



CORONAVIRUS : REGARDS SUR UNE CRISE

La série de contributions "Coronavirus : regards sur une crise" de Terra Nova s'efforce de mettre en partage des réflexions, témoignages et questionnements suscités par la pandémie de Covid-19 et ses multiples conséquences. Nous avons souhaité à cette occasion ouvrir nos pages à de nombreux partenaires extérieurs d'horizons variés, témoins, acteurs, experts et constituer ainsi un laboratoire intellectuel à ciel ouvert. Les idées qui y sont exposées ne reflètent pas toutes les positions collectives de Terra Nova.

RÉPONDRE À UNE CRISE DE SOLVABILITÉ SANS HYPOTHÉQUER LA TRANSITION ÉCOLOGIQUE

19 mai 2020 | Par Simon Matet, co-coordonnateur du pôle data de Terra Nova

La pandémie actuelle de Covid-19 est devenue en l'espace de quelques semaines une des plus profondes crises depuis la Grande Dépression et la Seconde Guerre Mondiale. Au-delà des mesures en liquidité d'ores et déjà en place, un ambitieux plan de soutien et de relance sera déterminant pour permettre un rebond rapide de l'économie. Terra Nova a publié un plaidoyer du groupe Les Gracques pour une stratégie de soutien en solvabilité^[1]. Ce papier prenait place dans la série « Coronavirus : regards sur une crise » qui accueille des points de vue et analyses de contributeurs issus de la communauté des experts de Terra Nova, mais aussi de l'extérieur.

Les Gracques y ouvrent un débat important que nous souhaitons poursuivre ici. Ils proposent, notamment, des investissements en fonds propres de la sphère publique dans les grandes entreprises cotées en difficultés, des mesures de soutien à l'investissement dans les PME et des subventions plus généreuses pour les artisans, indépendants et TPE.

[1] Les Gracques, « Pour une stratégie de fonds propres. Proposition de plan de relance post Covid pour préserver l'outil de production et sauvegarder l'emploi en France », 10 avril 2020, <http://tnova.fr/notes/pour-une-strategie-de-fonds-propres-proposition-de-plan-de-relance-post-covid-pour-preserver-l-outil-de-production-et-sauvegarder-l-emploi-en-france>

En sortie de crise, la note détaille des mesures de relance au-delà d'une réponse aux besoins de solvabilité : dispositif de suramortissement des investissements, renforcement des transferts aux collectivités locales sous réserve de stabilisation voire d'augmentation de leurs dépenses d'investissement, renforcement de la construction, notamment de HLM et de l'entretien-rénovation.

Néanmoins, tout plan de relance porte le risque de relancer notre économie dans la mauvaise direction, ou vers le statu quo, en utilisant des moyens publics limités dont nous avons, d'ores et déjà, urgemment besoin pour accompagner la transition écologique de notre économie. En effet, les marges de manœuvre de l'Etat ne seront pas les mêmes avec une dette publique à 115% du PIB[2]. Or une stratégie de soutien en fonds propres s'inscrit, par définition, dans une démarche de moyen terme[3] et immobilisera durablement des ressources alors que la transition écologique se joue aujourd'hui. Il est donc indispensable de concilier transition écologique, stratégie de solvabilité et relance de moyen terme, sans quoi le climat sera la grande victime politique de la crise actuelle.

On ne présente plus aujourd'hui les propositions de "green new deal" ou de plan de relance verte. Dans certains secteurs, un tel plan de relance verte est aisé à imaginer : les investissements dans des moyens de transports décarbonés, des véhicules électriques aux grands projets de transports en commun, pourraient être renforcés. Certains chantiers déjà en cours, au premier rang desquels celui du métro du Grand Paris, offriraient même la possibilité d'un premier impact macroéconomique rapide sur la demande. Mais tous les secteurs et entreprises ne sont pas logés à la même enseigne : des secteurs très émissifs comme le transport aérien sont les premiers touchés par la crise. Les TPE-PME présentent un bilan carbone varié, selon leur secteur, mais se trouvent également en première ligne face aux impacts économiques du confinement, alors même que l'Etat ne dispose pas d'outils directs aussi efficaces et ciblés que pour les grandes entreprises qui, elles, peuvent bénéficier d'un soutien sur mesure.

Il ne s'agit donc pas tant d'articuler une stratégie de soutien uniquement autour des enjeux climatiques, mais bien de concevoir une réponse qui ne soit pas entièrement orthogonale aux priorités d'hier qui seront également celles de demain, au premier rang desquelles la transition écologique.

[2] Chiffre du [deuxième projet de loi de finances rectificative pour 2020](#)

[3] Puisqu'il s'agit d'aider une entreprise à faire face non pas à des difficultés de paiement immédiates mais à une insuffisance de fonds propres sur le moyen terme. Les horizons de sortie d'une intervention en fonds propres sont supérieurs même aux prêts garantis par l'Etat qui ont une durée de 6 ans.

Au-delà des mesures de court terme et d'une intervention en solvabilité dont les conditionnalités seront malgré tout contraintes par les réalités économiques des entreprises, il est possible de concevoir une politique de relance à moyen terme présentant des co-bénéfices plus importants dans le domaine de l'écologie. Ces co-bénéfices ne doivent pas être simplement vus comme une façon d'atteindre deux objectifs, écologiques et économiques, en même temps dans un contexte de moyens contraints. Au contraire, les bénéfices écologiques d'une politique de relance permettent de doubler le stimulus de court terme de conséquences économiques de long terme bien réelles, en diminuant le coût de la pollution ou du changement climatique.[4]

1 - LA CRISE ACTUELLE EST INÉDITE PAR SON AMPLEUR ET SON IMPACT DIRECT SUR L'ÉCONOMIE RÉELLE

L'histoire économique nous a habitué à des crises plus ou moins importantes, survenant tous les dix ans environ, dont le point de départ est financier : krach boursier de 1987, bulle internet au début des années 2000, bulle du marché de l'immobilier américain en 2008, etc. A chaque crise, l'économie réelle n'était touchée que dans un second temps, généralement par la contraction du crédit, par l'effet richesse[5] et par l'incertitude qui pousse à diminuer la consommation et les investissements. A l'inverse, la crise actuelle frappe tout d'abord, et très durement, l'économie réelle et ne s'est pas encore propagée outre mesure à la sphère financière[6]. Au contraire, celle-ci entre plutôt dans cette période de turbulence protégée par des ratios de capitaux et des règles prudentielles sans commune mesure avec ceux qui prévalaient en 2008.

Si ce constat fait l'unanimité, deux conclusions alarmantes en découlent :

[4] Voir à ce sujet Patrice Geoffron et Benoît Leguet, « Co-bénéfices environnementaux et sanitaires de l'action publique : it's (also) the economy, stupid ! », I4CE et Terra Nova. Le remplacement des combustibles fossiles par des énergies propres réduirait le coût des dommages climatiques de 6,5% du PIB mondial. A l'échelle mondiale, les avantages connexes en termes de qualité de l'air représenteraient environ 75 % des coûts d'atténuation.

[5] La forte baisse du prix des actifs, par exemple l'immobilier et les actifs financiers dans le cas de la crise de 2008, conduit à une diminution de la richesse des acteurs économiques. Face à l'incertitude et à la chute de leur patrimoine, ceux-ci diminuent en retour leur consommation et investissements, conduisant à une chute de l'activité économique. Indépendamment de la mondialisation du système financier, ce mécanisme explique la propagation des crises à d'autres pays par le canal du commerce international (les importations des pays touchés diminuent, créant un choc sur la demande dans les pays exportateurs).

[6] En ce sens l'impact de la crise actuelle est plus proche de celui d'une guerre qui désorganise les chaînes de production et d'approvisionnement et polarise les ressources sur quelques secteurs stratégiques (l'action sanitaire actuellement). La crise sanitaire se distingue cependant par l'absence de destructions physiques, ce qui peut permettre un rebond plus rapide mais limite le sursaut d'activité lié à la reconstruction, et par un choc de demande massif et direct, alors qu'une guerre ne diminue qu'indirectement la demande du fait de l'incertitude qui l'accompagne, voire l'augmente très fortement dans certains domaines comme l'armement.

La première est que les dégâts pour l'économie réelle sont massifs et immédiats. Selon l'INSEE[7], la baisse de l'activité économique pendant le confinement dépasse d'ores et déjà 35%. C'est donc 35% d'activité économique en moins pendant deux mois de confinement qu'il sera difficile, sinon impossible, de rattraper dans le scénario de déconfinement progressif qui se dessine. Mais ce chiffre agrège l'intégralité de l'activité économique en France, y compris la sphère publique et non marchande. Le PIB non marchand est, schématiquement, évalué comme le coût de production des biens et services, ce qui inclut par exemple le salaire des fonctionnaires. Il est comparativement moins affecté par le confinement, avec une baisse de seulement 15%. On peut par ailleurs s'attendre à un rebond rapide dès la fin du confinement lorsque les services non marchands suspendus reprendront et dans un contexte de hausse des frais de santé[8]. De fait le deuxième Projet de Loi de Finances Rectificatif (PLFR2) prévoit une hausse de 2% des dépenses publiques pour 2020. A l'inverse, le secteur marchand non financier, entreprises et indépendants, souffrira de la crise de façon disproportionnée : -43% d'activité pour l'industrie (qui représente 14% du PIB), -88% pour la construction (6% du PIB) et -55% pour les services marchands si l'on exclut l'immobilier et le secteur financier (40% du PIB). La contraction de 8% du PIB projetée dans le PLFR2 se concentrera donc en réalité sur ces trois secteurs qui comptent, à eux seuls, pour plus de 90% de la baisse de l'activité économique alors qu'ils ne représentent que 60% du PIB. Ces secteurs risquent d'être profondément et durablement sinistrés[9].

La seconde conclusion est que les mesures de liquidité qui avaient permis de contenir les retombées de la crise de 2008, si elles doivent indubitablement faire partie de la réponse, risquent fort de ne pas suffire. Lorsque le principal canal de transmission d'une crise est la contraction du crédit, l'octroi massif de crédits garantis par l'Etat, la première mesure mise en place pendant la crise actuelle, suffit à endiguer une grande partie du problème et à épargner autant que possible le tissu industriel. Un assouplissement monétaire peut permettre de limiter l'effet richesse et de relancer la consommation et l'investissement. A l'inverse, lorsque le tissu économique est directement touché l'octroi massif de prêts ne peut suffire à relancer des entreprises fermées lorsque leurs clients ou leurs employés sont dans l'impossibilité de se déplacer en sécurité. Aucune politique monétaire ne peut suffire à relancer la consommation et rétablir la confiance des acteurs économiques lorsqu'un virus meurtrier se propage dans la population. L'homo economicus n'est pas immunisé contre le Covid-19.

[8] Par définition, les services non marchands souffrent peu de la baisse de pouvoir d'achat des ménages ou de leur propension à dépenser. Il suffit généralement qu'un service soit disponible au public pour que ses coûts de production soient comptabilisés dans le PIB.

[9] Pour se faire une autre idée de l'impact dramatique qui attend plus particulièrement les entreprises, les prévisions de recettes de l'impôt sur les sociétés dans le PLFR2 ont été revues à la baisse de 40% par rapport à celles de la loi de finance initiale, ce qui laisse supposer une baisse similaire des bénéfices des entreprises.

2 - LES MESURES PRISES À CE STADE CONCERNENT PRINCIPALEMENT LA LIQUIDITÉ

Les mesures de liquidité sont les plus rapides à décider et les moins coûteuses. De fait, à la date du 15 avril 2020, le plan d'urgence regroupait un ensemble de mesure de natures hétérogènes qu'il convient de distinguer :

- Des mesures de liquidité, par lesquelles l'Etat apporte :
 - 300 Md€ de prêts garantis par l'Etat (PGE) à hauteur de 70% à 90% du montant du prêt. Une entreprise pouvant demander un PGE d'une durée de maximum cinq ans, représentant jusqu'à un quart de son chiffre d'affaire 2019, ou deux années de masse salariale pour les entreprises innovantes ou créées après le 1er janvier 2019[10]. Le coût de cette mesure dépendra naturellement du nombre de sinistres qui sera constaté.
 - Jusqu'à 50 Md€ de reports de charge : impôts sur les sociétés pour 12 Md€, charges sociales pour 21,5 Md€ et taxe sur les salaires pour 1 Md€[11]. Cette mesure serait sans impact budgétaire pour l'Etat puisque les entreprises devront malgré tout s'acquitter de leurs charges dans l'année[12].
- Des mesures d'investissements, à hauteur de 20 Md€ maximum, pour la prise de participation dans des entreprises en difficulté via CAS PFE[13]. Ces investissements auront théoriquement vocation à être rentables.
- Des mesures de nature subventionnelle, qui représentent un transfert définitif de la sphère publique vers les autres acteurs économiques[14] :
 - 24 Md€ de chômage partiel pour les 8 millions de travailleurs concernés.
 - 8 Md€ de dépenses de santé supplémentaires liées à la crise.
 - 7 Md€ de subventions pour le fonds de solidarité à destination des entreprises de moins de dix salariés et des indépendants, à hauteur de 1500 € par entreprise ou indépendant, pouvant être complétés jusqu'à 5000 € pour éviter des situations de cessation de paiement[15].
 - Des annulations de charge, au cas par cas et pour un montant encore non spécifié.

[10] Les conditions sont publiées par exemple sur le [site de Bpifrance https://www.bpifrance.fr/A-la-une/Actualites/Pret-Garanti-Etat-300-milliards-d-euros-pour-soutenir-les-entreprises-impactees-par-le-Covid-19-49167](https://www.bpifrance.fr/A-la-une/Actualites/Pret-Garanti-Etat-300-milliards-d-euros-pour-soutenir-les-entreprises-impactees-par-le-Covid-19-49167)

[11] Selon un chiffrage de l'Ifrap <https://www.ifrap.org/budget-et-fiscalite/plan-de-112-milliards-le-chiffrage-des-mesures>

[12] Il existera un impact résiduel du fait des faillites entre la date où les charges auraient dues être payées et le nouvel échéancier de paiement.

[13] Voir l'avis du haut haut commissariat aux finances publiques sur le PLFR2 <https://www.hcfp.fr/sites/default/files/2020-04/Avis%20HCFP-2020-2%20PLFR2%20-PSTAB%202020.pdf>

[14] Voir par exemple Public Senat <https://www.publicsenat.fr/article/politique/plan-d-urgence-economique-des-aides-interessantes-mais-pas-suffisantes-181922>

[15] Les conditions sont présentées sur le site du ministère de l'économie et des finances https://www.economie.gouv.fr/files/files/PDF/2020/DP-Fonds_de_solidarite.pdf

Les mesures de liquidité représentent donc la grande majorité des montants déployés par l'Etat, suivies de loin par le chômage partiel, enfin, par des interventions en solvabilité.

3 - LES MESURES DE LIQUIDITÉ PARAISSENT SUFFISANTES À CE STADE ET NE RÉDUISENT QUE MODÉRÉMENT LES MARGES DE MANŒUVRE BUDGÉTAIRES DE L'ÉTAT À MOYEN TERME

Le chiffre d'affaire global des entreprises marchandes non financières françaises étant de l'ordre de 4 000 milliards d'euros[16] et la baisse moyenne de l'activité liée au confinement s'établissant aux alentours de 44%[17], le volume de PGE disponible correspond au déficit de chiffre d'affaire que l'on peut attendre sur la durée du confinement. Ce simple calcul n'éclaire qu'imparfaitement la situation de liquidité des entreprises françaises puisque, en plus d'un chiffre d'affaire inférieur à la normale, celles-ci doivent faire face à des conditions de refinancement plus difficiles alors même que la dette des entreprises françaises atteignait avant crise un niveau historiquement élevé[18]. Mais, à l'inverse, le dispositif de chômage partiel et de report de charges permet aux entreprises les plus durement touchées de réduire significativement leurs charges, les frais de personnel représentant en moyenne 20% du chiffre d'affaire des entreprises[19]. Autre élément de comparaison : le volume de PGE disponible représente plus de 40% de la trésorerie totale des entreprises marchandes (hors institutions financières) et 12% de leurs emprunts[20].

Le volume de garanties est, de fait, en ligne avec celui des autres plans de soutien annoncés : il représente 10,7% du PIB en France, contre 10,1% en Allemagne (sans compter le refinancement de prêts de la KfW pour 100 Md€, 12,7% sinon), et 4,1% aux Etats-Unis. Il est à noter que, Outre-Atlantique, les garanties aux PME sont d'ores et déjà épuisées, ce qui semble montrer un dimensionnement insuffisant de cet instrument[21].

[16] Les données ESANE de l'INSEE pour 2017 montrent un chiffre d'affaire total de 3 895 milliards d'euros pour les entreprises marchandes non financières hors agriculture

[17] Point de conjoncture de l'INSEE du 9 avril 2020

[18] L'endettement des agents privés non financiers s'établissait à 135% du PIB au troisième trimestre 2019 selon les chiffres de la Banque de France contre 110% du PIB il y a dix ans, <https://www.banque-france.fr/statistiques/credit/endettement-et-titres/taux-dendettement-des-agents-non-financiers-comparaisons-internationales>

[19] https://www.economie.gouv.fr/files/files/PDF/2020/DP-Fonds_de_solidarite.pdf

[20] Ibid.

[21] <https://www.reuters.com/article/us-health-coronavirus-usa-lending/u-s-loan-program-hits-350-billion-cap-leaving-thousands-of-small-businesses-adrift-idUSKCN21Y2BV>

En cas d'aggravation ou de prolongation de la crise, et notamment en cas de retour à la normale progressif jusqu'en septembre (scénario du PLFR2), des mesures additionnelles pourraient s'avérer nécessaires. Dans le cas d'un retour linéaire vers le tendanciel avant crise d'ici septembre, la perte en chiffre d'affaire pour les entreprises pourrait être de l'ordre de 300 Md€^[22] supplémentaires. Pour limiter malgré tout le dimensionnement du soutien et accroître son efficacité, un meilleur ciblage pourrait être envisagé sur les secteurs et les entreprises les plus touchés. En particulier, avec un mois de recul sur l'impact sur chaque entreprise, un PGE éventuellement plus long ou dépassant les 25% du chiffre d'affaire pourrait être accordé à celles ayant connu une baisse particulièrement importante de leur chiffre d'affaire alors même que leurs charges restent importantes ou qu'elles doivent faire face à des échéances de dette élevées. Le montant du prêt serait ainsi fonction du besoin réel de liquidités. Autre piste, l'Etat pourrait lutter plus activement contre les délais de paiement qui se multiplient en période de crise, chaque entreprise cherchant à préserver sa trésorerie. Terra Nova publiait déjà une étude en octobre dernier proposant plusieurs pistes pour lutter contre les délais de paiement : renforcer les moyens dédiés à la lutte contre les délais de paiement, au moyen notamment d'un fonds abondé du produit des amendes infligées aux mauvais payeurs, accroître la transparence des acheteurs et promouvoir des produits financiers comme l'affacturage^[23]. En cette période exceptionnelle, et puisque l'Etat octroie d'ores et déjà des garanties pour des montants considérables, la puissance publique pourrait, au-delà du montant maximal des PGE, garantir des prêts à taux zéro pour refinancer les factures adressées par des PME à leurs clients. Ce dispositif d'affacturage garanti par l'Etat aurait le double avantage d'être moins risqué pour les finances publiques et le contribuable, puisque l'Etat aurait à la fois un recours contre l'emprunteur mais aussi le client, et de compenser l'effet pervers de l'allongement des durées de paiement en période de crise, qui touche particulièrement les PME. Ce dispositif devrait être accompagné d'une politique plus volontariste de *name and shame* des mauvais payeurs et d'une application stricte des dispositifs légaux contre les retards de paiement, directement par l'Etat et même en l'absence de plainte du créancier, afin d'éviter que les grands groupes tirent la mauvaise conclusion que leurs mauvaises pratiques en matière de paiements sont tolérées et même subventionnées par la puissance publique^[24].

[24] Voir Abdeldjellil Bouzidi, Thibaud Frossard, "Pour en finir avec la culture du retard de paiement en France", Terra Nova, 22 octobre 2019

[25] Une difficulté récurrente des délais de paiement est la réticence des créanciers à user de l'importante protection législative dont ils disposent de crainte de nuire à leurs relations commerciales avec leurs puissants clients. L'application automatique de la loi permet de contourner cette difficulté.

Les créances sur les clients représentent en France un volume de l'ordre de 700 Md€[25], soit un volume comparable à la trésorerie des entreprises. Le problème des délais de paiement est donc loin d'être anecdotique, et les retards de paiement ont triplé fin mars par rapport à la même période en 2020. Il a le potentiel d'accentuer significativement les défaillances d'entreprises dans le contexte de la crise, les retards augmentant de 25% à 40% le risque de défaillance selon la Banque de France[26]. Un ambitieux programme d'avances sur factures garanties par l'Etat permettrait d'apporter un volume important de financements aux PME victimes des mauvaises pratiques des grands groupes. Les garanties de l'Etat données à des emprunts bancaires sont sans conséquence immédiate pour le déficit et la dette maastrichtienne. Leur coût se limite en effet au coût des défauts qui seront à déplorer sur ces prêts. De même, le report dans la même année de charges sociales, dans l'environnement de taux bas actuel, n'a pas d'impact budgétaire sensible si ce n'est l'absence de paiement de la fraction d'entreprises qui risquent de faire défaut avant de payer leurs charges. Les mesures de liquidité semblent donc entièrement justifiées et globalement adéquates à ce stade. Elles ne limitent que peu les marges de manœuvre de l'Etat à moyen terme[27].

4 - AU-DELÀ DES ENJEUX DE LIQUIDITÉ, LA CRISE SANITAIRE AURA POUR CONSÉQUENCE DES PERTES IMPORTANTES QUI NE SE RÉSORBERONT PAS À COURT TERME

Malheureusement, la crise sanitaire ne se traduira pas seulement par un décalage de chiffre d'affaire, même en cas de rattrapage de l'activité dès 2020 après la fin du confinement. Une solution en liquidité seule ne fera donc pas disparaître le choc négatif sur les entreprises. Pour poursuivre dans les estimations, en sortie de deux mois de confinement avec une baisse de 44% de l'activité économique, ce sont plus de 80 Md€ de valeur ajoutée qui n'auront pas été produits par les entreprises sur la seule période du confinement[28] et le double, plus de 160 Md€, si l'on fait l'hypothèse d'un retour progressif à l'activité tendancielle d'avant crise à horizon septembre 2020.

[25] Données INSEE Esane 2017

[26] La problématique des défauts de paiement a fait l'objet d'une importante couverture médiatique, par exemple <http://www.economiematin.fr/news-incidents-paiement-delaix-comite-crise-statistiques>

[27] Ce dispositif serait en outre compatible avec le cadre temporaire sur les aides d'Etat édicté par la Commission Européenne qui autorise des prêts et garanties pouvant couvrir jusqu'à 18 mois des besoins de liquidités des PME.

[28] En prenant comme estimation 1 100 Md€ de valeur ajoutée. Les chiffres ESAPE de l'INSEE donnent 1 074 Md€ en 2017. Ce chiffre doit bien-sûr être compris comme un ordre de grandeur. La valeur ajoutée est une grandeur statistique qui correspond à l'excédent brut d'exploitation plus le coût du travail (salaires chargés)

L'intégralité de cette valeur ajoutée n'est peut-être pas perdue si l'on table sur un éventuel sursaut d'activité en sortie de confinement. Un tel phénomène est cependant très difficile à estimer et relativement improbable. Si la crise est fréquemment comparée à la Seconde Guerre mondiale ou à la grippe espagnole au sortir de la Première Guerre Mondiale, elle s'en distingue par l'absence de destructions physiques et par les efforts sans précédents qui sont déployés pour stopper la propagation du virus. Loin d'un vaste effort de reconstruction (forte demande mais faible offre), il est d'ores et déjà clair que la sortie du confinement sera progressive, avec une reprise partielle de l'activité mais surtout de la demande dans un premier temps[29]. La comparaison avec la Grande Dépression est également très imparfaite, puisque les moyens comme la volonté d'interventions des banques centrales et des Etats sont, heureusement, très supérieurs aujourd'hui. Reste l'exemple des crises financières précédentes, aux mécanismes néanmoins très différents comme nous l'avons vu.

Mais même la comparaison avec les sorties de crises financières n'apporte que peu de réconfort, alors qu'elles touchent moins directement l'économie réelle. Des mesures de liquidité, budgétairement neutres d'un point de vue pluriannuel, peuvent freiner en partie leur propagation de la sphère financière au reste de l'économie en atténuant l'effet de la contraction du crédit. Les crises de 2008 comme de 1992 ont eu pour conséquence une diminution de long terme de l'activité. On chercherait en vain un rebond suite à la crise de 2008 et, trois ans après, la question demeurait de l'impact de long terme de la crise, entre une diminution pérenne de l'ordre de sept points en niveau absolu du PIB et, scénario plus inquiétant, une diminution du taux de croissance[30]. Si d'autres événements comme la crise des dettes souveraines compliquent l'analyse a posteriori, force est de constater que l'histoire des dix dernières années n'est pas celle d'une forte croissance de rattrapage. A titre d'exemple, l'évolution des taux de chômage sur ces périodes qui ont mis près de dix ans pour retrouver des niveaux comparables à ceux d'avant crise[31].

[29] Les ordres de grandeur sont évidemment différents entre la Seconde Guerre Mondiale et la crise actuelle. Selon le projet Maddison, qui vise à estimer le PIB à travers l'Histoire pour des périodes où il n'existe pas de statistiques fiables, le PIB français a été divisé par deux entre 1939 et 1944. Loin d'une reprise immédiate et joyeuse, la France a dû reconstruire 80% des ports, 40% des gares et des milliers d'ouvrages d'arts. Le PIB n'a retrouvé son niveau de 1939 qu'en 1949, plus de quatre ans après la fin de la crise.

[30] Voir La crise : quelles conséquences durables sur la croissance, l'emploi et les finances publiques ?, Association d'économie financière <https://www.aef.asso.fr/publications/revue-d-economie-financiere/103-les-politiques-de-sortie-de-crise/38-la-crise-quelles-consequences-durables-sur-la-croissance-l-emploi-et-les-finances-publiques>

[32] Source Eurostat, voir aussi M. Befy P.-Y. Cabannes, M. Gaini, V. Lapègue et E. Pouliquen « Quelle croissance de moyen terme après la crise ? », Insee, L'économie française 2010

La crise aura donc un impact significatif à moyen terme sur les entreprises et pourrait amputer leurs fonds propres de plus de 115 Md€, puisqu'elles continueront de devoir faire face à leurs frais fixes, à l'exception de la partie correspondant aux salaires couverts par le chômage partiel[32].

5 - QUELS MOTIFS POUR UNE INTERVENTION EN SOLVABILITÉ ?

Il n'est pas évident de prime abord que l'Etat doive compenser tout ou partie des pertes privées des entreprises, quand bien même elles seraient causées par une crise exogène. Toute intervention doit se garder, selon l'expression consacrée, de privatiser les bénéfices et de nationaliser les pertes. Néanmoins, il peut être dans l'intérêt de la collectivité de soutenir certaines entreprises en solvabilité, c'est-à-dire que l'Etat investisse et prenne un risque sur des entreprises en difficultés, au-delà de prêts à plus ou moins long termes, pour plusieurs raisons :

- Préserver l'emploi salarié. Au-delà de l'aspect humain qui doit évidemment primer, l'Etat peut avoir intérêt à consentir des pertes sur un investissement pour éviter de verser des indemnités de chômage.
- Préserver la base fiscale. L'Etat se différencie de tout autre actionnaire en ce que, en plus des dividendes, il perçoit également l'impôt sur les sociétés, l'impôt sur les revenus, la TVA payée par les employés qui consomment plus grâce à leurs salaires, etc. Maintenir à flot une entreprise légèrement déficitaire peut donc être une opération financièrement rentable pour lui.
- Préserver le tissu économique. Une entreprise qui périclité peut emporter avec elle ses fournisseurs ou ses clients. Elle peut également priver le pays de capacités de productions utiles. Après un réveil difficile en mars 2020, quand nous nous sommes collectivement aperçus de notre dépendance stratégique pour l'approvisionnement en masques ou en médicaments, le sujet de la réindustrialisation est plus que jamais d'actualité. L'indépendance stratégique passe, en premier lieu, par la préservation d'un tissu industriel sain.

Or, un résultat net fortement négatif et une diminution des fonds propres peut avoir pour conséquence de mettre en danger la survie d'une entreprise même si celle-ci est fondamentalement rentable. Certes, en théorie, une entreprise rentable peut toujours ouvrir son capital et attirer de nouveaux investisseurs pour augmenter ses fonds propres et, si elle en est incapable, c'est *a priori* qu'elle ne parvient pas à convaincre de sa capacité à créer de la valeur.

[32] En retirant également 20 Md€ d'impôts sur les bénéfices, ce qui correspond à la fois au prorata de la baisse du résultat courant avant impôt, en supposant les autres charges égales, et à l'hypothèses du PLFR2

Si cette situation perdure dans le long terme, il est préférable que les moyens publics et privés ainsi que la force de travail des employés soient redirigés vers d'autres entreprises qui créent, elles, de la valeur. En pratique néanmoins, et à court terme, plusieurs menaces pèsent même sur les entreprises rentables :

- Des fonds propres insuffisants peuvent grever la capacité d'emprunt des entreprises. L'économie française étant très largement financée par la dette bancaire, même une entreprise rentable peut faire face à des difficultés de financement allant jusqu'au défaut de paiement ou des charges d'intérêts déraisonnables lorsque le programme de PGE s'arrêtera.
- Une valorisation insuffisante peut constituer une opportunité pour des prises de contrôle hostiles. Ce risque est cependant à relativiser : d'une part, il concerne principalement les entreprises cotées et que les valorisations boursières se sont très largement redressées depuis le krach de mars ; d'autre part, il faut distinguer prise de contrôle hostile d'industries stratégiques par des acteurs étrangers et campagnes activistes pour réformer la stratégie d'une entreprise. L'Etat devrait concentrer ses moyens sur le premier cas, les questions d'influence entre les actionnaires du second cas pouvant être un processus naturel et utile pour optimiser le fonctionnement des entreprises.

6 - ENVERGURE ET LIMITES D'UNE INTERVENTION EN SOLVABILITÉ

Les motifs détaillés ci-dessus invitent donc à différencier deux cas très différents:

- **Cas 1 : les entreprises rentables ou stables à long terme mais temporairement "insolvables"** car leurs fonds propres sont insuffisants pour garantir un bon accès aux emprunts bancaires et rassurer leurs fournisseurs et clients. **L'Etat peut et doit chercher à les aider y compris en solvabilité.**
 - Pour ces entreprises, l'apport de fonds propres par l'Etat peut être une réponse efficace, à coût réduit *in fine*, puisque l'on peut espérer un remboursement et même une plus-value *in fine*. S'agissant d'un investissement avisé, une telle intervention n'a pas d'impact en déficit maastrichtien mais uniquement en dette et de façon temporaire, jusqu'à cession des participations.
 - En temps normal, d'autres investisseurs avisés se positionneraient pour investir dans l'entreprise si, effectivement, elle est rentable à long terme. L'Etat doit donc se contraindre à intervenir uniquement aux côtés d'autres investisseurs pour éviter de se voir accuser de nationaliser des entreprises déficitaires.
 - Ces prises de participations à conditions de marché seraient exemptes des règles européennes en matière d'aide d'Etat.

- **Cas 2 : Les entreprises réellement insolvable**s au sens où la crise les empêche durablement de rembourser leurs dettes sans se restructurer en profondeur. Une montée en fonds propres à ce stade n'a pas de sens.
 - Quelle que soit la forme que prendrait le soutien de l'Etat, il n'échappera pas à une perte à un moment ou à un autre.
 - L'argent apporté par l'Etat ne servirait qu'à rembourser les créanciers les plus seniors. Quitte à dépenser de l'argent public dans une opération de restructuration et de pérennisation d'un outil industriel stratégique, autant que ce soit au terme d'une négociation, avec des contreparties claires et engageantes.
 - L'Etat n'est pas particulièrement bien doté pour restructurer des grandes entreprises. Ses incitations politiques sont trop orthogonales à une réduction ordonnée et une transition efficace d'une activité économique qui fournit beaucoup d'emplois. Il doit donc se garder de monter au capital d'entreprises qui auront visiblement besoin de se transformer tant que les transformations ne sont pas en bonne voie. La solution passe plutôt par un accompagnement, en seconde ligne derrière un groupe d'investisseurs, en se tenant prêt à soutenir l'entreprise en fonds propres en investisseur avisé lorsqu'elle y sera prête.
 - A ce stade, ce type d'aide est théoriquement incompatible avec les règles européennes en matière d'aide d'Etat. Un amendement pourrait néanmoins être apporté pour autoriser ces prises de participations dans des sociétés en détresse[33]. La Commission Européenne a d'ores et déjà montré une très grande souplesse dans le traitement du prêt d'actionnaire de l'Etat français à Air France. Dans ce contexte, il est primordial d'établir des règles claires et restrictives pour limiter ces opérations aux entreprises réellement stratégiques pour lesquelles toutes les autres alternatives sont épuisées, y compris des restructurations éventuellement difficiles mais nécessaires.
 - Ces règles devraient idéalement faire l'objet d'un consensus européen dans la prochaine version du cadre temporaire des aides d'Etat. A minima, l'Etat français devrait se doter d'une doctrine d'action comme actionnaire lorsqu'il rentre au capital de ce type d'entreprises réellement insolvable, sans co-investisseurs privés. Une telle doctrine devrait spécifier des secteurs ou des technologies particulièrement stratégiques dans lesquels ces interventions sont possibles, et un montant maximum de pertes que l'Etat est prêt à consentir en fonction des intérêts stratégiques et socio-économiques (nombre d'emplois sauvés, etc.). L'exécutif devrait en répondre devant le Parlement.

[33] Coronavirus: déclaration de la Commission concernant la consultation des États membres sur la proposition d'extension supplémentaire de l'encadrement temporaire des aides d'État aux mesures de recapitalisation, 9 avril 2020 https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/STATEMENT_20_610

Au vu de l'impact massif de la crise sur les entreprises, et notamment les plus petites et les plus fragiles, il paraît indispensable de mettre en œuvre une stratégie de fonds propres pour les aider. Mais que l'on se garde bien de soutenir artificiellement des entreprises qui étaient déjà structurellement contre-performantes avant la crise, ou dont l'activité est vouée à se contracter considérablement dans les prochaines années. Une intervention en fonds propres publics ne doit pouvoir se faire que (i) en co-investissement avec des capitaux privés, quitte à ce que ceux-ci soient très légèrement mieux traités que les capitaux publics, ou (ii) au terme d'une restructuration ambitieuse et à des conditions avantageuses, pour préserver un outil industriel stratégique. Il doit également se fixer, d'avance, les montants qu'il est prêt à investir dans chacun des cas.

Avant d'en arriver à une intervention en fonds propres de l'Etat, d'autres solutions devront être envisagées en priorité, en particulier les fusions ou acquisitions entre entreprises européennes. Les règles de concentration pourraient être allégées et les processus accélérés dans le contexte de la crise pour favoriser ces sauvetages des entreprises privées par les entreprises privées.

7 - QUELS OUTILS ?

Le constat et la doctrine d'intervention établis, reste à définir les modalités pratique d'un soutien en solvabilité.

Celles-ci sont claires pour les grands groupes cotés, qui peuvent aisément émettre de nouvelles actions que l'Etat - et ses co-investisseurs avisés - achèteront sur le marché primaire. Malheureusement, les grandes sociétés cotées sont probablement celles qui ont le moins besoin de soutien à ce stade, à la fois car elles disposent des ressources organisationnelles pour s'adapter à la crise et car, par définition, elles peuvent émettre de nouvelles actions sur les marchés à leur cours de bourse, quand bien même celui-ci ne leur donnerait pas entière satisfaction. En deux mois, l'indice CAC 40 est descendu de son plus haut historique de plus de 6000 points à 4500 points, niveau tout de même respectable qui correspond à celui atteint en 2017. Les volumes échangés sur les marchés ne sont de fait pas beaucoup plus faibles que d'ordinaire : si l'époque n'est clairement pas la plus favorable à l'émission de nouvelles actions sur les marchés pour les grandes entreprises, il n'est pas non plus rigoureusement impossible pour un groupe coté de réaliser une augmentation de capital. De fait, par définition, si les dispositifs de liquidité et notamment les PGE sont suffisants, les entreprises en difficulté peuvent tout à fait attendre quelques mois pour augmenter leur capital.

De fait, par définition, si les dispositifs de liquidité et notamment les PGE sont suffisants, les entreprises en difficulté peuvent tout à fait attendre quelques mois pour augmenter leur capital. A ce stade, et en l'absence de grand groupe coté stratégique à risque de naufrage, l'enveloppe de 20 Md€ confiée à l'Agence des Participations de l'Etat (APE) dans le cadre du PLFR2, quoique désormais amputée de 3 Md€ correspondant au sauvetage d'Air France, semble globalement suffisante pour les grandes entreprises qui représentent près d'un tiers de la valeur ajoutée en France et devront donc, très schématiquement, supporter de l'ordre d'un tiers des pertes dues à la baisse d'activité, soit 40 Md€ dans notre modèle simplifié. Le coût pour l'Etat en sera de 20 Md€ de dette publique sans, *a priori*, d'impact en déficit.

La question est plus complexe pour les grandes entreprises et entreprises de tailles intermédiaires (ETI) non cotées. Les ETI sont parfois les parents pauvres des politiques économiques, ne disposant pas de la visibilité et du poids dans les décisions publiques des grands groupes mais ne bénéficiant pas non plus des dispositifs destinés aux PME. L'absence de cotation en bourse rend difficile la cession des participations que la sphère publique pourrait acquérir. Deux possibilités subsistent alors : (i) des investissements par des banques publiques, Caisse des Dépôts et Consignations (CDC) et Bpifrance, pour les entreprises fondamentalement rentables mais ayant un besoin de solvabilité de moyen terme, avec un horizon de sortie des capitaux publics à cinq ou sept ans et des co-investissements privés obligatoires et (ii) des investissements directs par l'APE dans des entreprises réellement stratégiques au capital desquelles l'Etat a vocation à rester à plus long terme. Les ETI et grands groupes non cotés recevant des capitaux publics devraient être fortement incités à poursuivre l'objectif de moyen terme d'une introduction en bourse, de façon à leur assurer un accès plus simple aux capitaux à l'avenir, à faciliter la sortie des capitaux publics et à développer les marchés de capitaux français en diminuant, un peu, la place du financement bancaire dans l'économie. La CDC dispose aujourd'hui de marges pour jouer un rôle d'investisseur contracyclique à fonds propres constants. Il est de la responsabilité du Parlement, qui compose majoritairement son conseil de surveillance, de l'y pousser. Le coût pour l'Etat serait limité aux investissements réalisés directement par l'APE, qui devraient par définition être restreints, s'agissant d'industries stratégiques. L'APE pourrait être dotée d'une poche de l'ordre de 10 Md€ supplémentaires pour lui donner une marge en cas de nécessité pour investir dans le cadre de restructurations, avec là encore un coût pour l'Etat de 10 Md€ de dette maastrichtienne.

La véritable difficulté concerne les petites et moyennes entreprises au capital peu ouvert. La petite taille des tickets dans les PME rend difficile la recherche d'un équilibre financier pour les investisseurs tiers, y compris publics. L'équation traditionnelle des fonds d'investissements, avec une rémunération de 2% de l'encours sous gestion et de 20% de la plus-value réalisée, devient intenable pour des opérations de moins de deux millions d'euros qui ne demandent pas beaucoup moins d'efforts que des opérations dix fois plus importantes, et dix fois plus rémunératrices. Les acteurs comme Bpifrance ou la CDC ne sont pas mieux à même d'exercer cette activité de façon rentable que les gestionnaires de fonds privés. D'autres incitations sont nécessaires. Afin de développer le capital investissement dans les PME, le dispositif du PEA-PME pourrait être renforcé avec une exonération d'impôts et une possibilité de retrait sans clôture du compte dès la première année de détention. Etant donné la faiblesse des encours de l'actuel PEA-PME (1,3 milliards d'euros[34][35]), cette mesure n'aurait pas de coût significatif à court terme, sauf si elle permet un réel développement de l'investissement dans les PME. Parallèlement, et à titre provisoire pour les trois ans à venir, il serait possible d'exonérer d'impôts sur les sociétés les sociétés de gestion dédiées aux PME.

Enfin, quid de la « start-up nation » ? On aurait tort, sous prétexte que les start-up innovantes ne représentent qu'une très faible part des emplois en France, d'abandonner toute mesure de soutien. Dans un contexte de bouleversement profond de nos modes de vie, de naissance de nouvelles habitudes de travail, d'éducation et de consommation, notre écosystème d'innovation est plus que jamais une ressource stratégique à développer. Au-delà du coût financier, une vague d'extinction des start-up nous priverait de la prochaine génération d'entreprises innovantes à succès qui ont probablement déjà été lancées à ce jour[37]. Plus grave encore peut-être, après des années d'efforts intenses pour favoriser l'entrepreneuriat en France, et alors que nos jeunes diplômés les plus brillants commencent enfin à se destiner à l'innovation, une destruction brutale de l'écosystème jetterait un discrédit durable sur l'entrepreneuriat français et pourrait décourager nombre d'entrepreneurs en puissance dans les années à venir.

Les start-up se prêtent bien peu à des interventions en solvabilité – à quelle valorisation l'Etat interviendrait-il ? Elles ne sont pas non plus de très bonnes contreparties pour des prêts – existeront-elles encore dans un an ?

[34] <https://www.francetransactions.com/bourse/comptes/pea-pme.html>

[35] Contrairement à ce que son nom pourrait laisser à penser, le PEA PME permet également d'investir dans des ETI, ce qui permettrait du même coup d'améliorer l'accès des ETI aux marchés actions.

[36] On se rappellera par exemple que Google avait deux ans et cherchait encore un business model rentable à l'époque de l'éclatement de la bulle internet.

En revanche, elles ont généralement des frais relativement limités, qui se limitent en grande partie aux équipes. Dans la situation actuelle, la priorité devrait être de congeler l'écosystème en attendant des jours meilleurs. Au sortir du confinement et lorsque le dispositif de chômage partiel prendra fin, l'Etat pourrait accorder un report de charges patronales sur un ou deux ans aux start-ups en difficulté, voire financer et garantir des prêts à taux zéro sur un ou deux ans correspondant à trois mois de salaires des employés des start-up ainsi qu'à leurs charges locatives. Ces prêts devraient se voir comme des avances remboursables en cas de survie de la start-up pour lui permettre de continuer à opérer. Un dispositif consistant à diminuer temporairement les salaires des employés de start-up en échange de participations dans leur entreprise devra également être étudié afin de permettre aux employés qui le souhaitent de permettre à leur start-up de survivre plus longtemps sur les PGE et reports de charges, en échange d'actions gratuites[37].

8 - QUELLES CONDITIONNALITÉ ?

Les pistes ébauchées ci-dessus ont un coût important. Une mesure utilisée pour traiter la crise, même si elle est sans impact sur le solde maastrichtien, réduira d'autant la capacité de l'Etat à lutter contre le changement climatique, ou contre d'autres crises futures. Les dettes et efforts consentis pour les 20 Md€ de prises de participations dans les grands groupes, plus les 10 Md€ supplémentaires que nous proposons pour les ETI, la mobilisation de la CDC et de Bpifrance, les mesures d'incitation pour les PME, les pistes de soutien pour les start-up et une extension des PGE notamment pour couvrir l'affacturage ne seront pas résorbés avant plusieurs années. Or, la transition climatique se joue aujourd'hui. Dès lors, devons-nous mobiliser autant d'énergie pour simplement revenir au *statu quo ante* ?

La réponse la plus simple est que nous n'avons tout simplement pas le choix. Sans stratégie concertée de liquidité, de solvabilité et de relance pour limiter au maximum les effets de la crise économique, il est fort probable que le climat reste durablement en bas des priorités des gouvernements présents et futurs face à une fronde populaire et une montée des extrêmes. La priorité première doit donc impérativement être, y compris dans l'intérêt de la lutte contre le changement climatique, la meilleure gestion de la crise sanitaire et l'atténuation au maximum des effets de la crise économique qui se profile.

[34] Le dispositif en place pour les start-up concerne plus spécifiquement les jeunes pousses en phase de levée de fonds mais ne répond pas aux difficultés de liquidité et de solvabilité des autres.

Pour autant, faut-il abandonner toute conditionnalité dans les prises de participations ? Il semble important d'éviter au maximum les accusations de privatisation des pertes, même si, contrairement à la crise de 2008, les entreprises qui seront sauvées ne sont pas responsables de leur propre détresse. L'Etat ne peut pas être vu comme volant au secours des entreprises sans obtenir de concessions de leur part. Mais les actionnaires et les entreprises ne doivent pas non plus s'exposer à des changements de cap stratégique au gré des alternances politiques ou des priorités du moment. C'est pourquoi les participations que l'Etat ou ses opérateurs prendront devront être assorties de conditions claires, strictes, de non délocalisation, de limitation des salaires les plus élevés, de responsabilité écologique et de liquidité pour permettre aux capitaux publics de désinvestir à horizon de 7 ans. Mais l'Etat doit s'engager en contrepartie, dans le cadre de ces opérations, à faire valoir dès le début ses exigences qui dépassent son seul intérêt d'actionnaire, suite à quoi il sera du devoir de l'APE comme des autres détenteurs de capitaux publics d'agir en actionnaires normaux. En cas de non-respect des engagements, des clauses contractuelles doivent être prévues pour permettre des sanctions allant jusqu'à un rachat par l'entreprise des capitaux publics avec une plus-value correspondant aux attentes du marché^[38]. En un mot, les conditionnalités doivent être fixées dès la montée au capital et être pourvues de dents.

Tous les secteurs ne seront pas égaux face à ces conditionnalités, et en particulier en ce qui concerne la responsabilité écologique. Difficile pour une entreprise pétrolière, si l'une d'entre elles venait à défaillir, de s'engager à être neutre en carbone à horizon 2025. C'est un problème classique dans le monde de l'aide au développement des pays du Sud, qui est typiquement résolu non pas en excluant certains secteurs de l'assistance de l'Etat, mais en imposant aux entreprises soutenues de se conformer aux meilleures pratiques du secteur, voire d'amorcer un pivot vers des technologies moins émissives, dans le respect de leur modèle financier. Un débat dépassionné et objectif doit avoir lieu avant toute prise de participations pour fixer des objectifs atteignables pour un secteur donné sans obérer sa compétitivité. Il doit être clair néanmoins que les grandes transitions ne seront pas le fait d'entreprises isolées et que les prises de participations ne sont pas l'outil adapté pour les mener.

[38] Un taux de rendement pourrait être fixé à l'avance pour ce type d'instrument ou être fixé ex-post en fonction du rendement d'un indice de référence comme le SBF 120.

9 - ET APRÈS ?

Une politique de relance proprement dite est indissociable d'une intervention en fonds propres, des entreprises même bien capitalisées ayant besoin d'une reprise économique rapide. La littérature économique est relativement abondante à ce sujet et fournit les enseignements suivants :

- Une politique de relance est d'autant plus efficace que l'économie est fermée et que l'effet d'exportation de la relance est faible. Dans le contexte de marché commun européen, une politique de relance doit donc soit être coordonnée au niveau européen[39], pour éviter les phénomènes de passager clandestins, soit viser des secteurs pour lesquels la part nationale est structurellement importante (construction par exemple) ou des acteurs français bien positionnés (automobile).
- Les politiques de dépenses ou d'investissements ont un coefficient multiplicateur plus élevé que celles reposant sur une augmentation des recettes ou transferts (subventions directes, baisses d'impôts).
- En situation de taux négatifs et de surabondance de l'épargne comme c'est le cas actuellement, l'effet d'éviction d'une politique de relance est plus faible (les dépenses et investissements réalisés diminuent moins l'activité qu'aurait eu les autres acteurs économiques sinon)[40].
- Les politiques contracycliques, lorsque l'activité économique est inférieure à son niveau naturel sont plus efficaces.

Plus que le soutien en fonds propres, dont l'objectif est d'assurer la pérennité d'entreprises existantes malgré leurs imperfections, une politique de relance peut être concentrée sur les grands enjeux du moment, la transition écologique, naturellement, mais aussi la restauration d'une certaine autonomie stratégique européenne donc la crise actuelle a montré les limites en matière d'approvisionnement en médicaments et équipements médicaux.

[39] L'initiative peut venir d'une majorité de pays européens sans nécessairement passer par le budget européen ou même les institutions européennes ni ne nécessite de consensus européen.

[40] En théorie, une politique de relance keynésienne a au moins deux limites importantes. La première est l'équivalence ricardienne, qui consiste globalement à considérer que les dépenses financées par la dette aujourd'hui se traduiront par des impôts plus élevés demain, en prévision desquels les acteurs économiques épargnent plutôt qu'ils ne consomment. Cette limite est moins grave dans le scénario actuel de taux très faibles même sur le long terme : il est fort possible que les impôts n'augmentent que dans plusieurs générations pour résorber la dette publique accumulée. Le second est l'effet d'éviction, bien connu des économies en développement notamment : si l'Etat emprunte massivement pour financer la relance, les investisseurs qui auraient investis dans des projets privés se retrouvent à investir dans la dette publique. Les volumes investis in fine dans l'économie réelle sont les mêmes, seuls varient les acteurs réalisant ces investissements, ce qui n'est pas toujours heureux dans la mesure où les investisseurs privés ont une vision plus granulaire et précise des meilleurs investissements à réaliser. Dans les cas extrêmes, les entreprises rencontrent de plus en plus de difficultés à se financer puisqu'elles entrent en concurrence avec l'Etat, débiteur plus sûr, pour placer leur dette. Là encore, la politique monétaire de la BCE limite ce risque puisqu'une grande partie de la dette publique est achetée par la banque centrale sans éviction d'autres investissements.

La définition précise d'une telle politique dépasse le cadre de cette note, puisqu'il s'agit ni plus ni moins de définir des priorités vers lesquelles doit tendre l'action publique et, surtout, d'établir une feuille de route concrète pour leur atteinte. En revanche, il est permis d'esquisser quelques critères qu'une telle politique devrait respecter.

- Une telle politique doit être activable dans les tout prochains mois. De nouveaux grands projets d'infrastructures qui ne sont pas déjà lancés, si séduisants qu'ils soient, ne sauraient faire office de politique de relance ces prochains mois compte tenu des délais d'études d'impact et d'enquête publique. Par exemple, le lancement de grands travaux ferroviaires est incompatible avec la temporalité de la relance, même si la part locale est par essence importante dans ce type de chantiers et de grands industriels français sont bien positionnés pour remporter les contrats. Il pourrait néanmoins être envisagé d'accélérer le calendrier des chantiers déjà prévus et pouvant être lancés à court terme, à commencer par les différentes lignes du Grand Paris.
- Une telle politique doit encourager l'activité économique. Par exemple, des crédits immobiliers à taux zéro ou négatifs ne sont pas nécessairement l'outil le plus efficace pour dynamiser le secteur de la construction puisque les deux tiers des achats immobiliers concernent l'ancien^[41].
- Une telle politique ne doit pas exporter la relance. Le développement de fermes solaires par exemple exporterait une grande partie des investissements hors de France du fait de l'importation des panneaux photovoltaïques. De même, les primes à la casse ou les subventions à l'achat de véhicules électrique sont inefficaces lorsqu'elles financent l'importation d'automobiles. En revanche, une politique concertée entre la majorité des pays européens pour subventionner l'achat de véhicules électriques produits en Europe permettrait de dynamiser le secteur en limitant le phénomène de passager clandestin et sans contrevenir aux règles d'aide d'Etat.

Dans le secteur de la transition énergétique, priorité qui fait naturellement consensus, la rénovation énergétique des bâtiments paraît un candidat naturel pour une politique de relance : forte intensité de main d'œuvre, faible part importée, cycle de projets relativement courts, retours à la fois environnementaux et financiers à moyen terme. Plusieurs difficultés restent néanmoins à surmonter : la formation d'un tissu d'artisans et TPE/PME capable de rénovation performante, la complexité réglementaire en ce qui concerne l'habitat collectif et la faiblesse des financements bancaires pour ces chantiers en absence de collatéral.

[41] Chiffres de la commission des comptes du logement, <https://www.statistiques.developpement-durable.gouv.fr/compte-du-logement-2018-rapport-de-la-commission-des-comptes-du-logement>

Si chacune de ces difficultés peuvent être surmontées, la simple temporalité de la formation des professionnels et du processus de décision pour l'habitat collectif rend difficile l'utilisation du levier de la rénovation du parc de logements privés. L'effort doit donc porter sur le parc public, les bailleurs sociaux et les entreprises et pourrait prendre la forme d'incitations fiscales ou de garanties de l'Etat pour le financement des chantiers de rénovation.

Dans le contexte actuel, les dépenses de santé sont un autre secteur de relance naturel. La construction, rénovation et agrandissement d'hôpitaux publics, l'achat de matériel et la constitution de stocks avec un accent mis sur la disponibilité des industriels en cas de fermeture brutale des frontières, le recrutement de personnels hospitaliers et la création d'une véritable formation continue et de filière d'évolution de carrière pour les infirmiers et aide-soignants sont autant de mesures répondant à un besoin pressant et permettant des retombées économiques assimilables à un plan de relance.

Enfin, la crise actuelle a montré les limites de la dislocation de chaînes d'approvisionnement stratégiques, pour les masques ou les ventilateurs aujourd'hui, mais pour d'autres biens essentiels demain. Un grand plan d'accompagnement au rapatriement en Europe de filières stratégiques et la constitution de stocks de produits essentiels serait à la fois utile pour la relance et renforcerait notre préparation aux événements extrêmes. Un tel plan, qui devrait être abordé au niveau européen ne serait-ce que pour respecter la réglementation des aides d'Etat, pourrait inclure la rémunération de capacités de productions résilientes, sur le territoire européen, pouvant être mises à profit lors de crises comme celle que nous vivons actuellement^[42].

[42] Cette proposition est présentée plus en détail dans Antoine. Guillou et Simon Matet, « Faire face aux événements extrêmes : le prix de la résilience », Terra Nova, 28 avril 2020. <http://tnova.fr/notes/faire-face-aux-evenements-extremes-le-prix-de-la-resilience>