



## Les conséquences macroéconomiques du Covid-19

Le 4 mai 2020, **Jesus Fernández-Villaverde** (University of Pennsylvania), **Benjamin Moll** (London School of Economics), **Facundo Piguillem** (EIEF Rome) et **Denis Kessler** (SCOR) ont été invités à discuter des conséquences macroéconomiques de la crise du Coronavirus. Le panel était modéré par **Gilles Saint-Paul** (PSE, ENS).

**LA PANDÉMIE DE COVID-19 A PROVOQUÉ UNE CRISE ÉCONOMIQUE. CERTAINES PROJECTIONS POUR L'ÉCONOMIE FRANÇAISE PRÉVOIENT UNE BAISSÉ DU PIB DE 20 % EN 2020. QUELLE SERA L'AMPLEUR DE LA RÉCESSION ? PEUT-ON S'ATTENDRE À UNE REPRISE RAPIDE OU BIEN À DES EFFETS NÉGATIFS DURABLES SUR LA CROISSANCE ET LE CHÔMAGE ?**

La crise pourrait en fait être pire que ce que suggèrent ces projections, selon **Ben Moll**. En effet, un calcul rapide montre qu'un taux de croissance annualisé de -20 % équivaut approximativement à une croissance de -5 % par trimestre. Compte tenu des importantes réductions de main-d'œuvre dans certains secteurs, il lui semble que des estimations plus réalistes pourraient être plus proches de -15% ce trimestre. Mais **Gilles Saint-Paul** et **Jesus Fernandez-Villaverde** font valoir que cet optimisme relatif provient partiellement de conventions comptables - et en particulier de la manière dont le PIB est calculé - qui ne sont pas pertinentes dans ce contexte. En effet, une énorme fraction du PIB est incompressible car composé des loyers imputés et du secteur

public. La divergence avec le bien-être est frappante : les écoles sont fermées mais les agences statistiques du monde entier considèrent toujours qu'elles contribuent au PIB.

Cependant, **Jesus Fernandez-Villaverde** se montre d'un optimisme prudent quant à la reprise. Se basant sur l'exemple des épisodes de croissance d'après-guerre, il estime que nous serons sortis de récession d'ici 2022. Cette affirmation est contestée par **Facundo Piguillem**, qui ne croit pas à une reprise rapide en raison d'un risque de retour du virus. En effet, et contrairement aux périodes d'après-guerre, la levée du confinement ne signifie pas que le virus a disparu : les gens ont encore peur de sortir ou d'aller au restaurant, etc. En fin de compte, la reprise dépendra avant tout de la capacité des entreprises à s'adapter pour continuer à générer de la valeur : les restaurants se reconvertissent dans la vente à emporter, etc. Cela étant dit, tous les panélistes s'accordent sur le fait que beaucoup d'incertitude subsiste quant à l'évolution

clinique future du virus et aux conséquences politiques de la crise.

**Denis Kessler** conclut en soulignant combien le choc actuel est unique. Contrairement à la récession de 2008, il est totalement exogène au système économique mais aussi sériel, délocalisé et, contrairement aux chocs de guerre, il est invisible et laisse intact le capital physique. Il partage avec **Gilles Saint-Paul** l'idée que ce choc, sans précédent, aura aussi des conséquences structurelles profondes. En raison des effets négatifs sur les marchés financiers, la montée du protectionnisme ou de l'intervention de l'Etat dans l'économie, la reprise sera sans doute en forme de U plutôt qu'en forme de V. Tout retour à la normale avant qu'un vaccin ou qu'un traitement soit trouvé paraît improbable. De plus, en raison d'effets de non-linéarité et d'hystérésis, l'économie pourrait s'engager à long terme dans une nouvelle trajectoire à faible croissance du PIB par habitant, de surendettement et de forte pression fiscale.



**LE CONFINEMENT MET LES FINANCES PUBLIQUES SOUS PRESSION. AFIN D'ÉVITER UNE CATASTROPHE ÉCONOMIQUE ET SOCIALE, LES GOUVERNEMENTS ONT AUGMENTÉ LEURS DÉPENSES ALORS QUE LEURS RECETTES FISCALES ONT DIMINUÉ, CE QUI A ENTRAÎNÉ UNE ÉNORME ACCUMULATION DE DETTES. QU'EN EST-IL DE LA VIABILITÉ BUDGÉTAIRE À LONG TERME D'UNE TELLE POLITIQUE, SURTOUT À LA LUMIÈRE DE LA CRISE DE LA SOUVERAINÉTÉ EUROPÉENNE ? PAR AILLEURS, QUEL RÔLE POUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE ? LA DETTE SERA-T-ELLE UN PROBLÈME ?**

**Facundo Piguillem** rappelle qu'une politique fiscale optimale doit arbitrer entre une augmentation des recettes et un accroissement des distorsions générées par la fiscalité. Dans le contexte actuel d'augmentation de la dette souveraine et de réduction de l'offre de travail, il propose d'augmenter la taxation du capital



tout en diminuant celle du travail. En outre, **Jesus Fernandez-Villaverde insiste sur l'aspect intergénérationnel de la crise** : les coûts socio-économiques sont concentrés sur les personnes de moins de 50 ans, vers lesquelles les transferts devraient donc être orientés. A ce titre, il est favorable à une taxe sur l'immobilier, un actif majoritairement détenu par les seniors. Néanmoins, les deux panélistes reconnaissent l'existence de fortes contraintes politiques.

Facundo Piguillem ne s'attend pas à ce que les grands pays occidentaux soient en défaut de paiement sur leur dette dans un avenir proche. De même, **Jesus Fernandez-Villaverde présume que les gouvernements n'auront guère de difficultés à refinancer leur dette à court terme**, car les alternatives sur les marchés financiers sont encore peu nombreuses actuellement. Cependant, la pression pourrait monter lorsque la croissance reviendra et que les investisseurs questionneront la capacité des Etats à soutenir les politiques fiscales de long terme nécessaires au remboursement de la dette. Finalement, **Denis Kessler met en lumière que pays et gouvernements court-termistes sont entrés dans la crise sans véritable préparation et avec une faible marge de manœuvre financière**. Les pays Européens ont *de facto* abordé cette crise avec des capacités fiscales hétérogènes. De ce fait, il est probable que la crise élargisse encore davantage le fossé qui sépare ces pays. Dans ces circonstances, il paraît difficile d'envisager une mutualisation de la dette publique et la soutenabilité du projet Européen pourrait à nouveau être mise en question.

**Pourquoi ne pas utiliser davantage la politique monétaire pour financer les déficits, demande Facundo Piguillem ?** Jesus Fernandez-Villaverde met en exergue qu'une partie de la contrainte actuelle vient de l'offre : stimuler la demande ne stimulera pas l'économie car l'offre de biens et services est relativement fixe à court terme. En même temps, il reconnaît qu'une certaine inflation peut faciliter l'ajustement des prix relatifs et alléger le fardeau de la dette. Selon Denis Kessler, il faut en effet s'attendre à ce que les mesures monétaires non conventionnelles relancent l'inflation après 30 ans de Grande Modération. Si tel est le cas, l'inflation devrait faire fondre l'excès d'endettement actuel, en faisant implicitement porter le fardeau de la dette sur les agents privés. Deuxièmement, et de manière connexe, il n'existe pas de consensus en Europe sur



l'opportunité de poursuivre une politique monétaire non-conventionnelle. **D'après Gilles Saint-Paul, le recours à des mesures inflationnistes risque de se heurter à la résistance** de pays comme l'Allemagne. De son point de vue, le partage d'une monnaie commune s'apparente à une "tragédie des biens communs", susceptible d'accroître encore la pression sur le projet Européen.

**LE CONFINEMENT VISAIT À PROTÉGER LA SANTÉ PUBLIQUE MAIS A EU UN COÛT ÉCONOMIQUE IMPORTANT. À LA LUMIÈRE DES RÉCENTES STATISTIQUES SUR LES DÉCÈS, LES GOUVERNEMENTS ONT-ILS ARBITRÉ DE MANIÈRE OPTIMALE ENTRE SAUVER DES VIES ET SAUVER L'ÉCONOMIE ? POURQUOI PAS PLUTÔT UNE POLITIQUE LIBERTARIENNE, SANS MESURES COERCITIVES ?**

Jesus Fernandez-Villaverde estime que l'intervention de l'État a peut-être été un peu plus dure que ce qui aurait été optimal mais fait remarquer que les premiers indicateurs étaient assez alarmants. De plus, il signale que les mesures ont été prises par des experts en santé publique qui n'ont pas l'habitude de réfléchir en termes de compromis (« trade-offs »). Ceux-ci ont notamment négligé la dimension logistique, et ainsi le potentiel impact négatif sur des « contraintes strictes », telles que l'alimentation, l'électricité, etc. Cette opinion est partagée par **Denis Kessler** qui, citant James Tobin, souligne que, **dans des situations d'urgence, les décideurs oublient souvent rationalité et compromis**. Il est intéressant de noter que la décision des

gouvernements de sauver des vies à n'importe quel prix signifie implicitement que le prix de la vie humaine a explosé pendant la crise.

Cependant, **Facundo Piguillem** soutient, en s'appuyant sur ses travaux sur l'intervention optimale de l'État, que **les mesures prises par les hommes politiques étaient comme toute assez raisonnables**. Si les gouvernements ne s'étaient pas souciés de compromis, ils auraient mis en place un confinement similaire à celui de Wuhan. En outre, **Ben Moll** conteste l'idée qu'il y ait eu un arbitrage à court terme. En utilisant ses propres modélisations de l'économie, il trouve qu'une politique non-coercitive aurait également généré une forte récession - parce que les gens ont peur de sortir. Selon lui, l'arbitrage porte avant tout sur la durée : **une récession brutale mais de courte durée ou un amortissement des coûts humains et économiques dans le temps**.

Finalement, **Ben Moll** affirme que des politiques libertariennes n'auraient pas été optimales en raison de **forts effets d'externalité**. En effet, les gens ne tiennent pas suffisamment compte du risque d'infection qu'ils font peser sur les autres - ce qui laisse une certaine marge de manœuvre pour une intervention bénéfique de l'État. Néanmoins, Gilles Saint-Paul soutient que cet argument passe à côté de la réalité de l'intervention de l'État. **Les gouvernements ont été inégalement bons pour gérer la crise**, notamment en ce qui concerne la production de masques ou



matériels de dépistage. Les différences dans la gestion de la crise entre pays européens sont le résultat d'une série de petites mais difficiles décisions prises par leurs gouvernements, suggère **Denis Kessler**, pointant du doigt les différents niveaux de préparation ainsi que les différentes façons dont les gouvernements ont réagi face à la crise (par exemple, la différence entre la réponse allemande et suédoise et la réponse française). Pour sa part, Jesus Fernandez-Villaverde s'inquiète de ce que ces tendances reflètent des divergences plus profondes dans les capacités des appareils étatiques à travers l'Europe : ce sont les États les plus compétents - et non plus grands - qui ont géré la crise avec plus de succès.

**EN RAISON DE LA CRISE, UNE GRANDE PARTIE DES ACTIVITÉS A ÉTÉ TRANSFÉRÉE EN LIGNE. LA CRISE ACCÉLÈRE-T-ELLE LA TRANSFORMATION NUMÉRIQUE ? VOYEZ-VOUS D'AUTRES EFFETS STRUCTURELS À LONG TERME, PAR EXEMPLE EN CE QUI CONCERNE LES INÉGALITÉS DE REVENUS ?**

Tous les intervenants conviennent que la crise aura **des effets profonds et durables sur l'utilisation des nouvelles technologies**. Ainsi, Ben Moll et Denis Kessler présument que les gens seront à l'avenir moins réticents à remplacer des voyages d'affaires par des réunions en ligne. Denis Kessler ajoute que nous sommes peut-être en train d'entrer dans un monde de « distanciation sociale ».

Les bureaux open-space, en faveur jusqu'ici, pourraient être amenés à être remplacés par de la « flex-activité ». Il est aussi probable que le télétravail se généralise. Cela représente avant tout un changement culturel dans la façon dont ces nouvelles technologies sont perçues, constate Jesus Fernandez-Villaverde. Enfin, Facundo Piguillem suggère qu'en accélérant la transformation numérique, la crise peut s'avérer avoir des conséquences positives à long terme - à condition que les coûts de court terme finissent par disparaître.

Néanmoins, Gilles Saint-Paul avertit que de nombreux secteurs pourraient être bouleversés par la transformation numérique. Se fondant sur l'exemple de l'industrie musicale, il prédit que davantage d'accessibilité augmentera la concurrence globale : ainsi, le nombre de professeurs pourrait être divisé par 10 tandis qu'augmenterait d'autant la part de marché des survivants. Toutefois, un certain nombre d'activités ne peuvent pas être facilement numérisées, affirme **Jesus Fernandez-Villaverde**. Construire son réseau professionnel ou se faire couper les cheveux nécessitent des interactions en personne. Il prévoit cependant **des changements importants dans le paysage urbain** : le travail à distance pourrait signifier la fin des grandes métropoles et des grands bureaux.

**Denis Kessler** estime qu'en ce qui concerne le commerce et l'industrie, **cette pandémie va incontestablement conduire à une réorganisation des chaînes de production** et, par conséquent, **modifier la division internationale du travail**. Le Covid-19 a fait réaliser à nombre d'entreprises, à leurs frais, que lorsque certains composants irremplaçables cessent d'être produits, par exemple parce que les usines chinoises ferment, la quasi-totalité de leur capacité de production se retrouve mise à l'arrêt. Beaucoup d'entreprises, en particulier dans le secteur manufacturier, vont de ce fait réévaluer la structure, l'organisation et la distribution géographique de leurs chaînes de fournisseurs et de clients, de leurs réseaux de distribution et leurs inventaires.

Enfin, **Ben Moll** estime que **la crise pourrait avoir des effets considérables sur les inégalités de revenu**. Dans des travaux récents, il montre que la capacité des gens à travailler à domicile varie grandement en fonction de leur profession. En outre, il documente le fait que les personnes exerçant les professions les plus vulnérables sur le plan économique - par exemple, la restauration ou le transport - sont également ceux qui disposent des plus faibles niveaux de richesse liquide. Cela signifie que la crise pourrait avoir des conséquences négatives en affectant de manière durable le patrimoine de ces groupes.

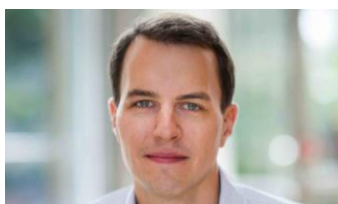
## COURTES BIOGRAPHIES



**Jesús Fernandez-Villaverde** est Professeur à l'Université de Pennsylvanie, associé de recherche pour le National Bureau of Economic Research (NBER) et le Penn's Population Studies Center, et chercheur affilié au Centre for Economic Policy Research (CEPR). Son programme de recherche porte sur la macroéconomie et l'économétrie, avec un accent sur le calcul et l'estimation de modèles d'équilibre général stochastique dynamique (DSGE).



**Denis Kessler** est Président et Directeur général de SCOR. Il est diplômé d'HEC, Docteur d'État en sciences économiques, agrégé de sciences économiques, agrégé de sciences sociales et membre agrégé de l'Institut des Actuaire, a été Président de la Fédération Française de l'Assurance (FFA), Directeur Général et membre du Comité exécutif du groupe AXA et Vice-Président Délégué du MEDEF. Il a rejoint le Groupe le 4 novembre 2002 en tant que Président et Directeur Général. En janvier 2016, il est élu à l'Académie des Sciences Morales et Politiques de l'Institut de France.



**Benjamin Moll** est Professeur d'économie à la London School of Economics and Political Science (LSE). Il est également chercheur associé au National Bureau of Economic Research (NBER), chercheur au Centre for Economic Policy Research (CEPR), affilié au Bureau for Research and Economic Analysis of Development (BREAD) et chercheur au département de recherche de Norway Statistics. Ses recherches portent sur les différences de revenus entre pays et l'hétérogénéité en macroéconomie. M. Moll est titulaire d'une licence de l'University College de Londres et d'un doctorat en économie de l'Université de Chicago.



**Facundo Piguillem** est Professeur associé à l'Institut Einaudi (EIEF) et chercheur au Center for Economic Policy Research (CEPR). Il a obtenu une licence à l'Universidad Nacional de Córdoba, une maîtrise à l'Université ILADES-Georgetown, un doctorat en économie à l'Université du Minnesota, et depuis lors, il travaille à l'EIEF. C'est un macroéconomiste qui travaille à l'amélioration des politiques et des réglementations gouvernementales, ce qui touche aux questions liées à l'économie politique et à la fiscalité optimale.



**Gilles Saint-Paul**, directeur scientifique de la Chaire SCOR-PSE, est Professeur à PSE - École d'économie de Paris, à l'École Normale Supérieure et à NYU Abu Dhabi. Il est également chargé de recherche auprès de nombreux groupes de réflexion tels que le Centre for Economic Policy Research (CEPR). Il est un ancien membre du Conseil d'analyse économique auprès du Premier ministre français. Il a été consultant auprès de diverses banques centrales, ministères et institutions internationales. Ses recherches portent sur une variété de sujets macroéconomiques allant des marchés du travail à l'économie politique ou encore des bulles à la politique fiscale.