

L'économie au temps de la pandémie. Leçons et rappels



Etienne de Callataÿ¹
Co-fondateur Orcadia AM,
Chargé de cours
Université de Louvain (UCL)
Université de Namur

ABSTRACT

The Covid-19 pandemic calls for a contracyclical policy support of great magnitude. It would be a waste of not infinite means not using it in a way to simultaneously reallocate resources in a sense that was already clearly identified prior to the crisis, starting with environmental sustainability. In addition, both policy and theoretical lessons from the crisis have to be drawn. The paper addresses ten issues: (1) the sense of economic forecasts at times of an unanticipated major crisis; (2) the art of cost-benefit analysis applied to public health trade-offs; (3) rules of the market economy game lacking consistency to the advantage of shareholders; (4) the compatibility between urgency and structural reforms; (5) the conflict between cost compression and business resilience; (6) the additional challenges facing the assumed virtues of international trade; (7) the likelihood of an eventual inflation revival; (8) the limits of both monetary and budgetary policies being reconsidered, as their interaction; (9) the environmental transition when the more difficult “end of the month” does interplay with the need to prevent the “end of the world”; and (10) crises as tailwind or headwind for European integration.

¹ Etienne de Callataÿ est co-fondateur d'Orcadia AM. Il est chargé de cours invité à l'Université de Louvain (UCL) et à l'Université de Namur. Il assume seul la responsabilité de ce texte, sans engager les organisations avec lesquelles il collabore ou a collaboré.

Le Covid-19 et plus encore les choix politiques qui ont été opérés pour le contenir ont eu un impact sans équivalent sur l'activité économique. La question la plus immédiate est celle de l'évolution de la conjoncture après un recul aussi spectaculaire. En même temps, il s'agit de réfléchir à l'économie d'après le Covid-19. Même si, a priori, aidés par un biais de modèle mental, nous sommes portés à nous attendre largement à un « *back to normal* », aussi aidé par la préférence politique pour la préservation de l'existant, il y a des chances que certains comportements et certains secteurs soient durablement affectés par la crise du Covid-19, de même que certaines théories.

Car, parmi les changements possibles liés à la pandémie, il faut considérer en quoi le Covid-19 va influencer la pensée économique. Les exemples abondent :

- Le Covid-19 signifie-t-il la fin de la discipline budgétaire ?
- Le Covid-19 entraîne-t-il la relégation définitive des peurs d'inflation ?
- Le Covid-19 balaie-t-il la frontière entre politique budgétaire et politique monétaire ?
- Le Covid-19 signe-t-il l'arrêt de mort de l'indépendance des banques centrales ?
- Le Covid-19 force-t-il à reconsidérer les avantages du commerce international ?
- Le Covid-19 porte-t-il au grand jour que l'économie se doit d'être écologique ?
- Le Covid-19 met-il le doigt sur l'impérieuse nécessité de réduire les inégalités ?
- Le Covid-19 impose-t-il de remettre en cause la mesure de la performance des entreprises ? Le Covid-19 promeut-il la place à accorder à la coopération internationale ?

Le propos du présent article est d'aborder ce sujet très ambitieux de très modeste manière, en évoquant, sous une approche sommaire et non technique, un certain nombre de considérations théoriques qui sont contestées ou, au contraire, illustrées par la crise du Covid-19. Il s'agit donc de traiter des enseignements de la pandémie pour la théorie économique, mais en anticipant qu'il s'agira pour l'essentiel de rappels plus que de découvertes. La prétention de ce texte est d'interpeller et d'inviter à poursuivre la réflexion, en particulier en allant puiser à bonne source, auprès d'auteurs académiques. Saluons d'ailleurs la vitesse et la qualité des travaux d'économistes de premier plan qui, souvent accusés d'être retranchés dans une tour d'ivoire, ont réorientés leurs travaux vers la pandémie et ont offert leurs compétences au travers de multiples publications. A titre d'exemple, citons simplement les deux ouvrages collectifs coordonnés par Richard Baldwin et Beatrice Weder di Mauro, "*Economics in the Time of COVID-19*", publié aussi vite que le 6 mars 2020, avant même les décisions de confinement généralisé prises en Europe, et "*Mitigating the COVID Economic Crisis: Act Fast and Do Whatever It Takes*", sorti deux semaines plus tard. L'un et l'autre sont disponibles gracieusement en ligne.

Le présent article traitera dix questions. La section 1 portera sur la prévision en économie, la section 2 sur le potentiel de l'analyse coûts-bénéfices, la section 3 sur les entorses à la cohérence dans les règles du jeu de l'économie de marché, la section 4 sur l'agenda des réformes structurelles en période de récession, la section 5 sur l'incidence de la crise sur l'organisation interne des entreprises, la section 6 sur les effets en termes de commerce international, la section 7 sur les perspectives en matière d'inflation, la section 8 sur la conduite des politiques monétaire et budgétaire, et leur interaction, la section 9 sur la dynamique entre crise et transition environnementale et la section 10, enfin, sur la coopération européenne et internationale à l'épreuve du Covid-19.

1. Prévisions

La sentence de John Kenneth Galbraith est connue : *“There are two kinds of forecasters: those who don't know, and those who don't know they don't know”*. Une version moderne, non économique, a été récemment donnée par Edgar Morin (2020) : « Attends-toi à l'inattendu ». L'économiste est trop souvent poussé à faire des prévisions, alors que sa valeur ajoutée est ailleurs. Il faudrait non pas qu'il refuse de parler du futur – que serions-nous si nous ne cherchions plus à savoir de quoi demain pourrait être fait ? – mais il faut souhaiter qu'on l'invite plus fréquemment à s'exprimer sur ce qu'il maîtrise mieux, à savoir le passé, et de facto un passé souvent récent, et que, lorsqu'il accepte de se prêter à l'exercice de la prévision, il le fasse avec prudence et tempérance.

Ce n'est pas que le risque d'une pandémie n'était pas anticipable. En atteste la mise en garde lancée en 2015 par Bill Gates, dans une conférence TED à Vancouver, dont il a été abondamment question. Toutefois, à l'automne 2019, personne ne pouvait intégrer ce risque dans les prévisions de croissance pour l'année à venir. Les prévisions conjoncturelles sont, par nature, une extrapolation au départ de l'observation courante, en supposant l'absence de choc brutal. Ce que le Covid-19 a rappelé, c'est la possibilité d'un tel choc. Nous avons affaire à la plus grave pandémie depuis la grippe espagnole, assortie de la plus grave contraction de l'activité économique et cela en dépit de la plus importante intervention des pouvoirs publics et des banques centrales. Cela ne signifie pas qu'extrapoler perd tout sens et qu'il faut renoncer à l'analyse conjoncturelle mais l'analyse rationnelle des faits doit s'accompagner d'une grande circonspection. Souvenons-nous de l'affirmation de David Cunniff (2014), *« We Are All Confident Idiots »*, où il traite de ce double trait humain, l'inclination à détecter des relations causales et à théoriser.² Et où il

² “An ignorant mind is precisely not a spotless, empty vessel, but one that's filled with the clutter of irrelevant or misleading life experiences, theories, facts, intuitions, strategies, algorithms, heuristics, metaphors, and hunches that regrettably have the look and feel of useful and accurate knowledge. This clutter is an

cite l'humoriste Josh Billings : *"It ain't what you don't know that gets you into trouble. It's what you know for sure that just ain't so."*

Associé au fait d'anticiper par extrapolation, ce qui conduit à minimiser la probabilité des chocs, il y a que le descendant du chasseur-cueilleur qui, lui, ne survivait qu'en étant aux aguets, semble ne pas vouloir voir le danger. « *Beaucoup cependant espéraient toujours que l'épidémie allait s'arrêter et qu'ils seraient épargnés avec leur famille. En conséquence, ils ne se sentaient encore obligés à rien* » peut-on lire dans « *La Peste* » d'Albert Camus. L'observation est ancienne. Chez Ovide, on peut lire : « *Tarde, quae credita laedunt, credimus* »³. C'est a priori étonnant, car, en de nombreuses circonstances, l'individu se montre excessivement prudent et craintif. Pensons à tous ces épargnants qui adoptent un profil de risque particulièrement timorés alors que l'horizon de temps qui est le leur et la stabilité de leurs revenus devraient les pousser à privilégier les actifs à risque. Et pensons à toutes ces personnes qui frissonnent au moment du décollage de l'avion.

Si donner une date pour l'arrivée de la pandémie était impossible, les prévisionnistes auraient pu, sur la base des signaux relatifs au Covid-19 en provenance de Chine, se montrer très prudents au début de l'année 2020. Ils ne l'ont pas été. Comment se fait-il que ces signaux aient été sous-estimés ? Olivier Sibony (2020a) avance 5 éléments de réponse, en l'occurrence 5 biais :

- Le biais de modèle mental : face à l'inconnu, nous cherchons à nous raccrocher à quelque chose de connu qui ressemble à l'inconnu ; cela a conduit à penser que le Covid-19, « c'est comme un grippe » ; il faut se méfier des analogies ;
- Le biais d'incompréhension face à une croissance exponentielle ; confronté à une succession « 1 – 2 – 3 », beaucoup prolongeront la tendance et diront que ce qui nous attend est « 4 » mais, face à une série « 1 – 2 – 4 », la plupart sont bien en peine de formuler une anticipation ; pour s'en convaincre, songeons à la difficulté de la plupart des épargnants avec la notion d'intérêts composés ;
- Le biais de l'endogroupe, face à l'exogroupe : nous avons tendance à penser que nous sommes différents des autres, et implicitement, meilleurs que les autres ; n'avons-nous pas tant entendu vanter les mérites supérieurs des systèmes de santé européens ?

unfortunate by-product of one of our greatest strengths as a species. We are unbridled pattern recognizers and profligate theorizers. Often, our theories are good enough to get us through the day, or at least to an age when we can procreate. But our genius for creative storytelling, combined with our inability to detect our own ignorance, can sometimes lead to situations that are embarrassing, unfortunate, or downright dangerous—especially in a technologically advanced, complex democratic society that occasionally invests mistaken popular beliefs with immense destructive power.”

³ « *Nous mettons du temps à croire ce qui fait mal à croire* ».

- Le biais d'excès de confiance, là où le doute devrait régner ; O. Sibony illustre le propos avec ce sondage réalisé peu après l'éclatement de la crise en France où 59% des gens affirmaient que la chloroquine est efficace et 20% qu'elle ne l'est pas, ne laissant que 21% des gens avoir la sagesse de dire ne pas savoir ;
- Le biais d'imitation : comme se tromper en bonne compagnie n'est pas grave, le prévisionniste se calque sur ses collègues, et cela génère une inertie dans la prévision.

Incidemment, le même O. Sibony (2020b) pointe notre propension au biais de confirmation. Nombreux sont ceux qui, et pour de bonnes raisons, n'avaient pas prévu la pandémie et pourtant affirment que la pandémie conforte leurs vues. Le Covid-19 « montre que l'on maltraite la nature, pensons aux effets de la déforestation » ou « montre que le néolibéralisme, qui, par exemple, a raboté les budgets publics de la santé, est un échec » ou encore « montre que la globalisation est une menace ». Il n'est pas nécessaire d'invoquer le Covid-19 pour avoir de bonnes raisons de mettre en question la politique environnementale, le néolibéralisme ou la mondialisation.

2. Analyse coût-bénéfice

« *La santé n'a pas de prix* » a-t-on entendu, ou encore « *la santé passe avant l'économie* », même si simultanément, des voix se sont levées pour dire « *il faut que les écoles rouvrent pour permettre aux parents de retourner travailler* » ou pour s'interroger pourquoi en France, pour cause de pandémie, l'interdiction de manifester est venue avant la fermeture provisoire d'EuroDisney.

L'économie est mal aimée et, simultanément, elle est mal défendue. Il est évidemment absurde d'affirmer que l'économie doit continuer de fonctionner comme si de rien n'était, et ceux qui ont, avec cette vision étroite des intérêts à très court terme du monde de l'entreprise, choisi de ne pas prendre de mesure, ont à s'en mordre les doigts. Et le rôle de l'école n'est évidemment pas d'offrir une garde des enfants pour permettre aux parents de travailler. Le monde patronal sait donner les bâtons pour se faire battre. En même temps, opposer santé publique et économie est tout aussi idiot. Case et Deaton (2020) l'ont bien montré au départ de l'analyse des effets sanitaires de la Grande Crise Financière. Ainsi, le confinement de l'économie a des conséquences lourdes sur l'état psychique de la population, sur le suivi des maladies et sur les revenus nécessaires pour accéder aux soins de santé, ainsi que sur la capacité des pouvoirs publics à financer la santé. Si la valeur ajoutée de l'économie est amputée de 10% et si 10% de ces moyens avaient servi aux soins de santé, c'est l'équivalent de 1% de PIB qui disparaît alors qu'il aurait pu servir pour la prévention, pour la recherche fondamentale ou pour des traitements dans le domaine de la santé, avec des effets spectaculaires.

Larry Summers (2020) a judicieusement illustré combien s'écarter des voies de la raison coûte bêtement. En laissant de côté le développement d'un vaccin, il a comparé, de manière grossière, le coût de différentes stratégies face au Covid-19, en particulier, le « testing & tracing » avec mise en quarantaine, et le confinement généralisé. Il arrive aux ordres de grandeurs suivants, par semaine aux Etats-Unis :

- Confinement : une perte de PIB de 20% coûte quelque USD 80 milliards par semaine ;
- Testing : soumettre tous les Américains à un test chaque semaine, pour un coût unitaire largement estimé à USD 20, cela revient à USD 6,6 milliards, moins du dixième du coût du confinement ;
- Tracing : engager 300,000 traceurs pour un coût, lui aussi largement estimé, de USD 2000 par traceur par semaine revient à USD 0,6 milliard.

Il faut utiliser le calcul économique pour promouvoir la santé, pas voir dans le premier un obstacle à la seconde, et cela alors que l'importance de la santé porte à l'émotivité. Le pouvoir des économistes dans la décision publique n'a pas rarement été monté en épingle, et pas toujours à tort, à en juger par le pouvoir des banquiers centraux, mais il fait pale figure face à celui des quelques scientifiques qui conseillent les gouvernements nationaux dans la pandémie actuelle, des scientifiques qui sont peut-être par profession moins habitués que les économistes à raisonner en termes de coûts d'opportunité.

Dans la pandémie actuelle, le discours économique a été brouillé par des communications trompeuses, ou simplement manquantes. Quand le Président français parle d'une situation de « guerre », il induit les citoyens en erreur. Une guerre tue, blesse et traumatise plusieurs générations, et en particulier les jeunes actifs. Et, accessoirement, une guerre détruit les équipements, les infrastructures, les moyens de communication. Avec le Covid-19, la situation est bien différente : la maladie tue quasi exclusivement des inactifs, et ne détruit pas le capital physique national. Bien sûr, toute mort est une perte, mais d'un point de vue économique la mort d'une personne de 80 ans n'est pas la même chose que celle d'une personne de 20 ans. Et cela parce que le nombre d'années de vie ainsi volées est différent et, même si cela paraît cynique, parce que la productivité de ces deux personnes n'est pas la même. Or, l'âge moyen au décès dû au Covid-19 dépasse 80 ans en France !

Le traitement médiatique est aussi à mettre en cause. Un récent sondage (voir Taylor, 2020) a montré que les citoyens surestimaient le nombre de personnes contaminées par le Covid-19 et celui des personnes décédées des suites du Covid-19, et cela dans des proportions plus que considérables. Ainsi, entre la réalité et la perception du nombre de morts, le rapport est de 1 à 225 aux Etats-Unis et 1 à 300 en Allemagne. Les Allemands pensent que 3% de la population sont décédés des suites de la pandémie, alors qu'il s'agit de 0,01% !

3. Cohérence des règles du jeu

L'économie de marché s'est dotée de mécanismes stabilisateurs. Au travers de la politique monétaire, de l'impôt, de la sécurité sociale, de services publics ou de la régulation de l'économie, depuis celle du secteur financier jusqu'à celle de la concurrence en passant par les régimes de faillite, les acteurs publics ont multiplié les initiatives en vue d'absorber le choc économique de la pandémie et, plus encore, des mesures sanitaires prises en vue de la contrôler.

La stabilisation de l'économie est aussi l'œuvre des mécanismes économiques eux-mêmes. Ainsi, la chute du prix de l'énergie fossile induit un transfert de pouvoir d'achat des pays exportateurs et des compagnies pétrolières vers les consommateurs, ce qui, indépendamment de considérations environnementales, est une bonne chose pour l'économie en ce que cela soutient la dépense agrégée. Incidemment, et pour combiner cet effet positif avec les exigences climatiques, il aurait été indiqué d'activer un « cliquet » qui aurait transformé la baisse des cours mondiaux en une augmentation de la fiscalité, augmentation qui aurait pu être ristournée à chaque citoyen sous forme de dividende carbone universel.

La stabilisation économique passe aussi par la mise à contribution prioritaire des actionnaires et des créanciers subordonnés des entreprises se retrouvant en difficulté. Si le créancier subordonné touche un taux d'intérêt plus élevé que le créancier privilégié, c'est parce qu'il court plus de risque, et si le détenteur d'actions perçoit, en moyenne, une rémunération supérieure au détenteur d'obligations, cela correspond à une « prime de risque ». Mais une prime de risque exige qu'il y ait prise de risque, et ce risque, c'est celui de perdre, et de perdre potentiellement l'intégralité de sa mise.

Or, en venant à la rescousse de grandes entreprises, notamment dans le secteur aéroportuaire et dans celui de l'automobile à énergie fossile, les pouvoirs publics ont largement subventionné les actionnaires privés des entreprises concernées. Si aucun actionnaire n'était disposé à « remettre de l'argent au pot » pour recapitaliser telle ou telle compagnie aérienne, l'Etat aurait dû, en échange de son apport, obtenir 99,9% du capital. Cela n'a pas été le cas, et les actionnaires privés ont évité une telle dilution. Dans ce cas, nous avons bel et bien une asymétrie du type « privatisation des bénéfices, nationalisation des pertes ». Et ce n'est pas vrai que pour les seuls actionnaires des grandes entreprises aidées en direct par les Etats. Toutes les aides octroyées aux entreprises, sans aucune forme d'intéressement direct de la collectivité à un « retour à bonne fortune », relèvent d'une même logique. Et ce n'est pas vrai que pour les actionnaires. Quand les banques centrales rachètent en quantité des titres de dettes « *corporate* » émises par des entreprises qui s'étaient endettées tout en soignant leurs actionnaires – au travers de dividendes ou de rachats d'actions propres – et en gâtant leur management en termes de

rémunération, cela participe d'une même absence de cohérence où le risque donne des profits privatisés et des pertes qui sont mutualisées.

Cette réalité est profondément injuste et pourrait, si elle était comprise, miner la légitimité de la rémunération du capital privé. Et une manière de comprendre la tenue récente des bourses est que, avec de telles règles du jeu, le risque n'est plus aussi risqué, et donc que la prime de risque doit être structurellement moindre, et par conséquent que les cours de bourse doivent monter pour déboucher sur telle moindre prime de risque ex ante.

Incidemment, la notion de prime de risque mérite d'être reconsidérée en regard d'une autre réalité, celle de l'asymétrie dans la prise en considération du risque dans la rémunération des facteurs de production. On considère comme parfaitement logique la différenciation des rémunérations sur le marché des capitaux en fonction des risques pris, entre l'actionnaire de la start-up et celui de l'entreprise bien établie, entre le créancier de cette start-up et celui d'un Etat souverain, entre l'actionnaire et l'obligataire. En même temps, en termes de santé, la prise de risque n'est pas bien prise en compte. Certes, traditionnellement, l'ouvrier de la sidérurgie était mieux payé que l'ouvrier communal, et le travail de nuit est mieux rémunéré que le travail de jour, mais les risques pris par l'employé du supermarché ou l'infirmier ne semblent pas entrer en ligne de compte.

La cohérence de l'économie de marché demande qu'une entreprise puisse faire faillite. Il faut même souhaiter qu'il y ait un dynamisme dans le tissu économique, avec un renouvellement en continu qui ne peut avoir lieu que s'il y a arrêt et fermeture d'entreprises existantes. Les vertus de la destruction créatrice sont connues. Bien sûr, en cas de choc brutal, il faut éviter que les faillites déclenchent un cercle vicieux qui mettrait l'économie sur un sentier de croissance plus bas. Mais cela ne signifie pas qu'il soit souhaitable de suspendre le processus des faillites, et en particulier dans les secteurs où il y a de légitimes questions de pérennité. N'est-il pas absurde de voir les pouvoirs publics voler au secours d'entreprises qui étaient déjà fragiles avant la crise du Covid-19, comme c'est le cas dans l'aéronautique et l'automobile à moteur à explosion ? Et cela sans même prendre en considération les questions environnementales.

En outre, il faut faire la part des choses entre faillite et destruction de capital, qu'il soit humain ou physique. Imaginons la faillite d'un restaurant dont le propriétaire s'était endetté pour acquérir son matériel professionnel. Que se passe-t-il ? De manière sommaire, soit le matériel est racheté à bas prix, soit personne n'en veut. Dans le second cas, il y a lieu de penser que l'offre de restaurant était excédentaire. Dans le premier cas, celui qui rachète embauchera cuisinier et personnel de salle, et l'emploi se rétablira. La faillite est une triste nouvelle pour l'entrepreneur qui avait lancé le restaurant et, éventuellement, pour son créancier, mais l'effet macroéconomique est limité. Et souvenons-nous que les entrepreneurs et les créanciers sont rémunérés pour les risques pris.

Ce à quoi l'analyse économique invite n'est pas l'abandon de toute politique contracyclique au nom d'une destruction créatrice, mais une cohérence dans l'action et l'acceptation du changement, qu'il s'agit d'accompagner, notamment en termes d'indemnisation financière des personnes – en différenciant les personnes physiques des personnes morales – et de transition professionnelle. Cette dernière est facilitée quand la formation initiale, à l'école et dans l'enseignement supérieur est de qualité, mais aussi quand la formation continuée est soutenue et quand la responsabilité quant à l'employabilité des travailleurs, responsabilité impliquant tant les employés que leurs employeurs, est activée et, au besoin, sanctionnée.

4. Les réformes structurelles

Quand il y a un trou dans la coque du navire, on cherche d'abord à la colmater. Ce n'est qu'ensuite que l'on s'interrogera sur la conception des bateaux ou l'intérêt d'en construire. De cette image vient l'idée que, face à la crise, il faut d'abord « *relancer la machine* », « *coûte que coûte* », et que ce n'est pas dans la précipitation que l'on conçoit et met en œuvre des réformes structurelles de qualité. Initialement présente, cette conception de l'urgence, associée à une analogie trompeuse, où le tout qu'est l'économie nationale est ramenée à un objet, en l'occurrence un bateau, a cédé la place dans le discours officiel européen à la nécessité de mener une politique de relance qui soit aussi une politique de réorientation, avec une véritable préoccupation environnementale. En témoigne la tribune publiée par des banquiers centraux dans *The Guardian* en juin dernier (voir Bailey et al., 2020) : *“We have a choice: rebuild the old economy, locking in temperature increases of 4C with extreme climate disruption; or build back better, preserving our planet for generations to come. To meet the climate crisis challenge, we must learn from the Covid-19 pandemic. Let us make a green recovery the first step down that road.”* Car, tant qu'à jouer au jeu dangereux des comparaisons, quel armateur se lancerait dans la construction d'un bateau à l'identique de celui qui a montré ses défauts ? Blanchard et al. (2020) synthétisent ainsi le débat, en réfutant un arbitrage entre relance et réorientation : *“As usual in the aftermath of a major shock, protection must be balanced with reallocation, taking into account changing prospects for sectors and firms. Incentives must be given to firms and workers to resume activity, and, when needed, to adjust.”*

La relance verte comme première étape, voilà qui est mettre les réformes structurelles tout en haut de l'agenda. Cela se comprend aisément en regard des graves imperfections de l'économie d'hier, en dépit d'une très longue période de croissance, d'une maîtrise de l'inflation et d'un taux de chômage enfin revenu à un faible niveau. Prenons le cas de la Belgique à titre d'illustration. Ses maux structurels étaient bien identifiés :

- Performances climatiques et environnementales ;
- Système éducatif très inégalitaire et, dans la partie francophone, aux piètres performances ;
- Inefficacité des pouvoirs publics, avec un sentiment d'absence de « value for money » dans le rapport entre pression fiscale et qualité des services publics ;
- Interrogations sur la soutenabilité des finances publiques, avec une dette publique exposant au risque de remontée des taux d'intérêt réels ;
- Tissu économique peu dynamique, avec peu d'entreprises nationale leaders mondiaux ;
- Gains de productivité en berne ;
- Cohésion sociale fragile, malgré une certaine maîtrise de l'indice de Gini ;
- ...

« *Never waste a good crisis* ». L'expression est connue, tout comme le sont les axes des réformes structurelles à entreprendre. Il n'est nul besoin d'une nouvelle étude pour savoir que la fiscalité ou la sécurité sociale doivent être réformée. Introduire une taxe carbone, associée à un dividende carbone, peut parfaitement s'envisager dans un contexte de crise ! Dans le contexte actuel, où l'activité souffre davantage d'un déficit de confiance que d'un déficit de revenu ou de financement, comme en témoigne la hausse du taux d'épargne des ménages, adopter des réformes structurelles peut insécuriser mais peut également rassurer, en donnant une vision et en tranchant des questions qui, autrement, resteront des doutes. Reprenons la fiscalité environnementale. Aujourd'hui, les industriels savent qu'une taxe carbone est en devenir. L'adopter sans tarder est apporter une clarification. Celle-ci sera bienfaitrice, certes pas sur le plan de la profitabilité des entreprises touchées, mais sur le plan de l'investissement. Or, l'économie de 2020 a davantage besoin de capex que de dividendes.

5. L'organisation des entreprises

Parmi les effets à moyen terme de la crise du Covid-19 sur la vie économique sont fréquemment cités les tendances suivantes :

- Développement du télétravail ;
- Réticence face aux activités de masse, qu'il s'agisse de l'usage des transports en commun ou de loisirs à forte concentration humaine (concerts, discothèques, croisières, ...)
- Recours à la visioconférence, au détriment d'activités présentiels, depuis l'enseignement jusqu'aux voyages d'affaires et congrès ;
- Attrait du commerce en ligne ;
- Méfiance quant aux risques sanitaires présentés par les maisons de repos ;
- ...

Il est un enseignement potentiellement de première importance pour l'organisation des entreprises et qui sera peut-être tiré de cette crise. Il s'agit de l'arbitrage entre profitabilité et volatilité des résultats. La finance est coutumière du raisonnement en termes de couple « risque / rendement » ; En entreprise, il en va autrement. Certaines pratiques y ont cours pour lisser les résultats, pratiques que les règles comptables cherchent à combattre, mais la pression sur les résultats a pu s'exercer au détriment de la résilience des entreprises.

Ainsi, diversifier ses fournisseurs est le plus souvent vu négativement vu que, en concentrant ses achats auprès du fournisseur offrant le meilleur rapport qualité / prix, l'entreprise réduit ses coûts de production, et cela doublement puisqu'en étant un meilleur client elle obtient des conditions vraisemblablement plus favorables. Toutefois, n'avoir qu'un seul fournisseur revient à s'exposer à un risque particulier de perturbation dans la chaîne d'approvisionnement. Concentrer ses achats en réduit le prix moyen mais n'est pas sans risque.

Une autre dimension est celle de la spécialisation sur l'une ou l'autre niche d'activité. N'en a-t-on pas entendu des conseillers stratégiques – et des financiers versés dans les fusions et acquisitions – recommander aux entreprises de se spécialiser dans ce dans quoi elles excellent, de vendre leurs autres branches d'activité et de chercher à racheter des concurrents dans leurs niches. Cette concentration des métiers rend les entreprises plus performantes, les aidant à réduire leurs coûts de production, à tirer parti d'économies d'échelle et à soulager la pression concurrentielle, mais elle les met à la merci de tel ou tel choc affectant leur domaine de spécialisation.

A côté de cela, il se pourrait que les entreprises retiennent aussi une autre leçon, celle de l'intérêt de maintenir des stocks. Avoir des stocks d'intrants met à l'abri de ruptures dans la « chaîne de valeur ». Une formule a fleuri à ce propos : il s'agirait de « *remplacer le just in time par le just in case* ». C'est aussi constituer des stocks de produits prêts à être vendus pour faire face à une brutale augmentation de la demande. Pensons aux affaires que les fabricants de vélos auraient pu réaliser s'ils avaient maintenu des stocks importants, et l'incitation est d'autant plus forte que le taux d'intérêt est bas.

Diversifier les activités, les fournisseurs ou les lieux de production, et constituer des stocks, voilà des recommandations qui sortiront peut-être renforcées de la crise du Covid-19 ... mais il est à anticiper que la pression pour maximiser les économies d'échelle et, au-delà, améliorer la rentabilité sera aussi forte après-demain qu'elle l'était hier.

6. Commerce international

La relocalisation d'activités « sensibles » a été largement discutée, avec le cas emblématique de la fabrication de masques et de gel hydroalcoolique. Ceci est à la fois

anecdotique et étroit. C'est anecdotique car ces sous-secteurs sont marginaux à l'échelle du commerce international. C'est étroit car c'est agir en regardant dans le rétroviseur, en laissant penser que le problème qui s'est rappelé à nous hier sera celui qui nous préoccupera demain. Ce qui serait nécessaire, c'est une réflexion sur nos fragilités futures. A cet égard, notre dépendance, par exemple, à l'encontre des terres rares chinoises est vraisemblablement plus préoccupante que la faiblesse de la production locale de masques.

Et c'est étroit dans un autre sens, à savoir que pour un pays, et a fortiori une région, chercher à mettre sur pied une filière industrielle pour tous les secteurs où, un jour, l'autosuffisance pourrait apparaître comme souhaitable, est une chimère. Jamais la Flandre ou la Wallonie ne sera autosuffisante dans la production de tout ce qui est de première importance, qu'il s'agisse de santé, d'alimentation, de communication ou de défense, par exemple.

Le Covid-19 va-t-il mettre un terme à la croissance continue du poids relatif du commerce international ? S'il est difficile de répondre avec aplomb à la plupart des questions sur les effets du Covid-19, ici, il en va autrement, et la réponse est clairement non. Et si la réponse est si claire, c'est parce que le commerce mondial avait déjà cessé de voir son poids relatif croître avant même la pandémie. Comme l'indique Douglas Irwin (2020), la pandémie est arrivée dans un contexte de démondialisation. En utilisant comme indicateur le ratio entre la somme des exportations et des importations mondiales, d'une part, le PIB mondial, d'autre part, il montre une croissance constante entre la fin de la seconde guerre mondiale et l'éclatement de la Grande Crise Financière, et ensuite une décrue. Il donne ainsi raison au titre prémonitoire (qui a dit qu'il ne fallait pas faire de prévisions ?) de l'historien économiste Harold James, « *The End of Globalization* » paru en 2001.

Bien sûr, il est réducteur de ramener la globalisation à la seule dimension des flux transfrontaliers de biens et services, mais la tendance à la « slowbalisation » est bien présente. Convergence des coûts salariaux, développements technologiques, telle l'imprimante 3D, poids relatif des biens non échangeables (« non tradable »), sensibilité environnementale, tensions géopolitiques, crainte d'espionnage et de vol de propriété intellectuelle, oppositions internes à la libéralisation, les facteurs explicatifs sont multiples. L'échec du traité de libre-échange transatlantique TTIP (pour « Transatlantic Trade and Investment Partnership » ou « Partenariat transatlantique de commerce et d'investissement ») n'est qu'une manifestation de cette inflexion, même si, en regard, d'autres traités ont continué d'être négociés par l'Europe, de l'Amérique du Nord à l'Asie en passant par l'Amérique latine.

Car il faut voir que le commerce international garde de nombreux atouts pour certaines parties : bas salaires, économies d'échelle, absence de substituts locaux, déficit en capital humain, notamment dans les branches dites STEM (science, technologie, ingénierie,

mathématique), souhait de consommer bon marché, lobby pro-commerce et comportement de passager clandestin. Pour illustrer ce dernier point, songeons à la surenchère entre pays et entre régions en termes de facilités offertes aux multinationales extra-européennes en quête de se trouver une tête de pont dans l'Union.

7. Inflation

S'il est un domaine pour illustrer combien les économistes doivent être modestes en matière de prévisions, c'est certainement celui de l'inflation. L'accélération des années 60 et 70 les a surpris, tout comme la vigueur de la tendance baissière ultérieure, malgré une croissance économique soutenue et une baisse du taux de chômage laissant penser que l'économie tournait à son potentiel, voire était en surrégime.

La récession induite par les mesures prises pour contrer la propagation du Covid-19 est de nature désinflationniste. Cela vient d'un recul de la demande, par perte de revenus, par gonflement d'une épargne de précaution ou simplement par contrainte, les voies usuelles de dépenses (voyages, restaurant, culture, magasins, ...) étant entravées ou rendues moins engageantes. Cette désinflation est aussi celle des coûts, qu'il s'agisse de salaires, de charges financières ou de matières premières, même si, par exemple, l'adoption de mesures de précaution a alourdi les frais de fonctionnement de nombre d'employeurs.

Il ne faudrait pas pour autant déclarer la fin de l'inflation, et cela même si son retour n'est pas pour demain. Les facteurs qui pourraient y contribuer sont multiples :

- À côté du choc de demande, désinflationniste, le Covid-19 est aussi un choc d'offre négatif, ce qui est inflationniste ;
- La théorie monétariste a beau ne plus être en grâce, toujours plus longtemps invalidée par les faits, l'impact potentiel de l'assouplissement monétaire sur l'inflation ne peut être passé pour pertes et profits ;
- Des mesures de soutien du pouvoir d'achat, par la revalorisation des salaires dans certains secteurs, à commencer par celui dit du « care », ou par la hausse du salaire minimum, ce qui est largement justifié dans nombre de pays, à commencer par les Etats-Unis, ont un potentiel inflationniste ;
- Les possibles velléités de rendre l'entreprise plus résiliente, par la relocalisation de certaines de ses activités, par la diversification de ses achats comme de ses activités ou par la constitution de stocks, s'accompagnent de coûts plus élevés, et sont donc inflationnistes ;
- La mise en œuvre de restrictions au commerce international ou de normes sanitaires plus élevées est également inflationniste ; songeons au cas des compagnies aériennes qui devraient laisser plus d'espace entre les passagers ou aux magasins qui doivent limiter le nombre de visiteurs simultanés ;

- La plus grande complaisance en matière de préservation de la concurrence peut aussi conduire à plus d'inflation, tout comme les faillites ; s'il y a moins de restaurants dans le quartier, le prix du plat du jour s'en ressentira vraisemblablement ;
- Des impôts seront introduits ou alourdis ; ainsi, en parallèle de l'aide de EUR 750 milliard, en subventions et en prêts, aux Etats membres, l'Europe évoque un élargissement du marché carbone à l'aviation et au transport maritime, une taxe carbone aux frontières, une taxe sur le plastique jetable, une taxe sur les géants du numérique ou une meilleure coordination dans la taxation des multinationales ;
- L'asymétrie dans les préférences des banques centrales peut aussi jouer un rôle, celles-ci préférant l'inflation à la déflation, aussi car la première soulagerait l'hypothèque des dettes publiques ;
- Le mode de calcul de l'inflation pourrait lui aussi être modifié ; on le sait, depuis la Commission Boskin aux Etats-Unis dans les années 90, la méthodologie de calcul de l'inflation peut être revue dans un sens qui la diminue, mais il est des arguments en sens contraire, notamment au travers de l'augmentation du poids de l'immobilier résidentiel ; la « revue de stratégie » à laquelle la Banque centrale européenne, comme d'autres banques centrales, va se livrer pourrait déboucher sur une révision à la hausse.

Aujourd'hui, à en juger par la valorisation comparée des obligations souveraines « classiques » et de leurs petites sœurs « indexées sur l'inflation », les marchés financiers ne s'attendent nullement à une accélération significative de l'inflation, et il est vrai que celle-ci est particulièrement absente dans un pays comme le Japon qui semble être un précurseur, notamment sur le plan de la démographie. Toutefois, il est sage de garder à l'esprit l'éventualité d'un retour de l'inflation.

Incidentement, les perturbations dans la production liées au confinement ont rendu nombre des biens et services non disponibles, et ont vraisemblablement entraîné un renchérissement qui n'est pas capturé par les indices des prix à la consommation. Ceux-ci, en effet, se basent sur une observation épisodique des paniers de consommation, et non sur une enquête en continu sur les dépenses de consommation comment cela serait souhaitable (voir Diewert et Fox, 2020).

8. Politique économique

Face à la crise du confinement, la réponse monétaire et budgétaire fut radicale, et cela n'a pas été vraiment contesté. Comme l'écrit Blanchard (2020), *“the motto for fiscal policy these days is: “Whatever it takes,” and it is indeed the right motto.”* Mais comment considérer ces deux pans de l'action publique dans une perspective de moyen terme ?

Faut-il ranger au rayon des fétichismes dangereux l'orthodoxie budgétaire ou l'indépendance des banques centrales ?

La crise, et en particulier le gonflement du bilan des banques centrales avec des titres de dette publique – et qu'ils soient acquis sur le marché secondaire et non à l'émission n'y change rien – a achevé de convaincre que la dissociation entre politique budgétaire et politique monétaire est largement artificielle, voire trompeuse.

Avant 2020, les banques centrales étaient déjà entrées en « terra incognita », avec les traits suivants :

- des taux d'intérêt nominaux proches de zéro, voire légèrement négatifs ;
- des taux d'intérêt à long terme sur les dettes souveraines le plus souvent négatifs en termes réels et fréquemment en termes nominaux ;
- des subventions aux banques pour les inciter à prêter ;
- des spreads sur les obligations d'entreprises tirés vers le bas par leur politique, en ce compris l'achat de telles obligations ;
- de facto un filet de sécurité (un « put », dirait-on) offert à l'investissement en actions, au travers d'un relâchement monétaire quand les bourses baissent ;
- une communication sur la volonté de mener durablement une telle politique.

La crise liée au confinement a amené les banques centrales à faire plus de la même chose, confirmant ainsi que leur arsenal n'était pas vide. Et elles pourraient aller encore plus loin, tout comme elles pourraient envisager des stratégies alternatives, en particulier la fameuse monnaie hélicoptère, que celle-ci soit injectée directement par la banque centrale ou indirectement, au travers du financement monétaire des Etats. Elles ont été plus loin dans la baisse des taux, dans l'assouplissement quantitatif, dans les subventions aux banques et dans la qualité des actifs acheteables.

Et les banques centrales pourraient aller encore plus loin. La limite inférieure des taux, théoriquement à zéro % ou aux alentours (« *zero lower bound* ») sous peine d'un exode massif vers des alternatives, à commencer par l'argent liquide, doit être reconsidérée. Rogoff (2020) évoque un taux allant jusqu'à -3%, atteignable notamment en interdisant aux agents autres que les ménages de détenir du cash, en taxant les dépôts de cash et en supprimant les grosses coupures. Bien sûr, cela se heurte à la perception populaire de la juste rémunération de l'effort individuel d'épargne, mais c'est certainement, à défaut d'un réveil de l'inflation venant comprimer les taux réels, une voie sérieuse. Le problème de l'endettement, public et privé, serait sérieusement allégé avec soit de l'inflation, soit des taux d'intérêt franchement négatifs.

Une voie alternative est celle de l'annulation partielle de la dette publique. Il est connu qu'une obligation perpétuelle zéro coupon ne vaut rien. Et annuler une créance qui ne vaut

rien, c'est être pragmatique. En fait, une politique monétaire axée sur des taux bas afin de soulager les finances publiques présente de nombreux défauts :

- la fameuse « euthanasie des rentiers », qui peut nourrir un ressentiment populaire et donc nourrir des expressions politiques extrêmes ;
- l'incitation à prendre plus de risques : s'endetter pour acquérir un concurrent, emprunter pour racheter des actions propres, augmenter l'effet de levier dans l'immobilier résidentiel, ... ; le risque de nourrir des bulles qui font de graves dégâts en explosant est réel ;
- la nécessaire « destruction créatrice » est entravée quand les entreprises en difficulté gardent la tête hors de l'eau grâce à des coûts de financement réduits ;
- la compression des *spreads* est à l'opposé de la discipline des marchés, une discipline qui peut être indiquée comme elle peut être inappropriée ; quand Madame Lagarde a observé, en mars dernier, que les *spreads* des Etats souverains n'étaient pas du ressort de la BCE, elle a dû très rapidement faire marche arrière.

Annuler partiellement la dette publique permettrait d'éviter ces inconvénients de l'alternative des taux d'intérêts comprimés, et aurait même des avantages additionnels :

- éviter l'hypothèque du doute quant à la détermination de la Banque centrale de soutenir les finances publiques ;
- éviter un excès d'épargne dans le chef des ménages qui, face à la hauteur de la dette publique, anticiperaient une future augmentation des impôts ou baisse des prestations publiques (notion dite de « l'équivalence ricardienne ») ;
- offrir la perspective d'une restauration future de la discipline de marché par la variation des *spreads* souverains ;
- donner une « carotte », ou un « *sweetener* », pour faire prendre – ou même imposer – des réformes structurelles.

Une annulation de dette publique ne doit pas être un tabou. C'est une pratique ancienne qui a montré des vertus, et qui a encore été largement pratiquée au XX^{ème} siècle. A cet égard, l'accord de 1953 relatif à la dette de l'Allemagne et impliquant 20 créanciers étrangers est instructif. 46% de la dette d'avant-guerre et 52% de celle d'après-guerre ont été annulés, et le solde a été converti en dette à long terme à taux d'intérêt de faveur et avec une période de grâce de 5 ans. De plus, le remboursement a été rendu conditionnel au fait de dégager un surplus commercial et les montants dus ont été plafonnés à maximum 3% des revenus annuels d'exportation. L'intelligence a conduit à créer un alignement d'intérêt entre l'Allemagne et ses créanciers. Comme l'écrit Ghosh (2020), « *This encouraged Germany's creditors to be vested in its export success, creating the conditions for the subsequent boom.* »

En même temps, annuler la dette se heurte à un obstacle, aussi réel que flou, celui du risque de perte de confiance des agents économiques. Si ceux-ci prennent peur face à une politique économique qu'ils jugeraient irresponsables, un dérapage des taux d'intérêt ou une chute de la demande ne peut être exclu. Pour limiter ce risque, deux voies émergent.

La première est de lier le montant de l'annulation de la dette au coût de la crise liée au confinement. Ainsi serait évitée l'impression que les pouvoirs publics peuvent se permettre n'importe quel déficit pour n'importe quelle raison. L'argument anti-annulation d'être une incitation à la gabegie budgétaire disparaîtrait. Nul problème d'aléa moral ne se poserait : ce qui est annulé est dû à la malchance, pas à la « malgestion ». Estimer le coût budgétaire du Covid-19 et du confinement donnera lieu à débat mais il y aura moyen de s'accorder sur des ordres de grandeur. La seconde piste est d'annuler des dettes anciennes, historiques. Quand, à la veille de l'entrée dans l'euro, la Belgique a supprimé deux lignes de crédit de sa banque centrale sur l'Etat national, cela n'a troublé ni les citoyens, ni les marchés. On pourrait donc imaginer d'avoir des créances souveraines « Covid-19 » dans le bilan des banques centrales, identifiées comme tel, et de procéder à leur annulation dans quelques années.

Ces derniers temps, il a été beaucoup question de la Théorie Monétaire Moderne, ou « *Modern Monetary Theory (MMT)* », un courant associé à des économistes comme Stephanie Kelton, Randy Wray et Bill Mitchell (voir Kelton, 2020). Ce courant est porté par différentes forces :

- l'invalidation, à ce jour, des mises en garde classiques pour cause de risque inflationniste contre les politiques monétaires trop accommodantes ;
- la validation des politiques budgétaires expansionnistes que la nécessité d'aujourd'hui impose ;
- l'interrogation démocratique sur la légitimité de l'indépendance des banques centrales ;
- la nécessité d'agir de manière plus déterminée dans différents domaines : transition environnementale, infrastructures de transport, inégalités, ...

Pour la MMT, accroître l'endettement public n'est pas un problème, à condition :

- que l'Etat puisse s'endetter dans la monnaie nationale ;
- que l'économie n'ait pas atteint son potentiel (que subsiste donc un « *output gap* » conséquent) ;
- que le coût de financement soit proche de 0%.

Le point de départ de la MMT est correct, et d'ailleurs bien connu : l'Etat souverain dispose d'une arme formidable, le seigneuriage. Pensons aux billets de banque : leurs détenteurs

font un crédit à taux zéro aux autorités émettrices. Il y a bel et bien un avantage majeur à pouvoir émettre « sa » monnaie, et l'avantage est proportionnel au volume qui peut être émis. La difficulté est d'anticiper quand l'émission deviendrait excessive et déboucherait sur une perte de confiance envers les autorités et sur une dérive inflationniste. Certes, aujourd'hui, la menace de l'inflation semble bien lointaine, mais anticiper l'inflation est une tâche où le « track record » des économistes est médiocre. Il est déjà très difficile d'estimer le taux de chômage structurel, celui en-dessous duquel une spirale salaire/prix serait enclenchée. Et poser que le potentiel productif d'une économie est associé à un taux de chômage nul, comme le font les partisans de la MMT, est inapproprié, vu, notamment, la part de chômage frictionnel et les problèmes de mesure du chômage (travailleurs découragés, arbitrage chômage / invalidité, chômeurs en fin de droit, travail à temps partiel, prisonniers, ...).

Le dogmatisme budgétaire est idiot. Viser l'équilibre s'apparente à de la numérogie, comme l'a exprimé Paul De Grauwe, et, à la suite de la controverse autour d'un ouvrage de Reinhart et Rogoff, nous savons qu'il n'y a pas un seuil d'endettement public à ne pas dépasser sous peine de contreperformance économique. La MMT a raison de rappeler l'un et l'autre, et de mettre en exergue les potentialités du financement monétaire des Etats, mais au-delà, elle induit en erreur en laissant penser que le déficit public n'est qu'un mythe, sachant combien serait dommageable serait une brutale panique face à la dégradation des comptes publics.

9. Environnement

La crise liée au confinement est susceptible d'affecter la croissance à moyen terme des économies :

- altération de la confiance des ménages ;
- impact différé sur les gains de productivité de la compression des dépenses d'investissement ;
- perte de capital humain, par le processus de réallocation des travailleurs (avec déperdition de compétences spécifiques), par la tétanie dans la recherche d'un emploi offrant un meilleur « matching », par hystérèse et aussi du fait de la fermeture des écoles (voir Belot et Webbink, 2010);
- impact des mesures de prudence sur la productivité (dans les restaurants, dans les magasins, en matière de stockage, en termes de « déséconomies » d'échelle
- ...

En même temps, il ne faut pas faire des faillites un épouvantail. Pour Hussman (2020), *“It was not “bankruptcies and bank failures” that contributed to the Great Depression, but rather “disorganized and piecemeal bankruptcies and bank failures.” (...) Emphatically,*

“bankruptcy” does not mean that the business of a company evaporates, nor do its assets or employees.” Les actifs du failli sont repris par un tiers, et remis en marche ! Au-delà, il faut voir les vertus de la destruction créatrice et, plus largement, de la réallocation de facteurs de production vers des usages plus efficaces dans la durée. Le télétravail et les visioconférences peuvent faire gagner un temps précieux par rapport aux embouteillages, aux réunions ou aux colloques. Des investissements vont devoir être plus rapidement dépréciés, et laisser la place à d'autres dépenses. Songeons ici au domaine de l'énergie fossile, où les réductions de valeur sur les actifs du secteur fossile ont été accélérées. L'aggiornamento en matière de politique économique peut aussi stimuler l'activité, par exemple en autorisant des déficits publics plus importants en lien avec des politiques de transition environnementale. Le lien entre confinement et croissance tendancielle n'est donc pas clairement établi.

Au-delà de la dimension d'une éventuelle diminution de la croissance économique du fait de la pandémie et de la crise liée au confinement, celles-ci vont-elles servir la cause de l'environnement ou la desservir ? La réponse est encore ambiguë. Il est des facteurs pour laisser penser qu'elles le desserviront :

- Parmi les mesures de soulagement de l'économie adoptées dans l'urgence, il en est qui sont clairement nuisibles à l'environnement : régulation verte allégée et relance de modes de production bon marché et polluant ont été observées ;
- Des réformes, tel le relèvement de la fiscalité environnementale, sont différées, sur arrière-plan d'arbitrage mental entre fin du mois et fin du monde dans un contexte de crise économique, d'insécurisation économique et sociale et de cohésion sociale à risque ;
- La hausse de l'endettement pour cause de récession restreint l'espace budgétaire pour financer la transition ;
- Au confinement est associé une période de décroissance, mais en véhiculant une image négative, celle non d'une décroissance heureuse mais d'une décroissance anxieuse.

En même temps, une chance est donnée pour, avec l'aplatissement de la courbe des infections, aussi aplatiser la courbe des émissions de CO₂, pour reprendre l'expression en une de *The Economist* (mai 2020). Les facteurs suivants laissent penser que l'agenda de la transition aura été servi par les événements récents :

- Que les autorités aient « fermé » l'économie et que les citoyens l'aient accepté montre que les pouvoirs publics ont la possibilité d'adopter des mesures radicales, là où souvent ils sont perçus comme tétanisés ou impuissants ; il y a une réhabilitation de la puissance publique, qui pourrait servir un agenda environnemental ambitieux ;

- Que les autorités aient osé imposer un tel coût économique au service d'une certaine conception de la santé - une certaine car il est à penser que le confinement tel que pratiqué aura été excessif et aura, au total, nui à la santé publique -, montre qu'elles ne sont pas dominées par des intérêts économiques de court terme ;
- Même si ses causes ne sont pas environnementales, la pandémie met en lumière les risques sanitaires de pratiques telles que la déforestation, le commerce d'animaux sauvages ou les abattoirs industriels ;
- La crise remet en cause les objectifs d'équilibre budgétaire, ouvrant un espace au financement public d'une stratégie de transition ;
- La nécessité d'une relance de l'économie impose d'agir, et de préférence dans des domaines perçus comme porteurs, ce qui peut faciliter le développement d'activités s'inscrivant dans la transition : énergie renouvelable, alimentation saine, bâtiments passifs, ...

Il est amusant de noter que le Covid-19 et la crise du confinement ont débouché, en bourse, sur une surperformance de l'investissement responsable. Le tableau 1 donne les performances des indices MSCI, région par région, au 1^{er} semestre 2020, en distinguant les indices classiques, ou standards, des indices responsables, ici les indices dits SRI pour « *Socially responsible Investment* ».

Tableau 1. Performances boursières régionales au 1^{er} semestre 2020

	Europe	EMU	USA	Japon	Pays Emergents
Standard	-12.89%	-12.34%	-2.57%	-7.24%	-9.88%
SRI	-7.12%	-9.34%	2.72%	-5.02%	-12.99%

Sources : MSCI, Bloomberg, Orcadia AM

Pour reprendre l'expression de Cynthia Fleury (2020), il est donc possible de voir dans la pandémie et sa gestion une « *répétition générale* », et avec Hepburn et al. (2020), de considérer que l'agenda climatique est largement conditionné à la nature des plans de relance des mois à venir : *“The shape of COVID-19 fiscal recovery packages put in place in the coming months, once lockdowns are eased, will have a significant impact on whether globally agreed climate goals are met.”*

La pandémie aura-t-elle été un mal pour un bien ? La réponse sera toujours incertaine mais elle est largement tributaire du degré de préoccupation environnementale des stratégies mises en œuvre pour soutenir l'économie.

10. Coordination internationale

A la différence de la gestion de la Grande Crise Financière, nous n'avons pas assisté à un vaste effort de coordination internationale pour faire face à la pandémie et aux effets économiques du confinement. La chose a été déplorée comme un échec patent du multilatéralisme. Toutefois, la sévérité du jugement doit être atténuée en raison de la moindre nécessité d'une telle coordination. La pression interne a été suffisante dans les pays concernés pour adopter des mesures de soutien fortes, sans devoir craindre des comportements stratégiques de type « passager clandestin », typiquement celui d'une économie qui tablerait sur les politiques budgétaires expansionnistes de ses partenaires commerciaux pour stimuler ses exportations tout en s'économisant le coût de cette relance.

En matière de coopération internationale, l'Union européenne est un cas particulier, qui mérite une attention spéciale. L'Europe est entrée dans la crise dans une situation peu enthousiasmante, voire préoccupante :

- Le Brexit est, au minimum, une solution de second rang par rapport à une intégration harmonieuse du Royaume-Uni, avec ce que cela aurait signifié en termes de fonctionnement intérieur comme de rayonnement extérieur pour l'Union, où l'absence de puissance de l'Europe est particulièrement malheureuse ;
- Une Union monétaire incomplète, avec huit pays de l'Union demeurant en dehors de la zone euro ;
- Une croissance économique à la traîne de celle d'autres pays industrialisés ;
- Un déficit d'*affectio societatis* et de légitimité démocratique, en regard de l'Union et de ses institutions, notamment la Banque centrale européenne ;
- Une Union monétaire sans solidarité budgétaire et avec une contestation interne des pratiques actuelles de la BCE, comme en a témoigné un arrêt récent de la Cour Constitutionnelle de Karlsruhe ;
- De profondes divergences en termes à la fois de performances économiques et de préférences politiques, le plus grave étant les écarts sur les valeurs fondamentales, et cela alors que comme l'a exprimé récemment Donald Tusk, "*There is no Europe without the rule of law*".

La crise a, à certains égards, exacerbé les faiblesses de l'Union :

- Il est connu, en termes généraux, que les temps difficiles sont propices aux replis nationalistes ;
- La crise a donné lieu à un chacun pour soi ; les choses se sont ensuite améliorées, mais on a assisté à fort peu de signes d'empathie et de solidarité à travers les frontières, avec les disputes pour conserver chez soi ou attirer masques, gel et autres matériels sanitaires devenus rares et prêts à être livrés ailleurs dans l'Union ;
- La malchance a voulu qu'un pays déjà fragilisé, l'Italie, soit plus tôt et davantage frappé par la crise sanitaire. A sa panne structurelle de croissance, sa dette publique élevée et son secteur bancaire fragilisé, sont venus s'ajouter cette crise de manière particulièrement violente, sur le plan de la santé d'abord, sur celui de l'économie ensuite, vu l'importance du tourisme dans l'économie nationale.

Si nous ne sommes pas disposés à plus de mutualisation en ces temps-ci, quand aucune forme de déresponsabilisation n'est à craindre, quand le serons-nous ? Heureusement, et même si ce fut laborieux, avec l'obstruction de pays dits « frugaux » et dès lors avec des marchandages douteux, des coupes malvenues dans d'autres budgets et des dommages symboliques, un accord a été dégagé pour mobiliser le budget de la Commission et cela pour des subventions et pas seulement des prêts. Bien sûr, les montants restent limités, mais ils ne sont pas marginaux non plus et ils constituent un précédent. Par ailleurs, la suppression du plafond par émission de ce que la BCE peut racheter comme obligations souveraines, si elle est elle aussi aujourd'hui encadrée et limitée, constitue un autre précédent majeur.

Il apparaît donc que la crise a conduit à élargir « l'instrumentarium » des autorités européennes, et cela dans deux directions fondamentales, celle du budget de la Commission et celle du financement monétaire des Etats membres. Simultanément, la crise aura vu une initiative majeure du tandem franco-allemand, de bon aloi, de même qu'un renforcement, au plan national, d'Angela Merkel, ce qui est aussi une bonne chose pour lui donner des coudées plus franches. Et incidemment, le pas vers la mutualisation budgétaire laisse penser que le Brexit est, somme toute, une bonne affaire si, sans ce dernier, un tel pas n'aurait pu avoir lieu !

Conclusion

La pandémie, les dépenses qu'elle a occasionnées, les inquiétudes qu'elle a générées et le confinement qu'elle a vu émerger comme cœur de stratégie pour la contenir sont une expérience humaine dramatique. Il faut que les enseignements qui seront tirés soient à la mesure des coûts imposés à la collectivité. Il ne vaut pas que l'économie reparte comme avant, il ne faut pas que la pratique en entreprises, que la gestion de la collectivité et que la pensée économique repartent comme avant.

Nous le savons, il vaut se méfier des « *This time is different* » et des intuitions de grands soirs à venir, mais les exigences sociales et environnementales sont telles qu'une réorientation économique est hautement souhaitable. Face à une crise non anticipée d'une violence inimaginable, nous avons pris des mesures hier impensables. Au prix fort, la crise actuelle peut être un catalyseur du changement. Qu'il s'agisse de cohérence dans les principes d'une économie de marché, de la valorisation des sources de résilience, de regard critique sur la mondialisation, d'aggiornamento dans la conception des politiques monétaire et budgétaire ou de la place à donner aux questions d'inégalité et d'environnement, les économistes ont un rôle à jouer.

Bibliographie

Bailey, Andrew, Mark Carney, François Villeroy de Galhau, Frank Elderson (2020), The World Must Seize This Opportunity to Meet the Climate Challenge, The Guardian, June 5.

Baldwin, Richard et Beatrice Weder di Mauro, éditeurs (2020), Economics in the Time of COVID-19, VoxEU.org eBook, CEPR.

Baldwin, Richard et Beatrice Weder di Mauro, éditeurs (2020), Mitigating the COVID Economic Crisis: Act Fast and Do Whatever It Takes, VoxEU.org eBook, CEPR.

Belot, Michèle, and Dinand Webbink (2010), Do Teacher Strikes Harm Educational Attainment of Students?, Labour, November.

Blanchard, Olivier (2020), "Whatever it takes." Getting into the specifics of fiscal policy to fight COVID-19, Peterson Institute for International Economics (PIIE), March 30.

Blanchard, Olivier, Thomas Philippon and Jean Pisani-Ferry (2020), A New Policy Toolkit is Needed as Countries Exit COVID-19 Lockdowns, Bruegel, Policy Contribution 12/2020.

Camus, Albert (1947), La Peste, Gallimard.

Case, Anne et Angus Deaton (2020), Deaths of Despair and the Future of Capitalism, Princeton University Press, Princeton, NJ.

Diewert, W. Erwin et Kevin J. Fox (2020), Measuring Real Consumption and CPI Bias under Lockdown Conditions, NBER Working Paper No. 27144, May.

Dunning, David (2014), We Are All Confident Idiots, Pacific Standard, Oct. 27.

Fleury, Cynthia (2020), Répétition Générale, Gallimard, collection Tracts de crise, mars.

Ghosh, Jayati (2020), The Covid-19 debt deluge, Project Syndicate, March.



Hepburn, Cameron, Brian O'Callaghan, Nicholas Stern, Joseph Stiglitz and Dimitri Zenghelis (2020), Will COVID-19 fiscal recovery packages accelerate or retard progress on climate change?, Smith School Working Paper 20-02, Oxford University.

James, Harold (2001), The End of Globalization, Harvard University Press.

Irwin, Douglas A. (2020), The Pandemic Adds Momentum to the Deglobalization Trend, PIIE, April 23.

Kelton, Stephanie (2020), The Deficit Myth: Modern Monetary Theory and How to Build a Better Economy, Public Affairs.

Morin, Edgar (2020), Un festival d'incertitudes, Gallimard, collection Tracts de crise, avril.

Rogoff, Kenneth (2020), The Case for Deeply Negative Interest Rates, Project Syndicate, May 4.

Sibony, Olivier (2020a), Prise de décision & biais cognitif - Exemple du COVID 19, webinar, HEC Paris, avril.

Sibony, Olivier (2020b), Penser contre soi : la crise nous oblige à sortir de notre modèle mental, Xerfi, mai.

Summers, Larry (2020), Given what we're losing in GDP, we should be spending far more to develop tests, May 5.

Taylor, Timothy (2020), COVID: Perception and Numeracy, Conversable Economist, August.