février à un creux de 0,5 % le 9 mars). Dans un contexte de marasme boursier, la baisse du rendement souverain américain traduisait sans doute une réallocation des portefeuilles des investisseurs pour des actifs jugés liquides et sûrs. La contagion mondiale de l'épidémie et du ralentissement économique et la perspective d'un soutien budgétaire massif du gouvernement américain pourrait expliquer le surajustement des taux américains.

[6] « [We are not here to close spreads](#) ».

[7] La répartition des achats de titres dans le cadre du programme PSPP prévoit effectivement que ceux-ci soient déterminés en fonction de la part des États membres dans le capital de la BCE, ce qui signifie en pratique que la BCE détient une proportion plus importante de titres allemands, puis français, italiens...

[8] Voir [Blot et Hubert \(2019\)](#) pour une analyse des critiques

qui avaient suivi les
mesures prises en septembre 2019.

[9] « monetary
policy has reached its limits ».

[10] Voir [Corsetti, Kuester, Meier et Müller \(2013\)](#).

[11] « an
ambitious and coordinated fiscal stance is now needed in view
of the weakened
outlook ».

[12] Dans le cadre de l'OMT, la BCE s'engageait à acheter
les titres de dette à condition que les États adoptent un
programme d'aide *via* le FESF / MES.

[13] Elle achète effectivement une part – du fait du poids
du PIB plus élevé de l'Allemagne – plus importante d'une dette
moins élevée en
% du PIB. Cet argument est avancé et précisé dans [Blot et
Creel \(2017\)](#).

[14] « To the extent that some self-imposed limits
might hamper action that the ECB is required to take in order
to fulfil its
mandate, the Governing Council will consider revising them to
the extent
necessary to make its action proportionate to the risks that
we face. »

La dépendance aux intrants

chinois et italiens des industries françaises

Sarah

Guillou[\[1\]](#)

La

crise sanitaire déclenchée par le coronavirus va constituer un choc récessif

majeur dont l'impact est à ce jour difficile à chiffrer puisqu'il s'agit d'un

choc sans précédent (voir Xavier Timbeau ([L'économie au temps du COVID-19](#),

9 Mars 2020, *Blog OFCE*) et Pierre-Olivier

Gourinchas ([Flattening the Pandemic and Recession Curves](#), 13 Mars 2020).

Entre autres préoccupations, cette crise provoque une large prise de conscience

des interdépendances productives, aussi appelée, chaîne de valeurs ajoutée mondiale (CVM).

Proprement

ignorée voire niée par l'administration de Donald Trump ou encore par les

défenseurs du Brexit, il va apparaître fatalement que la méconnaissance de ces

interdépendances productives est une carence pour la définition des politiques

commerciales et industrielles et aujourd'hui pour la mesure des vulnérabilités

de certains secteurs. Je montre ici l'ampleur des dépendances des industries

françaises aux intrants chinois et italiens au-delà des seuls secteurs manufacturiers.

Il ne faudrait cependant pas tirer de ces vulnérabilités des

louanges pour un retour à l'autarcie.

L'interdépendance des entreprises au sein d'un réseau mondial de production, la multiplicité d'aller-retour entre pays de fragments de produits et de services sont mises à jour par les pénuries potentielles et les ruptures d'approvisionnement qu'anticipent les entreprises et les responsables sanitaires une fois les stocks épuisés. Les chaînes de valeur mondiales sont bien connues des économistes du commerce international. Ce phénomène a fait l'objet de beaucoup de littérature et de nombreux rapport (voir un rapport du CEPR (2015), *The Age of Global Value Chains: Maps and Policy Issues*, édité by João Amador and Filippo di Mauro, et un rapport plus récent de la Banque mondiale, [Trading for Development in the age of Global Value Chain](#), 2020). L'impact du coronavirus sur les CVM a été abordé récemment par Baldwin et Tomiua (CEPR, Ebook, [Economics on the time of COVID-19](#), 2020) qui soulignent un processus de contagion parallèle tout au long des CVM, tant par la rupture de la production que par celle de l'acheminement.

La province de Hubei où sied la ville de Wuhan d'où est partie la crise est une plaque tournante entre autres des industries automobiles, de

semi-conducteurs,
des fibres optiques et d'acier. L'Italie, de son côté, est au cœur de l'Europe manufacturière. D'autres centres de production majeurs seront progressivement touchés mais je me concentre seulement sur la Chine et l'Italie pour la pédagogie du propos.

Pour calculer la dépendance de la production aux intrants étrangers, on utilise les tables inputs-outputs qui sont des tables croisées des besoins en intrants (inputs) domestiques et étrangers de chaque industrie.[\[2\]](#)

La dépendance directe aux intrants chinois et italiens

Il n'existe pas un secteur de l'économie marchande française – à un niveau agrégé à 2 chiffres – qui ne dépende au premier ordre, c'est-à-dire directement, d'un intrant en provenance de Chine. Le tableau suivant montre que les taux de dépendance – c'est-à-dire la part de la production qui dépend des intrants chinois et/ou italiens – varient entre les secteurs : de 0,2 % pour le secteur agroalimentaire à 3 % pour le secteur textile et habillement (en 2014, les derniers chiffres disponibles pour les tables internationales). Il va de soi que les taux de dépendance varient à l'intérieur des secteurs. Que le secteur des équipements électriques soit dépendant à 2,4 % au premier

ordre des inputs chinois, ne dit pas que toutes les entreprises appartenant à ce secteur le sont à ce degré. Si on retient les 15 premiers secteurs en matière de besoins en intrants chinois, 13 sur 15 sont issus de l'industrie manufacturière. Les trois derniers sont le secteur *des télécommunications*, le *Transport aérien*, et la *Construction*.

La dépendance de premier ordre (directe) aux intrants italiens est plus élevée mais les industries les plus dépendantes sont assez semblables à celles dépendantes des intrants chinois : il s'agit des secteurs manufacturiers : du textile (7 %) aux produits non métalliques (1,7 %). Cela révèle la plus forte insertion dans les chaînes de valeurs mondiales de certaines industries indépendamment de l'origine des intrants et donc de leur multi-vulnérabilité aux chocs de leurs fournisseurs. En l'espèce, elles subiront au moins deux chocs : le choc chinois et le choc italien.

Tableau 1. Les 15 premières industries françaises en besoin direct d'intrants chinois et italiens

Intrants Chinois		Intrants Italiens	
COEF	Industries	COEF	Industries
3,03	Textiles, Habillement et cuir	6,90	Textiles, Habillement et cuir
2,42	Ordinateur, électr. et optique	4,59	Automobile
2,40	Équipement électrique	3,42	Équipement électrique
1,66	Automobile	3,37	Machines et équipement
1,62	Autres équipements de transport	3,15	Métallurgie
1,54	Meubles et autres	3,00	Papiers et cartons
1,50	Machines et équipement	2,62	Produits métalliques
1,10	Rép./instal. de mach. et équipements	2,49	Rép./instal. de mach. et équipements
1,01	Papiers et cartons	2,43	Meubles et autres
0,78	Bois excl. meubles	2,40	Ordinateur, électr. et optique
0,74	Plastiques et Caoutchouc	2,25	Autres équipements de transport
0,70	Produits métalliques	2,07	Plastiques et Caoutchouc
0,69	Télécommunications	1,74	Produits chimiques
0,67	Transport aérien	1,69	Produits miniers et hydrocarbures
0,63	Construction	1,69	Produits non métalliques

Note : Les coefficients sont calculés à partir de la base input-output WIOD de 2014. Ils rapportent la valeur des inputs en provenance de Chine ou d'Italie sur la valeur totale de la production (aux prix des facteurs), ils sont exprimés en pourcentage. Depuis 5 ans, les coefficients de dépendance technique ont pu changer mais on s'attend à plus d'inertie en matière de rang des industries.

Cela

corrobore aussi le fait que les chaînes de valeur de la production française sont plus européennes qu'asiatiques, c'est aussi le cas de la production allemande et de celles des autres pays européens. La part des inputs européens est bien plus grande pour toutes les industries françaises que la part des inputs chinois et asiatiques – de 1 à 28 % pour la dépendance directe aux inputs aux européens contre un maximum de 4 % pour l'Asie (Chine comprise).

Mais

ce qui compte, c'est la multinationalité des maillons essentiels. La concentration de l'interdépendance productive au sein de l'Europe n'immunise pas de la rupture des chaînes en raison de la dépendance en abîme.

Par

exemple, si pour la production d'un produit P, il faut 10 intrants essentiels dont 8 sont réalisés à l'étranger. Il suffira qu'un de ces intrants soit réalisé en Chine pour que la chaîne de production soit interrompue. Plus encore, il suffira qu'un seul des 8 fournisseurs soit lui-même dépendant de manière essentielle d'un fournisseur chinois pour que la chaîne soit interrompue. Et cela en abîme, car ne pas dépendre d'un input chinois au premier ordre ne protège pas de la dépendance de son fournisseur, ou du fournisseur de son fournisseur, ou encore du fournisseur, du fournisseur du fournisseur... ! Le raisonnement est le même pour l'Italie, l'industrie française peut dépendre d'un fournisseur allemand mais ce dernier peut lui-même dépendre de l'Italie et ainsi de suite.

La dépendance indirecte de second ordre aux intrants chinois et italiens

Afin d'estimer la dépendance de second ordre, il faut connaître la dépendance des fournisseurs des industries françaises aux inputs chinois ou italiens. Pour cela on utilise également les tables input-output.

Tableau 2. Les 15 premières industries françaises en besoin indirect d'intrants chinois et italiens

Intrants chinois		Intrants italiens	
COEF	Industries	COEF	Industries
2,21	Textiles, Habillement et cuir	3,41	Textiles, Habillement et cuir
1,88	Équipement électrique	2,93	Automobile
1,79	Ordinateur, élect. et optique	2,19	Métallurgie
1,58	Autres équips. de transport	2,17	Équipement électrique
1,51	Automobile	2,15	Machines et équipement
1,29	Rép./instal. de mach. et équipement	1,99	Papiers et cartons
1,25	Meubles et autres	1,90	Produits métalliques
1,03	Rép./instal. de mach. et équipements	1,78	Rép./instal. de mach. et équipements
0,99	Papiers et cartons	1,77	Autres équipements de transport
0,81	Bois excl. meubles	1,50	Meubles et autres
0,77	Plastiques et Caoutchouc	1,48	Ordinateur, électro. et optique
0,75	Produits métalliques	1,45	Plastiques et Caoutchouc
0,73	Métallurgie	1,29	Construction
0,71	Construction	1,29	Produits chimiques
0,71	Télécommunications	1,26	Produits non métalliques

Note : Les coefficients sont calculés à partir de la base input-output WIOD de 2014. Ils résultent de la multiplication de la matrice France à la ligne de coefficients technique des inputs chinois et des inputs italiens.

La dépendance au premier ordre des industries précédentes est renforcée au deuxième ordre (si on additionne les coefficients par industrie). Il s'agit toujours principalement des secteurs manufacturiers, de la construction et du secteur des télécommunications pour ce qui concerne la Chine.

Ce qui est vrai pour le manufacturier est vrai pour des secteurs dont on peut penser qu'ils sont plus immunes aux intrants étrangers, notamment les services. S'ils dépendent peu de l'étranger au premier ordre, leur dépendance s'accroît si on ajoute les dépendances aux ordres supérieurs dans la mesure où ils dépendent toujours *in fine* d'inputs manufacturiers dépendant au premier ordre fortement des intrants étrangers. C'est le cas des services utilisant beaucoup d'intrants

numériques. On peut en effet calculer des coefficients de dépendance à l'ordre 3, 4, etc. Ils révéleraient l'existence d'un arbre de dépendance à plusieurs niveaux et du schéma fractal des chaînes de valeurs mondiales. Les coefficients en seraient d'autant plus grands.

Les tables input-output expriment la dépendance technique. La dépendance économique dépend de la capacité qu'ont les entreprises de substituer un autre fournisseur. Si cela est possible, cela prendra forcément du temps. Pour certaines entreprises, la paralysie ne sera que temporaire, mais beaucoup d'inputs ne sont produits qu'en Chine. Il est difficile de ne pas imaginer qu'un fournisseur d'un ordre inférieur ne soit pas exclusivement dépendant d'un input chinois. Il est envisageable que les inputs italiens trouvent plus de substituts en Europe (la nature de la spécialisation y étant plus comparable entre les pays), mais l'extension de l'épidémie aux autres pays va compliquer les effets de substitution. L'extension du coronavirus aux autres pays ne fera qu'augmenter les occasions de rupture de la chaîne de production. Ainsi l'Inde, grande productrice de médicaments, dépend à 70 % des molécules de base chinoises. Et bien entendu, la pharmacie française dépend des fournisseurs indiens. Si l'Inde subit la même paralysie que la Chine, la

rupture des chaînes
d'approvisionnement sera plus longue à se réparer.

Contagion des chocs et politique de découplage

Certains observateurs concluent à la nécessité du découplage des économies. Le découplage signifie la disparition – ou au moins la réduction – des interdépendances des économies. Le souhait politique est équivoque car il sous-estime la dualité du processus : devenir moins dépendant des importations étrangères est une chose, que les autres deviennent moins dépendants de nos exportations en est une autre, mais en est assez rapidement la contrepartie. Le motif économique répond à la volonté de protéger les entreprises d'une trop forte dépendance aux chocs étrangers.

La recherche de nouveaux fournisseurs, temporaires, pourrait changer les habitudes et ouvrir de nouvelles routes de la fragmentation de la production. La *Nikkei Asian Review* (15 février 2020) cite le cas du fabricant de vêtements de sport Asics qui envisage de délocaliser sa production de Wuhan vers le Vietnam. Si l'adoption d'une stratégie de diversification des fournisseurs peut avoir du sens à long terme, la stratégie de court terme pour pallier la crise strictement chinoise a rapidement tourné court dans la mesure où l'épidémie s'est propagé au-delà de

la Chine.

La stratégie de rapatriement est sans doute plus compliquée car les compétences ne sont pas forcément toujours présentes sur le territoire domestique et la comparaison du coût de production en situation normale et du coût de production en situation de crise hypothétique ne se fera pas, car la crise est imprévisible tout comme son coût.

Mais cet épisode de crise sanitaire pourrait en premier lieu – et en lieu et place du découplage entre économies – accélérer la digitalisation des échanges : dans la gestion du conditionnement des marchandises, mais aussi des containers par robot, dans la multiplication de l'automatisation de la production et de la gestion à distance. La vision de l'économie mondiale de Richard Baldwin (*The Globotics upheaval*, 2019) pourrait devenir plus rapidement une réalité généralisée à tous les secteurs. Le découplage risque de se porter sur les hommes vis-à-vis des machines plutôt qu'entre les économies. Le robot est insensible aux virus humains[3].

De la dépendance technique à la dépendance politique

Pour conclure, ce billet utilise beaucoup le terme de dépendance, il s'agit d'une dépendance technologique au sens de la structure de la

fonction de production,
au sens des coefficients techniques de la matrice input-output. Il ne s'agit pas d'une dépendance politique ou stratégique. Pourtant, la remise en cause des chaînes de valeurs mondiales dont on parle aujourd'hui, en ces temps de crise, se fonde sur cette idée de dépendance qui met en danger et fragilise. Or ce que révèlent d'abord les tables inputs-outputs, c'est la profondeur des interdépendances et l'interconnexion des industries de tous les pays. Le préfixe « inter » est fondamental. Certes un choc sur un maillon de la chaîne a un impact en cascade et c'est un problème économique qui trouve d'insuffisantes réponses politiques, faute d'acceptation d'interdépendances des gouvernances nationales.

Mais il faut se garder d'en conclure directement que cette fragmentation est un problème politique ou qu'elle pose des questions d'indépendance souveraine pour deux raisons.

La première est que s'il apparaît politiquement correct de souhaiter disposer de l'autonomie d'approvisionnement de certains produits jugés indispensables à la sécurité, à la santé, à la souveraineté, c'est très souvent économiquement un leurre. Aujourd'hui la plupart des biens et services échangés sont complexes et

donc l'autarcie (produire quelque chose sans recourir à un intrant étranger) est une aporie au-delà de la production de composants primaires ou peu transformés. L'autarcie européenne pourrait s'entendre sur certains produits et ce n'est qu'à cette échelle qu'elle pourrait être pensée pour des produits identifiés comme vitaux. Mais ce qui restera vital *in fine* sera le pouvoir d'achat plutôt que le pouvoir de produire. Autrement dit – et pour éviter toute ambiguïté – il est préférable de conserver le niveau de richesse (et de production donc) permettant d'acheter des médicaments de base plutôt que de s'évertuer à être producteur de ces médicaments de base, et allouer nos facteurs de production au mieux.

La seconde tient en ce que la dépendance économique est plus souvent le problème de celui qui vend et qui est dépendant de la demande. Ainsi la dépendance économique qui est vraiment problématique est celle des pays producteurs de ressources naturelles. C'est bien du côté de l'offreur que se situe la dépendance et non du côté de l'acheteur. Ainsi, l'incidence du choc du coronavirus sur le prix du pétrole, mais aussi sur le prix du cuivre par exemple, deux matières premières très sensibles à la demande chinoise, va mettre à mal les économies pétrolières comme l'Algérie, l'Iran et l'Arabie saoudite puis la Russie, le Chili et le Pérou. Pour rappel, la Chine

absorbe la moitié de la production de métaux industriels et 10 % de la production de pétrole. Le problème de ces économies n'est pas l'insertion dans les chaînes de valeurs, mais leur propre spécialisation productive. Dans un autre registre, la France est productrice de services de tourisme – 7 % de son PIB – tout comme le Portugal et l'Espagne – 12 % de leur PIB – ces pays souffriront de ce qu'ils sont dépendants de la capacité et volonté d'achats des autres.

La crise sanitaire a fait apparaître des pénuries de matériel médical voire de médicaments. Par exemple, la pénurie de masques de chirurgie a conduit l'Allemagne, la Russie, Taiwan et la Thaïlande à restreindre les exportations de masques. La Chine, productrice de la moitié des masques, n'a pas mis en place de restrictions[4].

Même si ses exportations ont ralenti *de facto* par la croissance de la demande domestique, sa production a fortement augmenté pour répondre à la forte demande. Être acheteur de médicaments en provenance de Chine n'est donc a priori pas un problème tant qu'on a les moyens de les payer et eux de les vendre.

La crise du coronavirus perturbe toutes les lois du commerce, tout comme les

interactions sociales. Et donc, on pourrait manquer de médicaments, non pas que les Chinois ne veuillent les vendre ou les produire, mais du fait de l'incapacité de commercer[\[5\]](#).

Historiquement, la dépendance économique a plutôt été du côté de ceux qui produisent plutôt que de ceux qui achètent. La crise du coronavirus renverse les perspectives en faisant apparaître les difficultés d'approvisionnement et donc des acheteurs, mais elle fait surtout apparaître la dualité du marché : celui qui offre est toujours, aussi, le demandeur d'un autre.

[\[1\]](#) Je remercie Raphaël Chiappini et Cyrielle Gaglio pour leurs remarques et réflexions autour de ce post.

[\[2\]](#) J'utilise les tables WIOT car elles couvrent un grand nombre de pays (44 dont l'UE) et désagrègent l'économie en 56 secteurs. Le calcul se concentre sur les 50 secteurs de l'économie marchande. Voir pour la méthode des calculs, Guillou (2020), *French Input-output Tables and foreign inputs dependency*. Les données ne sont pas des plus récentes (2014), mais c'est moins la valeur des coefficients qui importe que la structure de la dépendance que les tables révèlent.

[\[3\]](#) Il vient à l'esprit

immédiatement que la cybersécurité sera le pendant de la sécurité sanitaire.

[4] *The Economist*, 7 mars 2020, page 19, « New world curriculum ».

[5] Cela est le cas tant que la production n'est pas elle-même rationnée par la disponibilité des facteurs de production ou des contraintes d'exportation.

[5] Cela est le cas tant que la production n'est pas elle-même rationnée par la disponibilité des facteurs de production ou des contraintes d'exportation.

Généalogie des 12 milliards d'euros de déficit du système de retraite à combler en 2027

[Gilles Le Garrec](#) et [Vincent Touzé](#)

Jusqu'à présent la réforme des retraites avait plutôt bien résisté aux mouvements de contestation, mais crise sanitaire oblige, le président Macron a décidé de la suspendre. Le projet de loi adopté à l'Assemblée nationale devait être présenté prochainement au Sénat. Fin avril, la conférence de financement devait aussi fournir les conclusions de ses travaux pour trouver des solutions afin de combler le manque

de financement de 12 milliards en 2027. Cet article propose de revenir sur la généalogie de ce chiffrage.

Comme annoncé dans son programme présidentiel de 2017, le Président Macron a décidé de refonder le contrat social en instaurant dès 2025 un nouveau système de retraite universel (SUR) dont la règle simple « chaque euro cotisé doit donner les mêmes droits » serait garante d'une plus grande justice. Avec un système actuel très complexe, composé de 42 régimes et autant de règles de calcul des droits, cette proposition de réforme systémique a d'abord reçu un accueil plutôt favorable, et notamment le soutien des syndicats réformistes comme la CFDT et son leader Laurent Berger. Même si l'on sait qu'une réforme des retraites est toujours difficile à faire accepter en France, l'instauration du SUR se présentait sous les meilleurs auspices, comme semblaient le présager les consultations menées pour le gouvernement par le Haut-Commissaire Jean-Paul Delevoye. En parallèle à ces consultations, le président de la République et le gouvernement ont rappelé à plusieurs reprises qu'une telle réforme nécessitait que le système soit à l'équilibre financier lors de la mise en place du SUR, c'est-à-dire en 2025.

Compte

tenu des nombreuses réformes passées, on aurait pu croire que le problème de solvabilité du système de retraite avait été résolu à moyen terme. Le graphique 1 reproduit la prédiction pour l'année 2025 telle qu'elle a pu être estimée par le COR entre novembre 2007 et novembre 2019. En 2007, la perspective d'un équilibre financier semblait éloignée avec un déficit anticipé de 2,3 % du PIB. À la suite des réformes Woerth en 2010 (recul de l'âge de la retraite de 60 à 62 ans, rapprochement des régimes de la fonction publique et les régimes spéciaux du Régime général) et Touraine en 2014 (augmentation de la durée de cotisation requise), ce déficit anticipé a été considérablement réduit, puisqu'en juin 2016, le COR prédisait l'équilibre financier pour 2025. Pourtant dès juin 2017, la révision des hypothèses démographiques, macro-économiques et de croissance de la masse salariale publique – certainement trop optimistes – ont fait réapparaître un déficit structurel de moyen terme pour l'année 2025.

Afin

de clarifier la situation financière, le premier ministre Edouard Philippe a commandé au COR une étude prospective spécifique sur la période 2020-2030. Publiée en novembre 2019, cette dernière présente une évaluation des besoins financiers du système de retraite selon quatre contextes d'évolution de la productivité (taux de croissance compris entre 1 et 1,8 %) et selon trois

« conventions comptables ». Dans tous les cas de figure, l'équilibre financier n'est pas garanti. À l'aune de ce déficit prévisible, le gouvernement avait initialement décidé d'instaurer, dans son projet de loi, un âge minimum de taux plein (ou âge pivot) dès 2022 qui basculerait progressivement de 62 à 64 ans en 2027 et en deçà duquel un individu ne pouvait pas obtenir une pension à taux plein (article 56bis). Face à la montée de bouclier contre cet âge pivot et le risque de perdre ses principaux soutiens, le gouvernement a accepté la proposition de Laurent Berger de mettre en place une « conférence de financement » dont la mission est de proposer des financements alternatifs à la condition que ces derniers permettent d'atteindre un montant de 12 milliards d'euros en 2027 (et 10 milliards en 2025).

Mais d'où proviennent ces 12 milliards ?

La dernière étude du COR ne donne pas une mesure unique du déficit en 2027 mais douze mesures comprises entre 8,9 et 21,5 milliards d'euros. L'évaluation du COR est assez peu sensible à l'hypothèse de croissance de la productivité en raison de la faiblesse de l'horizon de simulation. De ce fait, pour ne pas accumuler les chiffres redondants, est présentée, dans le graphique 2, la valeur

moyenne des quatre scénarios de productivité pour chaque année pendant la période 2020-2030. En revanche, le déficit estimé se montre très variable selon la convention comptable employée.

Mais

pourquoi donc utiliser trois conventions ? Le COR a pour mission de

réaliser un exercice de prospective à législation inchangée.

Si pour certains

régimes de retraite, la notion de législation inchangée est simple (règles

de calcul et taux de cotisation inchangés), pour l'État, cette notion peut

présenter deux acceptations en ce qui concerne le taux de cotisation. Une première

acceptation du concept de législation constante est celle d'obligation pour l'État

d'équilibrer ses régimes de retraite en sa qualité d'employeur. Dans ce cas, la

contribution employeur doit toujours garantir un « Equilibre permanent des

régimes » (EPR) gérés par l'État (fonction publique d'État et régimes

spéciaux). Selon cette convention, le déficit serait alors d'environ 13,6

milliards en 2027. La seconde convention suppose un taux de cotisation constant

(TCC). Une telle mesure permet alors d'évaluer l'importance du déficit financier

du système de retraite lorsque l'État ne recourt pas à une hausse systématique

de sa contribution en tant qu'employeur, ce que ne peuvent pas faire les

autres régimes de retraite. Selon cette convention, le déficit serait d'environ

20,5 milliards en 2027.

Le

COR propose également une troisième convention comptable : l'Effort de l'État constant (EEC). Cette mesure est intéressante car elle fournit une notion de taux de financement macroéconomique de l'État constant. Par le passé, les différentes mesures prises par les gouvernements pour contenir la dépense publique ont notamment visé à ralentir la hausse du nombre d'emplois publics ainsi qu'à geler la valeur du point d'indice du traitement des fonctionnaires, politique salariale qui a aussi pour effet de baisser le montant de leur pension. Il en découle que sur la période 2020-2030, la masse des pensions versées par l'État progresse moins vite que le PIB. Cette convention donne ainsi une évaluation élargie d'une disponibilité budgétaire potentielle à taux de dépense constant de l'État. Selon cette convention, le déficit pourrait être réduit à environ 10 milliards d'euros.

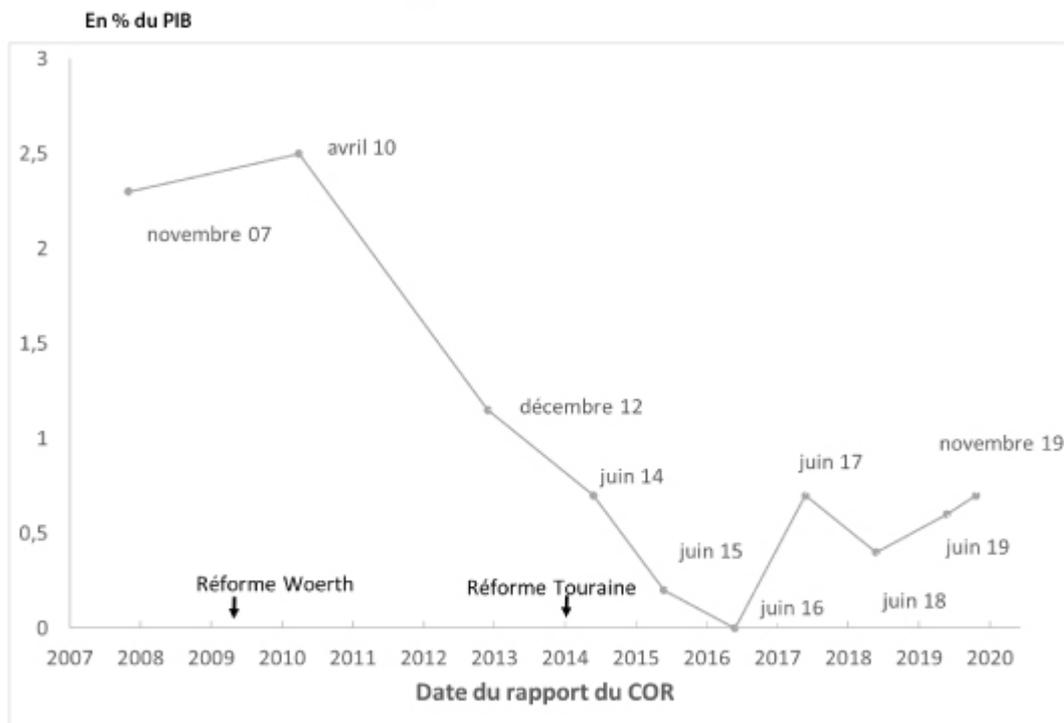
Le

secrétaire d'État aux retraites Laurent Pietraszewski (voir <https://www.franceculture.fr/emissions/la-bulle-economique/retraite-a-point-le-point-sur-les-chiffres>) a expliqué, le 18 janvier dernier, que le gouvernement a fixé un objectif financier intermédiaire entre les scénarios EEC et EPR. Le Premier ministre a ainsi exigé que la « conférence de financement » aboutisse à une solution permettant un

financement à hauteur de 12 milliards d'euros en 2027 (et 10 milliards en 2025), montant qui correspond également à ce que rapporterait un âge minimum de taux plein de 64 ans. L'État s'engage donc à aller au-delà de ses seules obligations d'équilibrer ses régimes publics. Implicitement, cela signifie aussi qu'il apporte un soutien financier, partiel et de l'ordre de 2 milliards d'euros, à des régimes déficitaires des travailleurs du secteur privé, en l'occurrence principalement le Fonds de solidarité vieillesse (5 milliards de déficit), la CNAV (1,5 milliard) ainsi qu'au régime des agents territoriaux et de la fonction publique hospitalière (CNRACL) déficitaire d'environ 5,4 milliards d'euros en 2027.

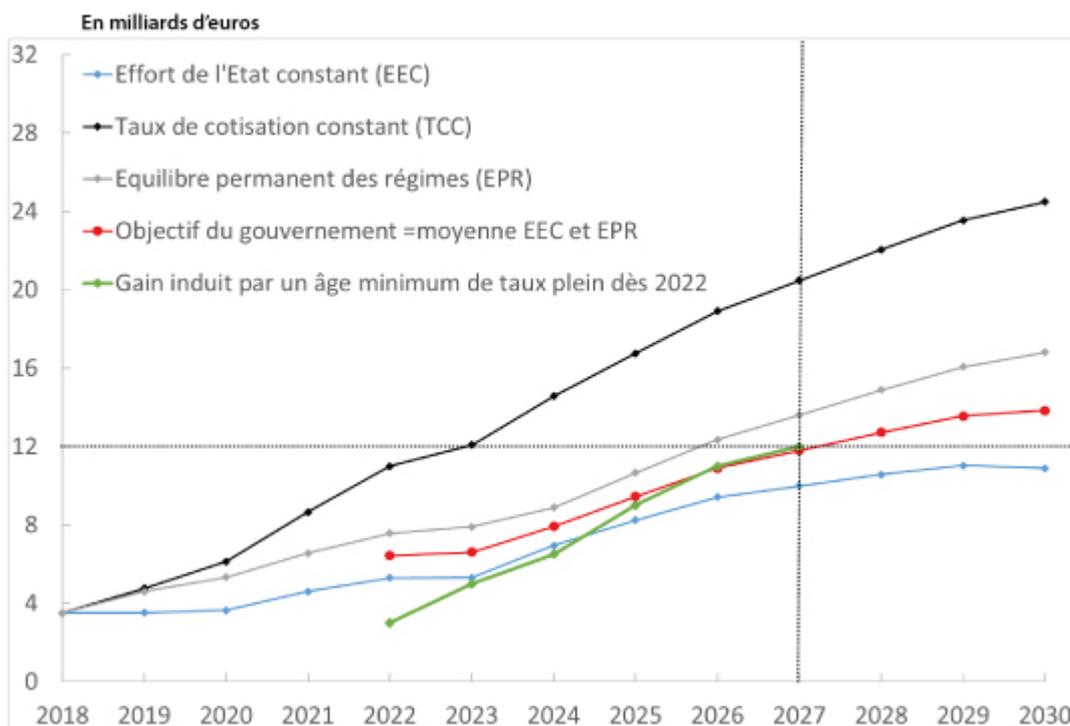
Lors de son allocution du lundi 16 mars 2020, le Président de la République a annoncé que la crise induite par l'épidémie de coronavirus nécessitait de suspendre la réforme des retraites. Ce texte devait être prochainement discuté devant le Sénat tandis que la conférence de financement devait faire connaître ses conclusions fin avril. Dans la foulée de la déclaration présidentielle, la conférence de financement a annoncé qu'elle suspendait dès-à-présent ses travaux. Une question centrale est désormais posée : quel pourrait être l'impact économique, social et financier à moyen terme de la crise sanitaire et de la mise à l'arrêt d'une partie du secteur productif ? Même si les estimations du COR soulignent l'impact limité des hypothèses de productivité sur le déficit à moyen terme, on peut se demander si l'estimation de 12 milliards à combler en 2027 reste pertinente dans ces conditions.

Graphique 1. Prédications de déficit du système de retraite par le COR pour l'année 2025



Sources : rapports du COR de 2007 à 2019 ; convention « Taux de cotisation constant » ; scénario de taux chômage de long-terme de 7 % et un taux de croissance de la productivité de 1,5 %, pour les rapports de novembre 2007 et avril 2010, puis de 1,3 % pour les rapports suivants.

Graphique 2. Prédiction du déficit du système de retraite à l'horizon 2030



Sources : COR (2019), Perspectives des retraites en France à l'horizon 2030, novembre (moyenne des scénarios de productivité avec un taux de chômage de 7 % à long terme), annonces gouvernementales et calculs des auteurs.

Pourquoi la Fed n'a-t-elle pas réussi à rassurer les marchés ?

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

Face au risque croissant d'un fort [coût économique](#) de l'épidémie de coronavirus, la Réserve fédérale a décidé, le 3 mars, de baisser son taux directeur d'un demi-point. Cette décision a été prise lors d'une réunion extraordinaire du Comité de politique monétaire (FOMC). Au-delà de l'effet escompté sur les conditions de financement, la décision de la banque centrale envoie aux marchés le signal de sa détermination à mettre en œuvre tous les moyens dont elle dispose pour amortir la baisse prévisible de la croissance américaine. La Réserve fédérale espérait également sans doute calmer la tempête boursière ; l'indice Dow Jones ayant baissé de 13 % la semaine précédant la décision. Sous l'hypothèse que le prix des actifs financiers cotés reflète toute l'information disponible, la variation de l'indice Dow Jones, à la suite de l'annonce de la Réserve fédérale, nous renseigne sur l'interprétation que les marchés ont faite de cette annonce de baisse des taux.

En théorie, une baisse non anticipée par les marchés des taux d'intérêts devrait se traduire par une hausse des cours boursiers. En effet, des taux plus bas augmentent la valeur actualisée des flux de revenus futurs – dividendes –, ce qui accroît la valeur fondamentale des actions. Puisque la réunion

du 3 mars n'était pas inscrite au planning des réunions de 2020, la décision prise par le FOMC était forcément non anticipée par les marchés[1].

De nombreuses analyses – qualifiées d'études d'événement – s'appuient sur l'information contenue dans l'évolution des prix de différents actifs après les annonces des banques centrales pour en déduire l'impact de la politique monétaire. L'information que l'on peut tirer de ces variations de prix est d'autant plus pertinente qu'il n'y a pas d'autres annonces économiques simultanément aux décisions de politique monétaire. Cette hypothèse est d'autant plus crédible que la fenêtre dans laquelle sont observées les fluctuations de prix est étroite[2]. Ainsi, sur la base d'une fenêtre de 30 minutes (allant de 10 minutes avant l'annonce à 20 minutes après) autour de l'annonce du 3 mars, on observe que l'indice Dow Jones a progressé de 0,4 % (graphique). Cette hausse fut néanmoins temporaire et l'indice est ensuite rapidement reparti à la baisse, si bien qu'en fin de séance le Dow Jones clôturait à un niveau inférieur à son cours d'ouverture (-3,2%). Bien que l'on ne puisse pas observer quelle aurait été l'évolution de l'indice sans cette décision, force est de constater que la Réserve fédérale n'est pas parvenue à atténuer la panique boursière.

Peut-on en déduire que la baisse du Dow Jones suggère que la politique monétaire serait inefficace pour enrayer le ralentissement ? Une interprétation est que les investisseurs ont fait une autre lecture de la décision de la Réserve fédérale. En convoquant une réunion d'urgence et en précipitant la décision de baisser son taux directeur, le FOMC envoie le signal que la situation économique est plus préoccupante que ce qu'anticipaient les marchés. [Nakamura et Steinsson](#) (2018) ont récemment mis en évidence ce canal de transmission à propos des décisions de politique monétaire de la Réserve fédérale[3]. Ainsi, les annonces des banques centrales informent les investisseurs sur l'orientation future

de la politique monétaire et révèle aussi des signaux sur l'état de l'économie tel que perçu par la banque centrale [4]. Or si la baisse des taux conduit bien à faire monter le prix des actions, la dégradation de la situation macroéconomique réduit les perspectives de revenus futurs et donc leur prix. A la suite de la réunion du 3 mars, il semble donc que ce soit le deuxième effet qui ait finalement dominé. Il ne faut cependant pas en conclure que la baisse des taux est inutile car quelle que soit la réaction des marchés, les conditions de financement de l'économie ont bien été assouplies.

Les regards se portent maintenant sur l'annonce de la BCE qui aura lieu ce jeudi 12 mars. Cette réunion étant prévue de longue date et les conséquences économiques du coronavirus apparaissant de plus en plus évidentes, la réaction des marchés financiers devrait cette fois être davantage liée aux mesures qui seront prises.

Graphique. Évolution du Dow Jones durant la journée du mardi 3 mars 2020



[1] Notons cependant que les marchés avaient sans doute anticipé que la Réserve fédérale allait baisser son taux directeur lors de la réunion planifiée du 18-19 mars.

[2] Voir [Gürkaynak, R. et J. Wright](#) (2013). "Identification and inference using event studies", *The Manchester School*, 81, 48-65.

[3] "High-frequency identification of monetary non-neutrality: the information effect." *The Quarterly Journal of Economics*, 133(3), 1283-1330.

[4] Précisons qu'il ne s'agit pas ici de faire l'hypothèse que la Fed dispose de plus d'information ou d'une meilleure information, mais seulement que ses actions et annonces révèlent ou confirment quelles informations entrent dans sa fonction de réaction.

L'économie au temps du COVID-19

par [Xavier Timbeau](#)

Peut-on faire du calcul économique face à une crise sanitaire ? Poser la question semble obliger à répondre non. Pourtant, nous allons nous livrer à cet exercice morbide, espérant y trouver quelques éléments utiles à la réflexion pour les décisions difficiles à prendre

dans les
prochains jours.

Les épisodes passés analysés après le SARS-Cov de 2003

La première question est de savoir quelles peuvent être les conséquences économiques d'un scénario de pandémie grave (c'est-à-dire comparable à la grippe espagnole de 1918). Quelques études nous renseignent sur ce point. [McKibbin et Fernando ont mis à jour des travaux de simulations macroéconomiques réalisés après l'épisode du SARS-Cov en 2003](#), repris dans un [ebook publié par VoxEU](#) très récemment et étoffé d'autres analyses économiques.

L'objectif de ces travaux était de quantifier l'impact économique d'une pandémie. Les résultats sont impressionnants. Appliqué au COVID-19, l'impact dépend des scénarios de morbidité (nombre de personnes en incapacité pendant quelques semaines à la suite de la maladie), de mortalité (nombre de décès) et d'extension de la pandémie. Il pourrait atteindre jusqu'à presque -10 points de PIB mondial suivant les scénarios.

Le scénario le pire est celui d'une pandémie globale d'ampleur comparable à la grippe espagnole de 1918 induisant le décès de 22 millions de personnes. Aucun pays n'y échappe, même si l'effet n'est pas le même suivant le niveau de développement ou suivant l'efficacité du système de

soins. Ces chiffres rejoignent d'autres études, suscitées par les craintes au moment de l'épidémie de SARS-Cov en 2003, qui analysaient l'impact possible d'un scénario « grippe espagnole » et qui le transposaient de 1918 à nos jours. Là encore, dans le pire des cas, c'est-à-dire ceux dans lesquels une grande part de la population mondiale est infectée conduisent à des effets de cet ordre de grandeur. [Le Congress Budget Office avait ainsi estimé en 2005 une perte d'activité annuelle de l'ordre de 5 points de PIB](#), la [Banque mondiale avait un diagnostic proche](#), publié en 2006. D'autres études peuvent conclure à des conséquences moins graves (en particulier le travail de [James et Sargent de 2007](#)). Les différences principales tiennent aux scénarios sanitaires retenus et en particulier la morbidité et la mortalité. Ces scénarios eux-mêmes reposent sur des appréciations différentes selon les modes de transmission des pandémies entre 1918 et aujourd'hui. On peut retenir que dans le cas d'une pandémie globale grave, les impacts sur le PIB la première année se situent dans une fourchette allant de -1 point de PIB à près de -10 points de PIB, puis nuls à moyen terme. L'analyse d'autres scénarios de pandémies comme la grippe dite asiatique de 1957 ou celle dite de Hong Kong de 1968, d'extension et de gravité moindres entre dans ce cadre.

2 canaux : l'absentéisme

et la rupture des interactions sociales

Il y a deux canaux principaux. Le premier est un choc d'offre, déclenché par les absences au travail et la perturbation des chaînes de production. Tous les secteurs ne connaissent pas les mêmes impacts mais les interdépendances entre secteurs diffusent les effets à toute l'économie, soit par des ruptures de quantité ou par des effets de prix à la suite des pénuries.

Le second est un canal de demande, touchant les secteurs économiques où les interactions sociales sont déterminantes. Les mesures de confinement délibérées et décidées par les pouvoirs publics : comme en Chine au début de l'épidémie ou en Italie très récemment) se combinent avec des mesures d'auto-confinement (on ne va plus faire du tourisme dans des zones infectées, on ne va plus dans des lieux publics – cinéma, théâtre, restaurant, transport. Les secteurs les plus touchés sont ainsi tous ceux qui procèdent du tourisme (qu'il soit privé ou professionnel, interne à un pays ou de clients étrangers), des services à la personne ou encore de certains achats qui seront reportés, particulièrement dans le secteur manufacturier. Les impacts à court terme peuvent être différents selon les secteurs : les baisses d'activité de certains secteurs pourront être compensées demain (les achats de biens durables) alors que certaines pertes d'activité sont irrécupérables (les spectacles annulés ne feront pas

plus d'entrées après la crise sanitaire). De nombreuses entreprises, y compris de grande taille, peuvent être acculées à la faillite, ce qui supposerait de longues années pour reconstruire les capacités, surtout si des politiques différentes selon les pays conduisent à des relocalisations d'activité.

On peut imaginer également des effets cliquets, l'expérience de la privation pouvant se prolonger au-delà de la crise sanitaire ; mais généralement, on estime que les effets de la pandémie s'estompent assez rapidement une fois passée la crise sanitaire, c'est-à-dire au bout d'une dizaine de semaines.

On ajoute parfois des effets d'incertitude ou liés aux paniques financières. Cependant, une crise sanitaire a une date de fin assez prévisible. Son ampleur peut être plus ou moins grande, mais ce n'est pas tant l'incertitude que les réponses de politiques publiques qui comptent.

Les réponses sanitaires sont déterminantes quant à la gravité de la pandémie

La réponse de politique sanitaire est déterminante pour limiter la gravité de la pandémie. Seule une fraction des cas donne lieu à des situations critiques (estimé autour de 20% dans le cas du COVID-19 par l'OMS) qui nécessitent des soins particuliers. Une fraction de cette fraction nécessite des soins critiques (ou soins intensifs). Le renforcement des

hôpitaux, en concentrant les centres de soins intensifs sur les cas les plus graves et en reportant les demandes de soins plus ordinaires sur d'autres structures, la concentration des moyens sur les infrastructures de soins, le report des activités sanitaires non urgentes, le renforcement des moyens des hôpitaux, y compris la rémunération des personnels soignants sont autant d'éléments essentiels.

Mais, parce qu'il contribue à limiter l'engorgement des centres de soins en brisant les chaînes de contamination et en ralentissant la cinétique de la pandémie, le confinement de la population est déterminant dans le bilan sanitaire. Ainsi, [deux analyses conduites en comparant les différentes villes américaines pendant la grippe espagnole de 1918](#) montrent que les stratégies de confinement ont un rôle essentiel pour limiter la mortalité pendant la pandémie. Ayant adopté des politiques de confinement plus ou moins restrictives et surtout plus ou moins précoces, les villes ont eu des conséquences très différentes en termes de mortalité. Les politiques de confinement les plus restrictives auraient diminué de moitié la mortalité. D'autres analyses corroborent ces éléments. Par exemple [cette analyse de la fermeture des écoles en cas d'épidémie aux États-Unis](#) estime une réduction de 40% du flux de malades au pic. Sur la base d'un

modèle à agents, calibré sur des scénarios de pandémie observés, [Laura Fumanelli et ses co-auteurs](#) concluent qu'une politique de fermeture des écoles pendant deux semaines peut réduire jusqu'à 50% l'engorgement du système de santé au pic. Une conséquence de ce confinement est l'absentéisme du personnel de santé, mais cet effet ne suffit pas à contrebalancer le soulagement apporté en cas de pandémie étendue.

Le coût économique du confinement est important. La fermeture des écoles par exemple accroît l'absentéisme des parents. Pour les États-Unis ou le Royaume-Uni ([d'après cette étude par exemple](#)) 4 semaines de fermeture des écoles coûtent entre 0,1 et 0,3 point de PIB. Mais on peut ajouter à ces chiffres, le signal envoyé à la population et aux touristes étrangers qui aura un impact sur l'absentéisme des non parents et sur la demande des secteurs à interaction sociale. Dans un scénario de confinement généralisé, proche de celui imposé en Chine au début de l'épidémie de COVID-19 ou encore récemment mis en place en Italie, dont les effets se feraient sentir sur 12 semaines, on aurait un impact comparable à celui d'une pandémie à forte morbidité – bien qu'avec une morbidité plus faible. La conséquence économique pourrait être jusqu'à 5 points de PIB perdus sur une année.

Quels coûts du

confinement pour quels bénéfices ?

Les incertitudes qui entourent les scénarios indiquent la difficulté des choix de politique publique. Il est presque impossible d'anticiper l'ampleur de la pandémie. Il est encore possible que la pandémie s'arrête rapidement comme l'épidémie de SARS en 2003. Elle peut aussi s'étendre et être particulièrement létale. Les analyses des épidémiologistes sont cruciales pour réduire les possibles et donner des probabilités aux différents scénarios, mais en l'état les fourchettes d'évaluation sont considérables.

Le gouvernement britannique est un des rares à avoir communiqué un « scénario du pire », qui n'est pas une prévision mais sert à qualifier l'urgence de la situation. Il estime que dans le pire des cas (par la voix de son [gouvernement's chief Medical Adviser](#)) 80% de la population pourrait être infectée, que 20% de la population britannique pourrait être absente de son travail à un moment ou un autre, ce qui suggère une pandémie à large échelle, en se basant sur 1% de taux de mortalité sur les cas graves et jusqu'à 100 000 victimes (voir aussi [cette évaluation citée dans le guide du gouvernement britannique à propos du COVID-19](#)).

Ce scénario du pire raisonnable (le gouvernement britannique parle de *Reasonable Worst Case* – RWC) n'est pas le pire que l'on puisse imaginer.

Or si le confinement strict et précoce aurait des

conséquences économiques presque sûres, il pourrait largement réduire la mortalité liée à la pandémie. Dans un scénario à mortalité élevée, disons 200 000 décès pour la France et donc au-delà du raisonnable selon le gouvernement britannique, en se basant sur une réduction de la mortalité de 50% grâce aux mesures de confinement, de l'ordre d'un mois de fermeture des écoles et une réduction pendant 12 semaines de nombreuses interactions sociales, ce sont 100 000 décès qui pourraient être évités en France.

D'après [le rapport « Eléments pour une révision de la vie humaine » d'E. Quinet de 2013](#), la valeur statistique de la vie humaine à utiliser dans les analyses coûts-bénéfices conduite par l'administration française est de 3 millions d'euros. S'il évite 100 000 morts, le confinement aurait une valeur implicite de 300 milliards d'euros, soit 12,5% du PIB. Le coût de ces mesures de confinement, 5% du PIB pour un confinement strict, serait donc inférieur. Le pire n'est pas sûr, mais dans ce scénario extrême, la perte économique, facilement socialisable, serait inférieure aux coûts humains.

Le rapport Quinet de 2013 ne recommande pas un chiffrage en années de vie parce que la notion de valeur statistique de la vie ne se réduit pas à la somme des années de vie espérées et elle ne doit pas se différencier selon les individus – c'est le sens du mot statistique et cela garantit une égalité des citoyens face aux analyses coûts-bénéfices et aux décisions

qui en découlent. Cependant, dans certains cas – en particulier si les effets sont très différenciés selon les âges – le rapport Quinet évoque la possibilité de retenir une valeur de l'année-vie statistique de 150 000 euros. En se risquant sur le terrain glissant qui appliquerait cette valeur au profil des morts par cas par âge (estimé par exemple [ici](#)), on diviserait par environ 3 l'estimation de coût en valeur statistique des vies humaines.

Pourquoi l'inflation européenne est-elle si faible ?

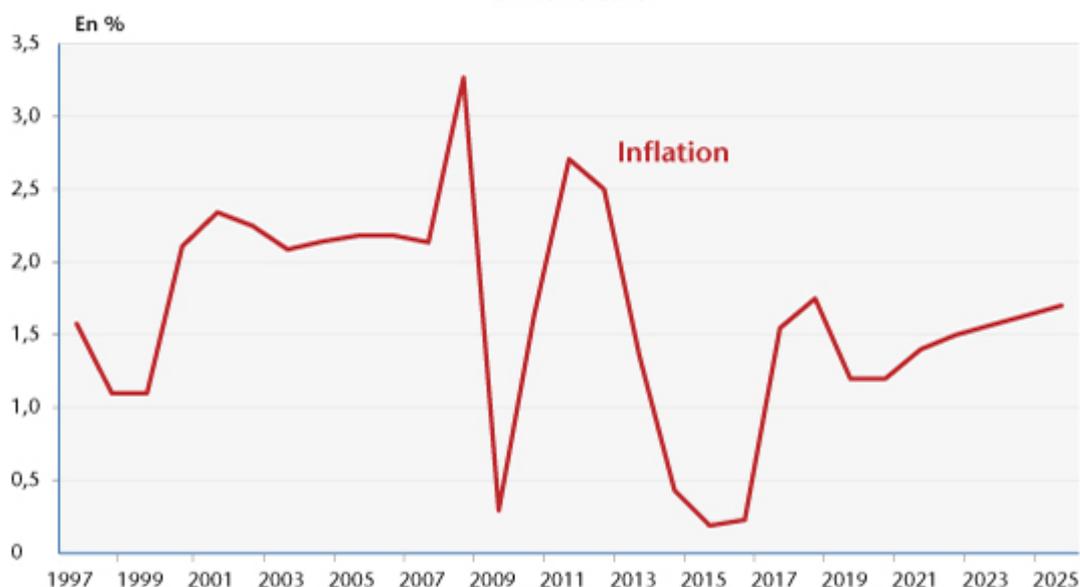
par [Stéphane Auray](#) et [Edouard Challe](#)

En septembre 2019, la Banque centrale européenne (BCE) annonçait une relance de ses politiques « non conventionnelles », incluant, en sus de l'assouplissement quantitatif (*quantitative easing*) et des opérations ciblées de refinancement à long terme (*targeted long-term refinancing operations*, TLTRO), une baisse du taux des facilités de dépôts [\[1\]](#) avec une tranche de monnaie de réserve exonérée des taux négatifs de manière à limiter le coût des réserves pour les banques. Ce nouveau round de politiques accommodantes s'imposait en raison du contexte macroéconomique, marqué par un ralentissement de l'activité en zone euro et un décrochage de l'inflation.

Au début des années 2000, le taux d'inflation oscille autour

de 2% et ne connaît que de légères fluctuations jusqu'à 2007 où il atteint son maximum d'avant-crise (voir le graphique 1). Il s'effondre ensuite pendant la « Grande Récession » (2008-2009) puis la crise des dettes souveraines (2011-2013). À ce jour, le taux d'inflation de la zone euro est toujours inférieur à celui d'avant 2008. Au total, entre 1999 (l'année de création de l'euro) et 2019, l'inflation moyenne en zone euro aura été relativement faible (1,7% en moyenne), et tout particulièrement depuis 2009 (1,3% en moyenne). Autrement dit, la BCE ne semble pas avoir atteint son objectif, explicité dès 2003, d'un taux d'inflation des prix à la consommation « inférieur à, mais proche de, 2 % ». Pourquoi cela ?

Graphique 1. Évolution de l'indice harmonisé des prix à la consommation en zone euro



Sources : Eurostat (1997-2019) et ECB Survey of Professional Forecasters (2020-2025).

D'après la théorie économique, la faiblesse de l'inflation reflète celle des coûts de production, et donc de la demande agrégée : un niveau de demande faible se traduit par une moindre tension sur les facteurs de production (travail, capital, énergie, matières premières, ...) et donc, toutes choses égales par ailleurs, une moindre croissance de leurs prix. La pression concurrentielle conduit alors les

entreprises à répercuter ces faibles coûts sur leurs prix de vente, ce qui engendre une désinflation des prix. À l'inverse, une expansion économique engendre mécaniquement des tensions sur les facteurs de production et donc une hausse de leur coût, laquelle est répercutée sur les prix de vente des entreprises et fait monter le niveau général des prix. C'est la logique de la « courbe de Phillips », qui constitue l'un des blocs fondamentaux de la macroéconomie monétaire depuis les années 1960. Ainsi, lorsque la banque centrale perd le contrôle de l'inflation, c'est avant tout parce qu'elle a perdu le contrôle de la demande agrégée. De ce point de vue, les pressions déflationnistes en zone euro ne sont que le reflet de l'incapacité de la BCE à relancer suffisamment la demande.

Une explication alternative (et plausible) à la faiblesse de l'inflation est que la BCE parvient à stimuler la demande par ses politiques accommodantes, mais que la répercussion des variations de la demande sur les coûts de production, et donc en définitive sur le niveau général des prix et l'inflation, serait plus faible que par le passé – voire aurait complètement disparu. Selon les partisans de cette théorie, la « pente de la courbe de Phillips » serait devenue proche de zéro en zone euro, ce qui expliquerait la perte de contrôle de l'inflation par la BCE. S'il fait certes peu de doute que la pente de la courbe de Phillips

s'est réduite aux États-Unis [depuis les années 1980](#), des travaux empiriques récents conduisent néanmoins à nuancer le constat de la « mort » de la courbe de Phillips, tant aux [États-Unis](#) qu'en [zone euro](#). Une autre caractéristique de la courbe de Phillips, indépendante de sa pente, pourrait également expliquer la faiblesse de l'inflation européenne : on sait depuis la [conférence présidentielle](#) de Milton Friedman au congrès de 1967 de l'*American Economic Association* que la courbe de Phillips fait intervenir l'inflation *anticipée*, en sus des tensions sur les coûts de production, comme déterminant de l'inflation *réalisée*. Donc si l'inflation *anticipée* décroche de sa cible alors elle tire vers le bas l'inflation *réalisée*, indépendamment du niveau de la demande. Cette inquiétude est légitime mais elle soulève deux questions. Tout d'abord, les [prévisionnistes professionnels](#) régulièrement interrogés par la BCE prévoient une lente remontée de l'inflation à l'horizon 2025 ; le décrochage des anticipations d'inflation ne saute donc pas aux yeux. Ensuite, si la pente de la courbe de Phillips n'est pas nulle, l'effet d'un décrochage des anticipations d'inflation sur l'inflation *réalisée* devrait pouvoir être compensé par une relance suffisamment prononcée de la demande.

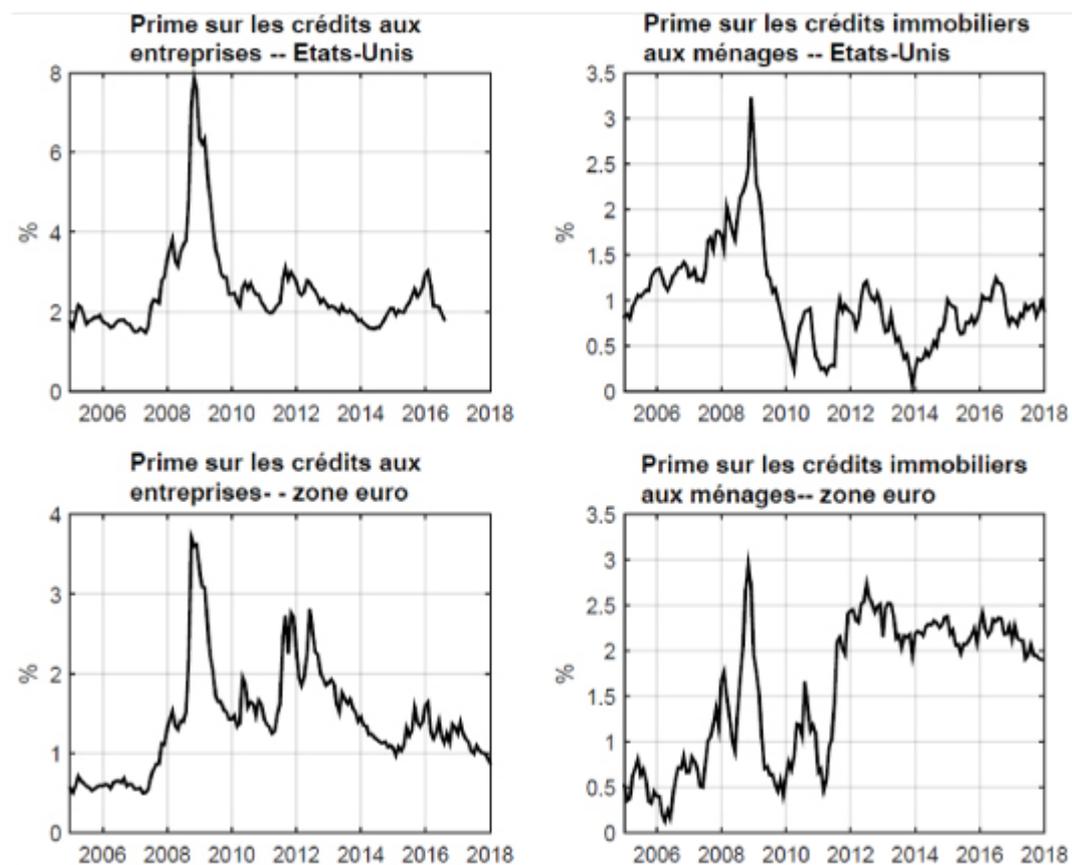
Enfin, indépendamment des discussions autour de la forme de la courbe de Phillips, certains

commentateurs avancent parfois des raisons « structurelles » aux pressions déflationnistes de la dernière décennie, plutôt que de l'attribuer à la faiblesse de la demande, ou à la moindre transmission des tensions sur la demande aux coûts. Selon cette théorie, la pression concurrentielle à laquelle sont soumises les entreprises se serait intensifiée, notamment en raison de l'ouverture au commerce international et des nouvelles technologies. Cette concurrence accrue forcerait les entreprises européennes (et mondiales) à comprimer leurs marges, ce qui exercerait une pression baissière permanente sur les prix. Ces mécanismes ne peuvent pourtant pas expliquer la faiblesse de l'inflation en zone euro. En effet, le prix de vente d'une entreprise est (tautologiquement) le coût unitaire de production multiplié par le facteur de marge. La pression concurrentielle peut certes faire baisser le facteur de marge, mais cela ne peut être que très progressif, et surtout *transitoire* puisque le facteur de marge ne peut tomber en dessous de 1 (sans quoi le prix de vente serait inférieur au coût unitaire de production et l'entreprise aurait intérêt à fermer). Enfin, et c'est là le plus important, cette baisse graduelle du facteur de marge devrait pouvoir être compensée par une variation du coût unitaire de production, dont on vient de voir qu'il dépendait de la demande agrégée. Ainsi, une banque centrale ciblant un certain niveau

d'inflation (ce qui est le cas de la BCE, ainsi que de la majorité des grandes banques centrales) devrait en principe pouvoir annuler tout effet de la baisse tendancielle des marges sur les prix en stimulant suffisamment la demande agrégée. Tout ceci nous ramène au point de départ : pour comprendre l'excès de déflation (ou du moins de désinflation) en zone euro, il nous faut comprendre pourquoi la demande agrégée y est trop faible, et pourquoi la BCE ne parvient pas à la relancer.

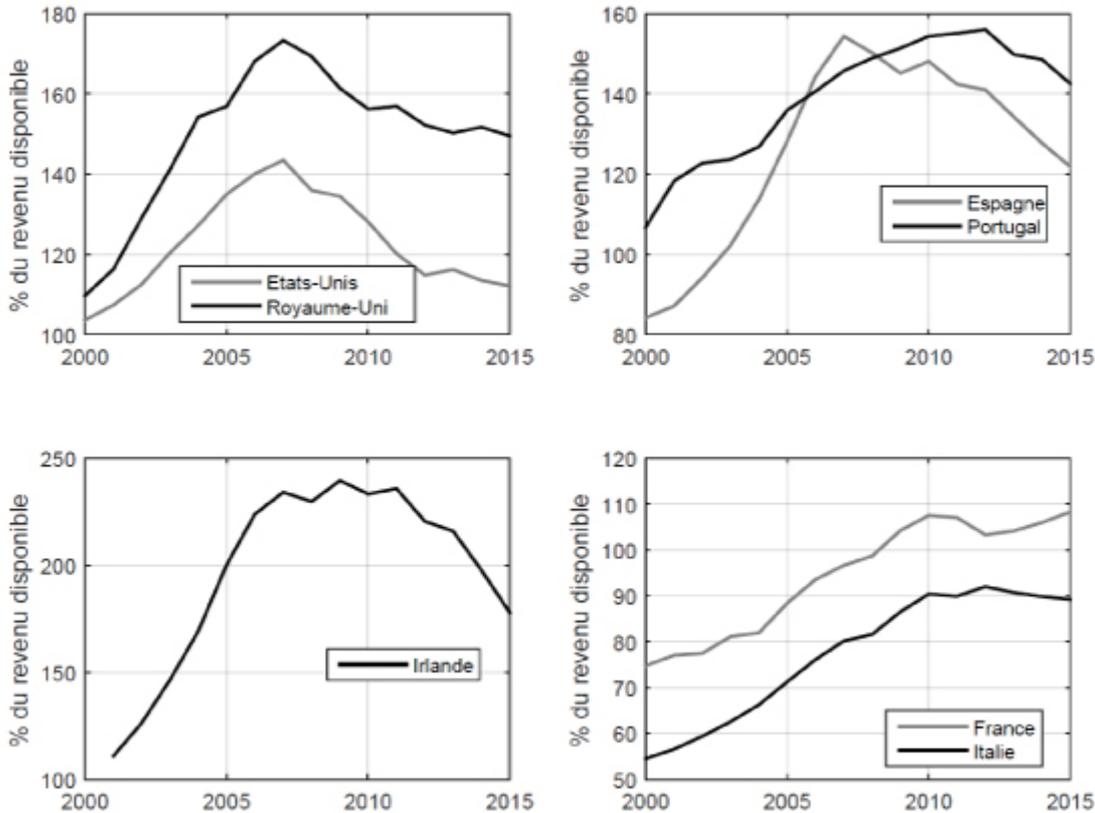
L'origine de la crise économique qui a frappé l'économie mondiale à partir de 2008 est aujourd'hui assez bien comprise. Au départ, un choc financier de grande ampleur a provoqué une explosion des primes de crédit (voir graphique 2), accompagnée, dans un certain nombre de pays, d'une phase de désendettement des ménages (graphique 3). La hausse des primes de crédit limite l'activité des emprunteurs risqués (ménages et entreprises), et le désendettement des ménages freine mécaniquement et durablement leur demande de consommation, tant en biens durables qu'en biens non durables. Par ailleurs, en zone euro, le choc initial de 2008-2009 a été prolongé par la [crise des dettes souveraines](#), laquelle a provoqué une retombée en récession à partir de 2011. Sans remèdes adéquats, les chocs de demande négatifs de ce type ont tendance à s'amplifier d'eux-mêmes car ils font augmenter le chômage, ce qui fait baisser le revenu, la demande de consommation, et ainsi de suite – selon la logique du fameux « multiplicateur keynésien ». Ce faisant, ces chocs entraînent une pression baissière durable sur la production et sur l'inflation.

Graphique 2. Primes de crédit sur les crédits aux entreprises et sur les crédits immobiliers aux ménages



Sources : Gilchrist and Zakrajsek (Credit Spreads and Business Cycle Fluctuations, American Economic Review, 2012), Gilchrist and Mojon (Credit Risk in the Euro Area, Economic Journal, 2018), Banque Centrale Européenne, Freddie Mac, Board of Governors of the Federal Reserve System, et calculs des auteurs.

Graphique 3. Endettement et désendettement des ménages



Source : OCDE.

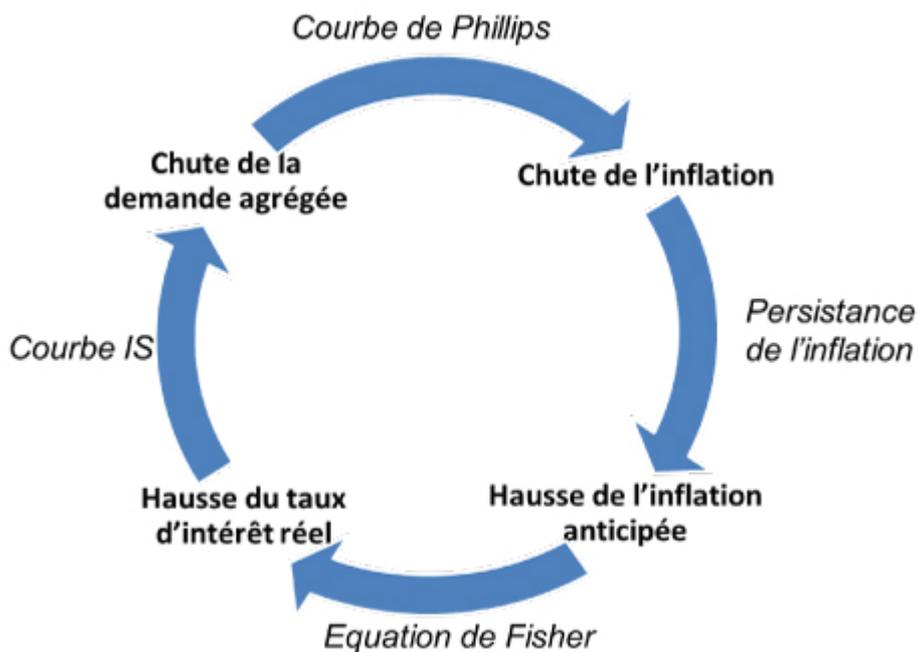
Selon la théorie (et la pratique) de la politique monétaire *conventionnelle*, il est à la fois souhaitable et possible de contrer efficacement de tels chocs de demande négatifs : il suffit que la banque centrale ajuste sa « posture » (*stance*) en penchant de manière suffisamment prononcée contre le vent de la déflation (en baissant ses taux directeurs, qui sont des taux d'intérêt nominaux à court terme). La banque centrale doit alors être suffisamment « réactive » : elle doit faire varier ses taux directeurs (qui sont des taux d'intérêt *nominaux*) plus de un pour un en réponse aux variations du taux d'inflation, de sorte que le taux d'intérêt *réel* (c'est-à-dire le taux d'intérêt nominal moins l'inflation) chute lorsque l'inflation baisse, et inversement. C'est seulement sous cette condition que la banque centrale peut stimuler la demande agrégée et donc relever le taux d'inflation à la suite d'un choc de demande négatif (et inversement comprimer la demande lorsque l'inflation est trop élevée). La BCE s'est précisément engagée dans cette politique conventionnelle au début de la crise, en baissant ses différents taux directeurs de plus de

300 points de base en moins d'un an à partir de l'été 2008 ; puis de nouveau à partir de 2009, pour finalement atteindre un taux de 0% sur les opérations principales de refinancement (et -0,5% sur les réserves excédentaires, hors exemption, depuis septembre dernier).

Une fois ce stade atteint, il devient risqué de s'engager en territoire négatif de manière encore plus agressive, notamment en baissant davantage le taux d'intérêt sur les réserves excédentaires, car les banques pourraient en principe massivement demander à la banque centrale la conversion de leur monnaie de réserve (qui est électronique et inscrite au compte de la banque auprès de la banque centrale) en billets de banques physiques, dont la rentabilité nominale est de... 0% ! Rappelons simplement ici qu'un billet ne change pas de valeur nominale au cours du temps. Ainsi, une fois atteinte la « borne zéro » sur les taux d'intérêt, la banque centrale devient « passive » et non plus active car ses taux d'intérêt directeurs (collés à zéro, ou à des valeurs proches de zéro) ne peuvent plus répondre de manière suffisamment prononcée aux variations de l'inflation autour de sa cible. Un cercle vicieux se met alors en place, qui tend à entretenir la faiblesse de la demande agrégée et de l'inflation (cf. graphique 4) : comme le taux d'intérêt nominal ne baisse plus suffisamment à la suite des pressions déflationnistes, celles-ci engendrent une hausse du taux d'intérêt réel (d'après la relation de Fisher), laquelle affaiblit encore plus la demande agrégée (selon logique de la courbe IS). La baisse de la demande *renforce* les pressions déflationnistes initiales (en raison de la courbe de Phillips), ce qui conduit les agents économiques à anticiper une inflation faible, élève encore davantage le taux d'intérêt réel, et ainsi de suite. C'est pourquoi il est si difficile de redresser l'inflation et ses anticipations dans cette configuration macroéconomique, qui est celle dans laquelle se débat la zone euro depuis déjà un certain nombre d'années. Si les différentes politiques non conventionnelles mises en œuvres par la BCE ont permis de

limiter la spirale déflationniste, elles n'ont pu totalement en éliminer les effets.

Graphique 4. La spirale déflationniste



Source : auteurs.

[i] La Banque centrale européenne a trois taux directeurs officiels : (i) le [taux sur la facilité de dépôt](#), auquel est rémunérée la monnaie de réserve excédentaire que les banques détiennent sur leur compte auprès de la banque centrale ; (ii) le [taux sur les opérations principales de refinancement](#), auquel se refinancent les banques, contre collatéral, à échéance d'une semaine; et (iii) le [taux d'intérêt sur les prêts marginaux](#), qui est le taux débiteur auquel les banques peuvent emprunter en urgence et au jour le jour auprès de la BCE.

Augmenter les cotisations retraites est-il sans effet sur l'emploi ?

par [Xavier Timbeau](#)

Dans [un post récent et éclairant sur le site de Médiapart](#), Clément Carbonnier, chercheur et enseignant en économie, discute des inégalités qui découleraient du nouveau système de retraite et de la difficulté à en anticiper l'ampleur. Analysant les pistes de financement pour les retraites, il déploie un argument choc : la hausse des taux de cotisations retraite n'aurait pas d'effet sur l'emploi. C'est un résultat fort puisqu'il implique que les efforts consentis pour abaisser le coût du travail, une demande ancienne et constante des employeurs, auraient été produits en vain. CICE (crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi), pacte de responsabilité, allègements généraux de cotisations sociales sont autant de dispositifs dont Clément Carbonnier suggère que seuls les volets bas salaires auraient produit des effets mais qui au total sont très peu efficaces pour l'emploi.

À la base de son argument, plusieurs autorités sont mobilisées. Des études réalisées par deux laboratoires, le TEPP[1] et le LIEPP[2], sous le pilotage de France Stratégie, concluent à des effets presque nuls sur l'emploi ([rapport du Comité de Suivi du CICE, 2017](#)). La divergence relative entre les résultats des deux équipes a été arbitrée par l'INSEE et exposée dans le [rapport 2018 du Comité de suivi du CICE](#). Les conclusions de ces études et de la synthèse de l'INSEE sont riches d'enseignements et procèdent d'une méthodologie maîtrisée, employée couramment dans l'évaluation des politiques publiques : l'évaluation *ex-post* en utilisant un groupe de bénéficiaires et un groupe de contrôle[3] et comparer le destin de ces deux groupes pour identifier l'effet de la réforme.

A quelques détails

près. Premièrement, le CICE n'a pas été mis en place en faisant en sorte qu'il y ait un groupe de bénéficiaires d'un côté et de l'autre un groupe témoin. Cela aurait été la configuration idéale (ou presque, voir infra) pour mesurer l'effet du CICE, si les deux groupes avaient été tirés au sort. On parle de *Randomized Controlled Trial* (RCT), largement appliqué en médecine et en pharmacologie. Cette méthode a valu le [prix en sciences économiques en mémoire à Alfred Nobel à Esther Duflo](#) pour ses applications

fructueuses à de nombreuses questions de politiques publiques, notamment dans le cadre de l'économie du développement[4].

Même lorsque les deux groupes sont tirés rigoureusement au sort, la méthode repose sur quelques hypothèses fortes puisqu'on n'observe jamais ce qui se serait passé pour le groupe des bénéficiaires en l'absence de politique. On l'infère à partir de ce qui se passe pour le groupe témoin, ce qui suppose qu'il n'y ait d'effet de la mesure que sur les individus (ou les entreprises) traités.

Pour pallier cette absence d'assignation aléatoire, on raisonne par ce qu'on appelle une expérience naturelle : le tirage au sort n'est pas intentionnel, mais le traitement a été pris de façon suffisamment diverse pour qu'on puisse reconstruire des groupes aléatoires. Par exemple, un médicament est interdit en dessous d'un certain âge et en séparant les individus juste au-dessus et juste au-dessous de cet âge limite, on peut espérer construire des groupes pseudo-aléatoires. Malheureusement pour le CICE (et c'est le deuxième point), cette approche est impossible : toutes les entreprises (soumise à l'impôt sur les sociétés) étaient éligibles au CICE et prendre comme groupe de contrôle les associations à but non lucratif ou les administrations publiques n'aurait aucun sens. Sans cette option, il faut

essayer de contourner l'obstacle.

La méthode d'évaluation *ex post* du CICE utilisée est une forme encore plus dégradée de la méthode d'indentification par RCT. Ne disposant ni d'un groupe de contrôle choisi aléatoirement, ni de la possibilité de le reconstruire à partir des observations, c'est l'intensité de traitement qui est employée pour mesurer les effets du CICE. Certaines entreprises reçoivent un montant de CICE plus élevé que d'autres et c'est sur la base de ces différences que l'on espère pouvoir identifier un effet du CICE. Si le CICE était un médicament et les entreprises des patients traités par ce médicament, on chercherait à mesurer les effets du médicament non pas en séparant d'un côté ceux qui ont pris le médicament et de l'autre ceux qui ne l'ont pas pris (en s'arrangeant pour que la décision de prise du médicament soit « aléatoire »), mais en différenciant ceux qui ont pris une dose de ceux qui en ont pris davantage. Cette approche ne peut fonctionner que si on est sûr que l'effet du traitement est proportionnel à la dose prise et c'est une hypothèse analogue qui a été retenue pour l'évaluation du CICE.

Cet empilement d'hypothèses affaiblit la capacité de la méthode à produire un résultat utilisable. Mais la première est centrale : il est difficile de penser que dans un environnement concurrentiel ce qui arrive à une entreprise n'a pas d'impact sur les autres [\[5\]](#).

Baisser les coûts d'une entreprise réduira l'activité chez ses concurrentes si elles ne bénéficient pas elles-mêmes de la même mesure ; Clément Carbonnier oublie un peu vite une [étude pourtant pas si ancienne de Pierre Cahuc et Stéphane Carcillo](#) sur une population très particulière qui concluait à un effet tellement massif des baisses de charges sur les bas salaires qu'il impliquerait un effet important pour un dispositif qui n'est pas concentré. Utilisant le dispositif « zéro charge » pour les entreprises de moins de 10 salariés, les auteurs montraient un très fort effet pour les entreprises juste en deçà de 10 salariés par rapport à celles juste au-dessus. L'effet exhibé est un effet différentiel, potentiellement différent de l'effet agrégé sur l'ensemble de la population des entreprises. Supposer que les entreprises sont comme des individus néglige les interactions entre les entreprises, essence même d'une économie de marché.

Toujours sous la houlette de France Stratégie, d'autres analyses ont été conduites [\[6\]](#), employant la même méthode – en cherchant à exploiter l'intensité de traitement au CICE pour en identifier les effets, mais sur des données de branche. Si l'on perd beaucoup d'observations, passant de plusieurs dizaines de milliers à quelques dizaines, et donc de puissance statistique, on gagne sur un plan : au lieu de considérer des « atomes » insaisissables

dont

la taille varie au gré du traitement et des interactions avec les

« atomes » concurrents, on peut considérer avec un peu plus d'assurance que les secteurs agrègent la plupart de ces dynamiques et sont un

objet d'étude plus robuste. Ces analyses concluent à un effet du CICE sur

l'emploi, significativement différent de 0. Le résultat n'est pas très précis,

mais il est probable que le changement dans le niveau d'observation suffise à améliorer

la capacité de la méthode à identifier un effet du CICE.

Toujours est-il que ne pas mesurer un effet ne veut pas dire que cet effet est inexistant. Considérer que l'absence de résultats tranchés à

des méthodes qui reposent sur des hypothèses qui sont intuitivement très loin

d'être satisfaites ressemble un peu à un jeune enfant qui se cache en fermant

les yeux : si je ne vois rien, personne ne me voit. Appuyer cette naïveté

déconcertante par des arguments d'autorité ne la rend pas plus convaincante,

bien au contraire.

Conclure ainsi de l'échec de la mesure des effets du CICE à

l'échec du CICE et de cet échec au fait qu'augmenter les cotisations retraites

n'aurait pas d'effet sur l'emploi ou toute autre variable d'intérêt est en opposition

avec une kyrielle d'analyses [\[7\]](#).

Argument d'autorité n'est pas autorité de l'argument.

[\[1\]](#)

Fédération de recherche CNRS « Travail, emploi et politiques publiques » (FR CNRS n° 3435).

[\[2\]](#)

Laboratoire interdisciplinaire d'évaluation des politiques publiques, Science Po Paris, à laquelle Clément Carbonnier est rattaché.

[\[3\]](#) Le groupe

de bénéficiaires reçoit la mesure (on parle de traitement) alors que le groupe de contrôle, dont les individus sont « proches » de ceux du groupe de bénéficiaires, ne reçoit pas la mesure (ou le traitement).

[\[4\]](#) Il y a

néanmoins des limites notables aux RCT (voir [ici](#)).

[\[5\]](#) Un autre

canal de « contagion » passe par le financement de la mesure. Si cette contagion par le financement n'est pas corrélée au traitement, elle n'empêche pas la mesure du traitement. Cette hypothèse s'ajoute aux autres.

[\[6\]](#) Par

l'OFCE, ces résultats seront publiés dans le rapport du Comité de suivi 2020.

[\[7\]](#)La

question de savoir ce qui se passe en cas de hausse de cotisations sociales de façon générale (dans la plupart des pays, la notion de cotisations sociales employeurs n'existe pas) est assez complexe (voir [Melguizo et Gonzalez-Paramo \(2012\)](#) pour une méta analyse, et les travaux récents de [Bozio, Breda,](#)

[Grenet \(2017\)](#) ou [Alvaredo, Breda, Roantree et Saez \(2017\)](#) pour un focus sur le cadre institutionnel français.