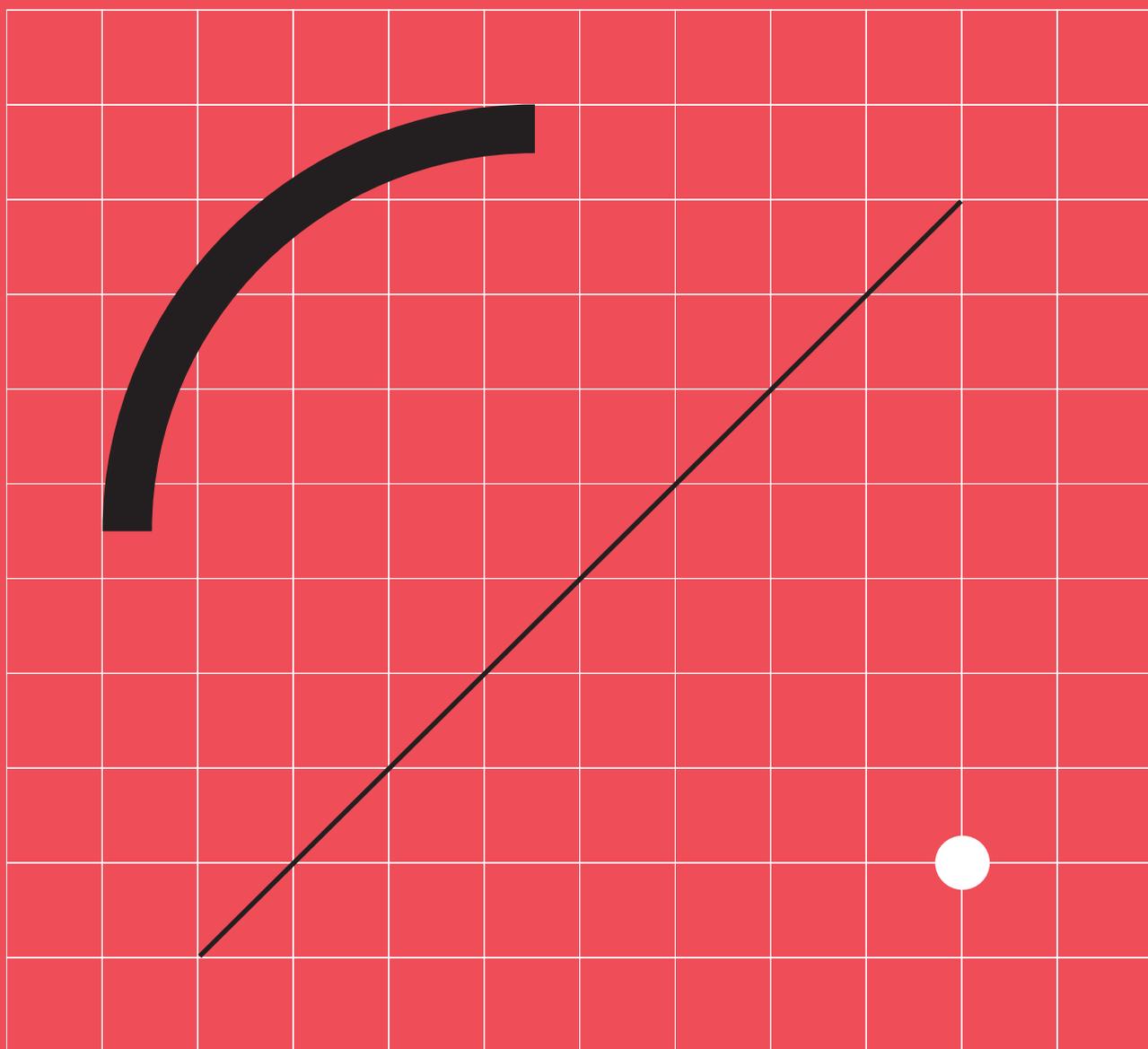


# Une stratégie économique contingente pour la prochaine phase

NOTE POUR L'ACTION - MAI 2021



# Une stratégie économique contingente pour la prochaine phase

## AUTEURS

OLIVIER BLANCHARD  
JEAN PISANI-FERRY

45, RUE D'ULM 75005 PARIS  
LEGRANDCONTINENT.EU  
GEG@ENS.FR

## POUR CITER L'ÉTUDE

OLIVIER BLANCHARD, JEAN PISANI-FERRY, UNE STRATÉGIE  
ÉCONOMIQUE CONTINGENTE POUR LA PROCHAINE PHASE, NOTE  
POUR L'ACTION, GROUPE D'ÉTUDES GÉOPOLITIQUES, MAI  
2021.

# Une stratégie économique contingente pour la prochaine phase

OLIVIER BLANCHARD • SOLOW  
PROFESSOR EMERITUS MIT,  
BERGSTEN SENIOR FELLOW,  
PETERSON INSTITUTE FOR  
INTERNATIONAL ECONOMICS

JEAN PISANI-FERRY • TOMMASO  
PADOA-SCHIOPPA CHAIR, EUI;  
SENIOR FELLOW, BRUEGEL ET  
PETERSON INSTITUTE FOR  
INTERNATIONAL ECONOMICS

Le plan de relance de grande ampleur adopté par le Congrès à l'initiative de l'administration Biden et le relèvement des prévisions de croissance qui a rapidement suivi suscitent un débat en France et en Europe : faut-il faire de même ? À défaut, sommes-nous menacés d'un décrochage ?

Pour établir la stratégie macroéconomique, il faut raisonner à la fois sur l'offre et la demande. Les effets d'offre de la pandémie ne seront pas uniformément négatifs. S'il faut prendre en compte une persistance de difficultés dans certains secteurs, des faillites d'entreprises et l'incidence d'un moindre investissement en 2020-2021, il ne faut pas négliger non plus la possibilité que le choc laisse une trace positive. Pénétration accélérée du numérique et expérimentation de nouveaux modes d'organisation du travail devraient se traduire dès les prochaines années par un relèvement de la productivité et donc du potentiel.

Du côté de la demande, la situation française n'appelle pas aujourd'hui un plan de relance de grande ampleur à l'image des 13 points de PIB (4 pour le deuxième plan Trump et 9 pour le plan Biden, hors plan d'investissement) mis en œuvre aux États-Unis, qui nous apparaissent d'ailleurs excessifs. Les dispositifs de soutien au revenu des ménages et d'appui aux entreprises mis en œuvre depuis le début de la crise sanitaire sont puissants, l'épargne est abondante et la levée des restrictions sanitaires devrait induire un rebond de la demande.

Deux motifs d'inquiétude invitent cependant à préparer une réponse pour la phase de normalisation consécutive à la levée des restrictions sanitaires : à horizon de la fin de l'année, il n'est pas certain que le rebond spontané de la consommation suffise à engager une dynamique assez forte pour éradiquer les séquelles du choc Covid ; à plus longue échéance (2-3 ans), le choix d'établir la stratégie de finances publiques sur la base d'une hypothèse de perte permanente de potentiel économique risque de valider une analyse exagérément pessimiste des effets d'offre de la pandémie.

Compte-tenu de la nature de cette crise, il faudrait se donner pour objectif explicite d'effacer complètement ses séquelles en combinant mesures de demande et mesures d'offre. Une première étape serait de recouvrer dès la fin 2021 le niveau d'activité de fin 2019. Une seconde étape serait de rattraper complètement le terrain perdu d'ici à la fin 2023, et donc de retrouver pleinement le potentiel qui était projeté avant la crise.

En cohérence avec cet objectif, la stratégie macroéconomique devrait combiner mesures inconditionnelles (par exemple en matière d'investissement, de formation des salariés ou de soutien aux entreprises viables) et mesures contingentes à la situation économique (soutien au revenu et à la demande des ménages, appui à l'investissement des entreprises). L'intensité de cet effort contingent devrait être adaptée de manière flexible à la distance de l'objectif.

Sur le plan économique, la réponse de la France et des autres pays européens à la crise Covid peut être largement considérée comme un succès. Si le soutien à l'activité a été d'un moindre volume qu'aux États-Unis, il a été mieux ciblé. Les prêts aux entreprises ont évité une augmentation des faillites. L'activité partielle a permis de mieux préserver la confiance des ménages en maintenant la relation d'emploi de la plupart des salariés. Conséquence, la surépargne des ménages français (165 milliards prévus à la fin du deuxième trimestre, soit six points de PIB) reste très inférieure à ce qu'elle est aux États-Unis. Macroéconomiquement, la France a fait un meilleur usage de ses fonds publics.

La question qui se pose maintenant, à l'échéance de l'été, est différente : sous l'hypothèse d'une levée graduelle de l'essentiel des restrictions sanitaires et donc des mesures de soutien aux ménages et aux entreprises qui y sont associées, quel accompagnement économique faut-il envisager ? Plus précisément, quel niveau d'activité faut-il viser et quel soutien faut-il prévoir pour l'atteindre ?<sup>1</sup>

#### OFFRE : UN TASSEMENT RÉSISTIBLE

À horizon de la fin de l'année, certains obstacles à l'activité demeureront. Quelques secteurs (événementiel, voyages à longue distance, aéronautique) resteront handicapés. En septembre-octobre 2020, avant le second confinement, les entreprises dont l'activité était inférieure à 50% de la normale représentaient encore 5% à 6% de l'emploi marchand. Même s'il est probable qu'en fin 2021 l'intensité des contraintes qui handicapent leur activité sera moindre, ces effets sectoriels contribueront à limiter le potentiel.

À une échéance un peu plus lointaine (2023-2024), la question centrale est celle des traces persistantes du choc sanitaire sur l'offre. Historiquement, certaines récessions ont été associées à des pertes permanentes, d'autres non. En Europe, la crise financière a induit

un décrochage important et durable du niveau du PIB. S'agissant de la crise Covid, le Programme de stabilité français retient également l'hypothèse d'une perte de potentiel, chiffrée à 2,25%. Mais celle-ci est loin d'être certaine.

Certains impacts négatifs sont évidemment indéniables (retard d'investissement, faillites d'entreprises, difficultés persistantes dans certains secteurs). Mais ils ne seront pas nécessairement permanents : le retard d'investissement des entreprises accumulé en 2020-2021 pourrait être en partie rattrapé en 2022-2023 ; la grande majorité des handicaps sectoriels devraient s'atténuer et même disparaître si la pandémie est maîtrisée ; les pertes d'emploi restent inférieures à celles qui ont été enregistrées lors de la crise financière et la hausse du chômage est demeurée limitée. Il ne semble pas y avoir, à ce stade au moins, sur le marché du travail, de phénomènes d'hystérèse de nature à entamer significativement le potentiel. Surtout, la spécificité de cette crise fait qu'il faut également prendre en compte un ensemble de facteurs positifs. Le choc a été l'occasion d'expérimenter de nouvelles méthodes (télétravail, téléconsultation), de révéler des sources de productivité inexploitées (réduction des temps de transport, simplification des procédures, progrès en recherche médicale) et d'effectuer à un rythme soutenu des investissements de numérisation (e-commerce, services digitaux). Le retour à la normale offrira aux entreprises la possibilité de restaurer les modes de fonctionnement antérieurs, mais en conservant les innovations qui se sont révélées sources de gains d'efficacité. Il y aura donc inévitablement une amélioration de la productivité, qu'une étude récente sur le cas américain chiffre aux alentours de 4% sur la période 2020-2022<sup>2</sup>. S'il faut rester prudent avec les chiffres, la réalité des effets en cause ne fait guère de doute.

Si l'on peut tableer pour la fin 2021 sur un potentiel sensiblement égal à celui de la fin 2019, en retrait donc de la tendance, l'hypothèse d'une perte permanente de potentiel supérieure à 2%, définitivement acquise dès la fin

1 — Nous faisons l'hypothèse dans cette note que l'infection sera sous contrôle à partir du milieu de 2021. Il existe cependant des scénarios plus pessimistes, qui s'ils sont moins probables, ne peuvent pas être exclus. Nous les avons discutés dans notre note *Persistent COVID19: Exploring potential economic implications* (version française : *Les implications économiques d'une pandémie durable*), mars 2021. Nous ignorons ces scénarios dans cette note. Il est clair que s'ils se réalisaient, ils nécessiteraient une adaptation de la stratégie, à la fois du côté des mesures d'offre et des mesures de demande.

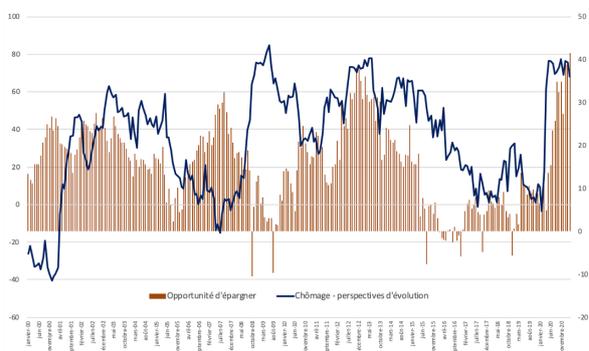
2 — Voir Spencer Hill, *Productivity in the post-pandemic economy*, Goldman Sachs, Avril 2021. Le seul télétravail pourrait accroître la productivité agrégée de 5% (dont un-cinquième serait enregistré dans les statistiques et quatre-cinquièmes se traduire par une augmentation du temps de loisir). Voir José Maria Barrero, Nicholas Bloom et Steven Davis, *Why working from home will stick*, Becker Friedman Institute, University of Chicago, Avril 2021.

2021, telle que retenue dans le Programme de stabilité, est exagérément pessimiste. Prendre a priori son parti d'une perte qui est évitable est de nature à orienter la politique économique dans une direction trop restrictive et à valider in fine ce qui n'était en rien inéluctable.

## DEMANDE : UNE FORTE INCERTITUDE

Du côté de la demande, le pouvoir d'achat ne manque pas, mais l'évolution est incertaine. Le retard d'investissement et l'accumulation d'épargne pendant la crise, combinées à un optimisme plus grand face à l'avenir, devraient amener à la fois les entreprises et les ménages à rattraper le retard, et à dépenser plus pendant les mois qui viennent. On ne peut exclure, cependant, qu'une peur résiduelle et une incertitude quant à la récurrence des épisodes de contagion viennent freiner l'investissement des entreprises et la consommation des ménages. Pour le moment, l'investissement est bien orienté et le commerce mondial a retrouvé son niveau d'avant-crise. Mais, comme le montre le graphique, la part des ménages qui juge opportun d'épargner a établi un nouveau maximum historique (depuis 1972). Il est difficile d'anticiper quel sera leur comportement quand le danger Covid diminuera. Le Programme de stabilité est basé sur l'hypothèse d'un taux d'épargne des ménages de 19,4% en 2021 et 16% en 2022, contre à 15% en 2019. On peut imaginer un scénario où le taux d'épargne se révèle être beaucoup plus bas au deuxième semestre 2021, impliquant une demande sensiblement plus forte que prévue, mais on peut aussi imaginer l'inverse, une frilosité qui dure.

### Jugement des ménages sur le chômage et l'opportunité d'épargner, 2000-2021



Source : Insee, enquête ménages

Cette incertitude a une conséquence importante pour la politique budgétaire. Il est trop tôt pour savoir quel soutien sera nécessaire. Mais mieux vaut prendre le risque d'en faire (un peu) trop que celui de voir s'installer un

cercle vicieux d'inquiétude sur l'emploi et de frilosité de la consommation. Il importe qu'une fois passée la probable bouffée euphorique de l'été, l'économie embraye sur une dynamique de reprise soutenue.

## UNE STRATÉGIE CONTINGENTE

Notre analyse des perspectives d'offre et de demande a deux implications pour la politique budgétaire : un objectif de croissance plus ambitieux, et un dosage des instruments en vue de maximiser les chances de redressement.

### NOUS PROPOSONS DEUX OBJECTIFS :

1. Rattraper au quatrième trimestre 2021 le niveau du quatrième trimestre 2019. Cela implique pour 2021 un taux de croissance supérieur d'environ trois quarts de points au taux de croissance du Programme de stabilité. Si le rattrapage s'opère seulement sur le deuxième semestre, ceci nécessitera une expansion très vigoureuse (10% en rythme annuel) sur la deuxième partie de l'année.
2. Rejoindre à fin 2023 la trajectoire d'avant-crise sanitaire en rattrapant complètement l'écart qui subsistera début 2022. Sous l'hypothèse que l'économie sera retournée à la fin 2021 à son niveau de la fin 2019, ceci implique en moyenne annuelle une croissance supplémentaire de 0,7 points en 2022 et 0,3 points en 2023.

Ces objectifs ne sont pas exagérément ambitieux. À l'été 2020 le rebond d'activité a été vigoureux et le PIB du troisième trimestre n'a été que de 3,5% inférieur à son niveau d'avant-crise. Au premier trimestre 2021 ce recul n'a été que de 4,4%, malgré le confinement. Sous l'hypothèse d'une normalisation des conditions sanitaires, nous jugeons possible de combler complètement cet écart. Quant au rattrapage de la tendance à la fin 2023, il correspond à un scénario dans lequel les gains de productivité compenseraient les pertes de potentiel.

## DEUX TYPES DE MESURES

### Des mesures supplémentaires pour atteindre l'objectif de fin 2021

Notre objectif pour la fin 2001 est plus ambitieux que les prévisions actuelles, notamment celles du gouvernement. Nous prévoyons à cette fin une série de mesures supplémentaires.

Certaines paraissent s'imposer et auront un effet à la fois sur l'offre et sur la demande. Avec les prêts garantis, le Fonds de solidarité et les mesures sectorielles, la politique économique a déjà beaucoup fait pour soutenir l'offre. La nouvelle phase appelle des mesures d'accompagnement du redressement des entreprises viables, couplées à des soutiens ciblés. Abandons de créances fiscales et sociales, sur une base sectorielle, et conversion de créances en fonds propres ou quasi-fonds propres (PGE) devront être mises en œuvre sans délai ni circonspection excessive, mais en s'assurant de ce que lorsque la puissance publique renonce à des créances, les créanciers privés font un effort parallèle. Il importe aussi d'orienter les mesures de soutien aux entreprises vers la reprise de l'activité. Les dispositifs d'urgence ont visé à les aider à absorber le choc pandémique, pas à leur permettre de fonctionner malgré des obstacles temporaires à une fonctionnement normal. Si des secteurs continuent à subir des pertes de productivité du fait des conditions sanitaires, des subventions temporaires aux salaires devront compléter le dispositif<sup>3</sup>. Il est difficile d'estimer combien coûteront ces mesures, mais on peut estimer qu'elles seront de l'ordre de 10 milliards.

Pour aider à remédier aux déficiences éducatives qui se sont développées pendant la crise sanitaire, il serait également utile de mettre en place un programme de tutorat à large échelle pour les élèves des écoles et des collèges. Ce tutorat de 10h par semaine, assuré par des étudiants et des jeunes ayant récemment achevé leurs études (éventuellement aussi des lycéens), pourrait concerner l'ensemble des établissements et s'étager sur la période septembre-décembre. On pourrait également, si on arrive à mobiliser les ressources humaines correspondantes, accélérer les efforts de formation professionnelle, de manière à faciliter la reconversion de celles et ceux qui auront définitivement perdu un emploi à cause de la crise. Du point de vue macroéconomique, de telles mesures ne coûtent pas cher. La proposition de tutorat par exemple devrait avoir un coût de l'ordre d'un milliard.

Du point de vue de la relance de la demande, ces mesures risquent d'être insuffisantes. Si les hypothèses d'épargne du Programme de stabilité se révèlent correctes, et en

faisant l'hypothèse d'un multiplicateur proche de 1, on peut estimer qu'il faudrait injecter environ 20 milliards dans l'économie. Cependant, comme nous l'avons expliqué, ces hypothèses d'épargne sont sujettes à une grande incertitude. Il n'est pas exclu que l'épargne soit plus faible, la consommation plus forte, et donc l'effort budgétaire nécessaire plus limité.

Nous proposons donc l'approche suivante. Le plus efficace pour stimuler la demande dans un contexte d'abondance de l'épargne est de soutenir le revenu des catégories à faible épargne et à forte propension à consommer (catégories populaires, travailleurs de seconde ligne, jeunes actifs, étudiants). Un soutien ciblé pourrait ainsi être mis en place dès avant l'été pour appuyer la consommation populaire. On peut envisager 5 milliards de transferts aux ménages de la moitié inférieure de la distribution du revenu (moins de 22 000 euros par unité de consommation), dont les premières enquêtes indiquent qu'ils ont souvent subi une perte de pouvoir d'achat<sup>4</sup>. Cela représenterait en moyenne 350 euros par ménage soit 1,8% du revenu moyen de cette catégorie.

En fonction de la vigueur de la reprise au cours de l'été, on peut préparer une nouvelle série de transferts ciblés pour la rentrée (allocation de rentrée scolaire par exemple), pour un montant à déterminer, mais pouvant aller de 5 à 10 milliards. Si ces transferts étaient ciblés de la même façon que les premiers, ils augmenteraient le pouvoir d'achat des 50% les plus pauvres de 1.8% à 3.6%. Pour contrer une possible atonie de la demande, on peut aussi garder en réserve pour la rentrée 2021 la possibilité d'une baisse temporaire du taux de TVA suivie d'une remontée par paliers, mais la probabilité d'avoir à recourir à une telle mesure paraît faible dans l'état actuel de la conjoncture.

### Des mesures pour atteindre l'objectif de fin 2023

40 des 100 milliards prévus dans le plan de relance auront été engagés fin 2021. À ce rythme, la quasi-totalité des crédits auront été alloués fin 2022. Conçu à un moment où le gouvernement prévoyait une sortie rapide de la crise sanitaire, ce plan risque de se révéler insuffisant

3 — Voir sur ces deux points notre article avec Thomas Philippon, *A new policy toolkit is needed as countries exit Covid-19 lockdowns*, PIIE, juin 2020.

4 — L'enquête EPICOV Inserm-DREES indique que 35% des ménages du premier décile et 30% des ménages des deuxième et troisième décile déclarent que leur situation financière s'est dégradée pendant le premier confinement, contre 15% des ménages des trois déciles inférieurs. Voir Insee, *France Portrait Social 2020*.

si la normalisation de la situation économique s'étage jusqu'à 2023. Cela plaide pour le compléter à partir de 2022 par un volet supplémentaire, de préférence en coordination avec nos grands partenaires européens. On pourrait envisager un volet jusqu'à une quarantaine de milliards sur les années 2022-2023. Si on fait l'hypothèse qu'éventuellement le taux d'épargne retournera à son niveau d'avant crise, et que la demande privée restera faible (ce qu'elle était en France avant la crise Covid), ce niveau de dépenses supplémentaires ne devrait pas amener à une surchauffe et à une inflation excessive.

Que devrait comprendre ce volet ? Il pourrait naturellement étendre certaines mesures prises en 2021, afin de continuer à investir dans la mobilité et la formation des salariés, qui a largement fait défaut pendant le confinement et continue d'être insuffisante (en mars, 15% seulement des entreprises ont eu recours à la formation pour leurs salariés en chômage partiel. C'est mieux que dans la plupart des pays avancés, mais on ne peut s'empêcher d'y voir une occasion manquée de renforcer les compétences)<sup>5</sup>. Il en va de même pour le soutien à la reconversion des salariés des secteurs en difficulté et à leur transition vers de nouveaux emplois, qui pourrait prendre la forme d'un programme de deux ans d'investissement dans la formation et la mobilité professionnelles. Un tel plan prendrait le relais du Plan d'investissement compétences.

Il est clair aussi que beaucoup peut être fait pour renforcer l'appareil sanitaire, accroître les investissements éducatifs, promouvoir l'innovation de rupture en vue d'éviter un décrochage de l'Europe par rapport aux États-Unis et à la Chine, et amplifier la lutte contre le réchauffement climatique. Ce ne sont pas les chantiers qui manquent.

#### L'ORDRE DE GRANDEUR DE L'EFFORT

Nous proposons donc une augmentation des dépenses par rapport aux plans actuels de l'ordre de 50 milliards, plus 10 milliards de façon contingente (et s'il le faut une diminution des revenus de la TVA), de 2021 à 2023. C'est un montant non négligeable, même si ça n'est pas d'un même ordre de grandeur que les trois plans Biden, qui sont en partie consacrés à remédier à des déficiences

proprement américaines en matière de protection sociale, d'accès à l'éducation et d'infrastructure et ne nous paraissent pas nécessaires pour la France.

Bien sûr, aucune politique n'est sans risque. Des dépenses supplémentaires, et donc un déficit plus large (car nous pensons que le temps n'est pas venu d'augmenter les impôts de façon substantielle) impliquent ex ante une trajectoire moins favorable de dette, mais dans la mesure où ces dépenses sont justifiées, et où elles relancent l'économie à la fois par la demande et par l'offre, leurs effets à la fois sur le rapport dette / PIB et sur les perceptions des investisseurs devraient être limités, surtout si elles sont temporaires et visent très clairement l'amélioration du taux d'emploi et de la productivité. L'aspect contingent des mesures de relance devrait limiter le risque de surchauffe, un risque qui est de toute façon beaucoup moins présent qu'aux États-Unis.

Si les autres membres de l'Union européenne soutiennent leurs économies de la même façon, les effets sur le solde extérieur devraient être limités. Il est cependant important d'améliorer à terme la compétitivité et le solde extérieur. Cela doit être un autre des objectifs des mesures de politique d'offre.