

24^e Congrès des économistes

Quand l'État fait rimer urgence avec complaisance Réflexions sur le pourquoi et le comment d'une sélectivité dans les aides aux entreprises face à la crise de la Covid

Étienne de Callataÿ (Orcadia & UNamur)¹

Le soutien aux entreprises a été un axe majeur de la politique de stabilisation macroéconomique adoptée par les États pour faire face à la crise de la Covid. Parce que préserver au maximum les activités existantes a le plus grand impact à court terme ou pour d'autres raisons, le soutien a été peu sélectif et assorti de peu de conditionnalité. Cette non-sélectivité a pourtant un coût élevé. Elle alourdit la dépense budgétaire, elle entrave la destruction créatrice et elle rate l'opportunité d'une différenciation basée sur les externalités dégagées par les entreprises.

Dans des mesures variables mais le plus souvent massivement, les pouvoirs publics des pays industrialisés ont non seulement accepté, face à la crise économique associée à la pandémie de covid et à la gestion sanitaire de celle-ci, de voir le déficit public se creuser du fait de l'action des stabilisateurs automatiques mais ont, en outre, pris des mesures contracycliques discrétionnaires d'importance. Ceci est illustré par la détérioration du solde budgétaire en 2020 de 10,1 points de PIB aux États-Unis et de 7 points de PIB en moyenne dans la zone euro. La Belgique n'a pas agi autrement et a vu le solde de cette année-là se dégrader à concurrence de 8,3 points de PIB. La mesure des actions discrétionnaires est donnée par la variation du solde budgétaire structurel en 2020 : -5,6 points de PIB aux États-Unis, -4,4 points dans la zone euro et -6,2 points en Belgique.²

Le spectaculaire creusement des déficits publics n'a pas fait débat parmi les économistes. Il se comprend aisément en regard de l'ampleur du recul conjoncturel, sans équivalent en temps de paix, et cela alors même que les pouvoirs publics ont apporté un soutien budgétaire – et aussi monétaire – sans équivalent. Ce consensus en faveur d'une intervention déterminée est alimenté par le narratif des années d'après Grande Crise Financière, où la nette surperformance, en termes de croissance, des États-Unis par rapport à l'Europe est largement expliqué par un différentiel de *policy mix*.

L'objet de la présente note n'est pas de synthétiser les mesures d'ordre budgétaire prises pour faire face à la crise³ ni de chercher à les évaluer de manière globale⁴ mais de proposer une réflexion non technique « de principe » sur la désirabilité et les modalités d'une sélectivité dans les aides apportées par l'État aux entreprises marchandes et aux indépendants. Elle est divisée en deux parties. La première présente

¹ Étienne de Callataÿ est économiste. Il est le co-fondateur d'Orcadia AM et est chargé de cours invité à l'UCLouvain et à l'UNamur. Il garde seul l'entière responsabilité du présent texte, sans engager les organisations avec lesquelles il collabore.

² Source : IMF (2021).

³ Voir la première partie de European Commission (2021) et OECD (2021a) pour une synthèse des mesures prises en Europe et, point de vue fiscalité, dans le monde industrialisé, IMF (2021) pour une évaluation globale, notamment l'encadré 1.2 consacré aux aides aux entreprises, et OECD (2021b) qui assigne trois missions aux pouvoirs publics : vacciner, investir dans l'économie de demain et soutenir les individus.

⁴ Voir Cœuré (2021) pour un exemple d'évaluation globale des mesures d'aide aux entreprises.

les arguments pour et contre une sélectivité dans la conception et l'octroi des aides. La seconde suggère les principes transversaux appelés à sous-tendre la sélectivité.

Être ou ne pas être sélectif

Quand la maison brûle, les pompiers déversent de l'eau en abondance, et sans toujours cibler les endroits les plus à risque ou ceux au contenu le plus précieux. La fumée, le manque d'information ou le sentiment d'urgence peuvent expliquer l'absence de priorités et d'arbitrages. Et quand le bateau coule, on ne fait pas passer des tests avant d'embarquer voyageurs et personnel dans les canots de sauvetage.

Objections à la sélectivité

Être sélectif se heurte à différentes objections. La première est celle de l'urgence de « *sauver ce qui peut l'être* », pour « *relancer la machine* » au plus vite. Le non-sauvetage d'activités qu'une analyse aurait montrées fragiles ou non responsables pourrait créer un tel choc négatif que cela placerait l'économie sur un sentier de croissance inférieur, et cela d'autant plus que le temps nécessaire pour voir se développer des activités considérées comme responsables peut être long, laissant le creux conjoncturel prendre des dimensions permanentes par un effet d'hystérèse.

La deuxième objection a trait à la méthodologie qui aurait été nécessaire pour filtrer les candidats au soutien. Intuitivement ne devraient être aidées que les activités à la fois économiquement et socialement soutenables. La comptabilité peut donner une certaine indication sur la première dimension mais comment juger de la seconde ? La taxonomie européenne en matière d'investissement responsable n'est entrée en vigueur qu'en mars 2021, soit après la crise de la Covid, et encore elle est loin de donner une réponse claire. Les débats sur les avantages et inconvénients relatifs des OGM, du nucléaire ou du gaz l'illustrent. Au-delà, faute de critères identifiés et connus avant l'amorce de la crise, la sélectivité serait source de possibles distorsions de concurrence

La troisième objection est qu'il n'est nul besoin de se montrer sélectif car la contrainte budgétaire a été relâchée. Ce qui fonde ceci n'est pas tant que la vision selon laquelle le déficit public serait un mythe ferait l'unanimité parmi les économistes mais que les marchés financiers s'attendent à ce que la complaisance des banques centrales perdure, de telle sorte qu'un endettement accru ne se traduit ni en élévation des taux d'intérêt réels, ni en écartement des spreads de taux souverains

Arguments de la sélectivité

En regard de ces objections, il est des arguments pour justifier la sélectivité. Le premier est que l'effet multiplicateur des mesures budgétaires n'est pas unique, et qu'il faut privilégier, c'est une évidence, les affectations qui ont le plus grand impact. C'est par défaut d'une meilleure stratégie que le pompier asperge d'une même quantité toutes les pièces de la maison, pas par choix. Bien sûr, cibler n'est pas simple. Comment arbitrer entre, grâce à une aide publique, d'une part, ralentir le déclin d'une entreprise ou d'un secteur bien établi à fort impact en termes d'emploi ou de notoriété, et, d'autre part, augmenter les chances de voir de nouvelles entreprises se créer et se développer ? Toutefois, l'expérience du soutien accordé en Belgique aux secteurs qui avaient été qualifiés de nationaux invite à penser qu'il est préférable de préparer le terrain de l'avenir plutôt que de s'accrocher à une activité sans grand avenir. « *Don't throw good money after bad money* ». Freiner l'inéluctable et entraver la « *destruction créatrice* » qu'a forcément induit la crise sanitaire ampute la croissance future.

Le deuxième argument, de l'ordre de l'efficacité économique, est que, loin d'être une source de distorsion, la sélectivité de l'aide publique peut corriger une défaillance de marché, en corrigeant l'impact des externalités. Si la taxation de la pollution n'est pas à la mesure de son coût sociétal, différencier l'aide selon l'incidence environnementale est souhaitable. Et la sélectivité peut aussi servir à corriger des mesures publiques discriminatoires antérieures. En Belgique, aujourd'hui, le travail de nuit bénéficie d'un traitement de faveur en termes agrégés de fiscalité et parafiscalité, L'exclure du champ des aides reviendrait à réduire une distorsion, et non à l'exacerber. L'argument d'efficacité est aussi une exigence de cohérence. A l'heure des mesures internationales en faveur de la transition, il y a comme un paradoxe à voir des aides publiques nationales être versées à des entreprises qui ont des activités polluantes. Recapitaliser ou prêter de manière concessionnelle à une entreprise aéroportuaire est une illustration d'une telle contradiction. Et à ceci s'ajoute une difficulté politique, qui est le risque d'une complaisance future. Le décideur qui aura secouru une compagnie aérienne en 2020 sera réticent à promouvoir des mesures environnementales qui pénaliseront cette entreprise, sous peine, si celle-ci faisait faillite, d'être critiqué pour avoir gaspillé l'argent public. Certes, le flou persiste autour de ce qui sera considéré comme durable, et cela rend donc la sélectivité plus subjective mais il n'est pas besoin d'une taxonomie pour savoir qu'un avion pollue.

Le troisième argument est que sous l'apparence d'être générales, des mesures non sélectives ont pour effet de ne bénéficier qu'à certaines entreprises, avec un effet de sélection socialement non souhaitable. C'est notamment le cas du régime de chômage économique ou du droit passerelle. Il s'agit là de mesures qui, parce qu'elles sont accessibles à tous les acteurs économiques, tous secteurs confondus, ont l'air de profiter à tous d'une égale manière mais la réalité est bien différente. Prenons un exemple stylisé de deux entreprises parfaitement identiques à une différence près : l'une a choisi, pour maximiser ses profits, de se concentrer sur une activité là où l'autre, soucieuse de résilience, en aurait conservé deux distinctes, au prix d'une déperdition de rentabilité. La seconde, du fait de sa prudence, ne va pas bénéficier de l'aide publique, ou nettement moins, que la première. Donc, loin de donner le même montant aux deux entreprises, on va donner davantage à celle qui, en termes de bien-être collectif, le mérite le moins. Le niveau de risque varie entre secteurs et aussi entre entreprises d'un même secteur. Aider toutes les entreprises que la crise sanitaire a mises en difficulté n'est pas être neutre mais au contraire est être sélectif « à rebours ».

Le quatrième argument est que la contrainte budgétaire subsiste, en dépit de l'apparence d'un évanouissement de la discipline nationale et européenne, de la prévalence des vues accommodantes parmi les banquiers centraux et d'une insouciance des marchés financiers à l'égard des perspectives de moyen terme des finances publiques. L'encadrement européen des soldes budgétaires peut redevenir d'actualité, le financement monétaire des Trésors être contesté et la douce insouciance des investisseurs céder la place à l'inquiétude. La sélectivité permet soit de concentrer les moyens là où ils sont le mieux utilisés, soit d'en économiser et, de ce fait, de moins accentuer la dépendance à l'encontre des vues dominantes d'après-demain, que ce soit celles des dirigeants politiques, des autorités monétaires ou des opérateurs financiers. Donc, la contrainte budgétaire n'a pas disparu. D'ailleurs, si cela avait été le cas, les plans de relance auraient été encore plus généreux !

Vient alors un cinquième argument, qui est que se montrer sélectif permet de donner une incitation à « bien » se comporter. Ainsi, si le montant de l'aide est conditionné au non-usage de techniques d'optimisation fiscale, cela poussera les entreprises à ne plus recourir à celles-ci : payer l'impôt s'enrichirait d'une dimension de prime d'assurance. Ceci conduit à la seconde section de cette contribution, relative aux modalités potentielles de la sélectivité.

Comment être sélectif

La manière la plus forte d'être sélectif est de procéder « cas par cas ». Cela permet un ciblage plus fin, qui permettrait, outre de comprimer les dépenses ou de les concentrer là où leur effet multiplicateur est le plus grand, de réduire le risque d'effets d'aubaine.

Le « cas par cas » présente toutefois de sérieuses limites. La première est que cela réduit le caractère prévisible des aides, ce qui, en laissant de l'incertitude, affecte négativement le comportement des entrepreneurs : report d'investissement, moins de « *labor hoarding* », ... La deuxième est le risque de biais d'affinités politiques, voire de corruption. Le troisième est le danger de distorsion de concurrence. Une différence de traitement entre entreprises se doit d'être justifiée. Et c'est encore plus patent si l'aide prend la forme de l'octroi d'un crédit ou d'une prise de participation. Les pouvoirs publics actionnaires ou créanciers d'une compagnie aérienne pourraient chercher à l'avantager au détriment de ses concurrents dans l'octroi de « slots » dans un aéroport donné. Et ce risque a son pendant : si les pouvoirs publics ont un intérêt dans plusieurs entreprises supposées se faire concurrence, ils pourraient fermer les yeux sur des manœuvres de cartellisation, voire les encourager.

Les autorités publiques n'ont pas à faire du « cherry picking » mais à agir sur la base de principes, valables sur l'ensemble de leur juridiction. Quels pourraient être, vu la supériorité d'une approche, devraient être ces principes, étant entendu que ceux-ci sont à voir comme cumulatifs et non pas exclusifs ?

Ne pas nuire

Le premier principe de sélectivité est, en politique d'aide comme en médecine, « *Primum non nocere* » (« d'abord, ne pas nuire »), en donnant à ce précepte ici aussi une connotation de santé publique. Les activités directement et indirectement dommageables pour la santé humaine, et notamment au travers de leur impact sur le climat et la biodiversité, doivent donc être exclues. Déroger à ce principe général prendrait en plus un tour schizophrénique si une crise économique liée à un problème de santé, à savoir le coronavirus, lui-même potentiellement, voire vraisemblablement, une zoonose liée aux destructions d'habitats naturels, venait à induire des mesures contracycliques qui participeraient à la génération de ce qui les a rendues nécessaires.

Nous ne savons pas encore si le moteur électrique aura été une bonne idée mais nous savons que l'énergie fossile est hautement nuisible. Contribuer, par des aides, à sauver des entreprises dont l'activité en induit une forte consommation, qu'il s'agisse de croisières, de transport aérien, de logistique ou d'automobiles conventionnelles est clairement contraire au principe communément attribué à Hippocrate. De plus, rappelons que l'énergie fossile bénéficie de larges subventions fiscales, bien loin de ce que l'internalisation des externalités négatives exigerait.

Inviter à la sélectivité sur la base d'un tel principe de précaution évite le piège de l'illusion d'un État stratège à même de pouvoir sélectionner les secteurs et les technologies d'avenir. Il ne s'agit pas ici de prétendre identifier les gagnants de demain (« to pick the winner ») mais d'exclure du champ des aides les activités clairement nuisibles. Et si les exclure apparaît, vu leur poids dans l'économie nationale, comme risquant d'infliger un choc trop violent, il faut à tout le moins imposer des engagements sociétaux. Interdire l'accès de bateaux de croisière aux zones marines les plus fragiles, imposer un rajeunissement de la flotte d'avions, supprimer les vols entre destinations reliées par une connexion en train de moins de 2 heures, voilà ce qui apparaît comme le minimum minimorum.

Bien sûr, il y a l'argument que « *si vous ne nous aidez pas, d'autres, plus polluants et/ou étrangers, prendront nos parts de marché, la planète y perdra et l'économie locale aussi, et c'est tout* » mais cet argument du « moindre mal » rencontre une objection éthique fondamentale, et incidemment aussi une réfutation politique et économique. Sur le plan politique, que les gouvernements qui cèdent à cet argument exposent ce qu'ils ont entrepris pour lutter contre le dumping environnemental ou social. Faute d'une telle action, l'argument perd toute crédibilité. Sur le plan économique, il est à anticiper qu'une partie – variable – de l'aide servira non à soutenir le volume de production mais à gonfler les marges bénéficiaires.

Inciter aux comportements souhaitables

Accorder l'aide aux entreprises de manière sélective est aussi une manière d'inciter à des comportements socialement souhaitables. En étant une « récompense » pour l'entreprise « citoyenne », l'aide devient une carotte pour adopter une telle attitude. Ainsi, si le volume de l'aide est d'une manière juridiquement acceptable lié au taux effectif d'imposition payé au cours des dernières années, payer l'impôt revêtira une dimension assurantielle qui dissuadera l'optimisation fiscale agressive. Un exemple aurait été de plafonner le (double) droit passerelle dont ont bénéficié les indépendants – en large extension du régime préexistant – à un pourcentage (inférieur à 100%) du revenu déclaré en moyenne lors des 3 ou des 5 exercices ayant précédé la crise de la covid, avec faculté pour les personnes concernées d'introduire une requête si cette base de comparaison n'est pas pertinente (activité débutante, ...).

Il n'y a pas que la fiscalité. Il est de nombreuses entreprises qui cherchent à optimiser leur bilan et leur ratio de rentabilité, à gâter leurs actionnaires et à choyer les collaborateurs bénéficiant de *stock options* en comprimant la mise en réserve de bénéfices au profit de dividendes généreux et de rachats d'actions propres, voire en s'endettant pour ce faire. En ne profitant pas des années de vaches grasses pour constituer un coussin amortisseur, ces entreprises ont délibérément choisi de fragiliser leur structure financière, comme la cigale préfère chanter à imiter la fourmi. La sélectivité pourrait être de conditionner l'aide à une structure financière prudente. Cela aurait pour effet de dissuader pour l'avenir les pratiques d'optimisation financière. Ne pas le faire, c'est participer à une logique de « privatisation des profits et nationalisation des pertes ».

La conditionnalité peut également être prospective. Il s'agit de n'aider que les entreprises qui s'engagent à ne pas verser de dividendes, par exemple, ou, s'agissant du management, qui acquiescent à une absence de bonus pour les x années à venir ou à une diminution de la rémunération. Une entreprise sauvée par les pouvoirs publics doit-elle voir son management être mieux rémunéré que celui des entreprises publiques ?

Les modalités de la conditionnalité ne se limitent pas à des considérations directement pécuniaires. Il peut ainsi aussi s'agir d'exigence de transparence. Il peut s'agir de transparence fiscale, avec une information par pays, ou de transparence environnementale et sociale, tant sur la production que sur la commercialisation. Une entreprise aidée par la collectivité doit, en corollaire à cette aide, ouvrir ses livres à la collectivité.

Une aide « market conform »

Un troisième principe sous-tendant la sélectivité, et en redisant que ces principes sont cumulables, est que l'aide doit se faire selon des termes financiers raisonnables. Dans une économie de marché, qui

connaît la propriété privée et donc l'appropriation privée des bénéfices, il n'y a, a priori, pas place pour des aides publiques hormis celles qui corrigeraient des imperfections de marché (« *market failures* »). Une présentation alternative est que si l'État injecte du capital dans une entreprise, il doit être traité comme n'importe quel actionnaire ou prêteur. Il faut donc que cet apport génère un rendement attendu ajusté pour le risque en ligne avec les exigences du marché dans son état normal. Ce mot « normal » s'explique par le fait qu'en période de crise, les primes de risque exigées peuvent s'emballer. Il ne s'agit pas, avec le principe de « conformité au marché », d'exiger que l'injection publique, dans un tel contexte tendu se fasse selon des termes déraisonnables mais qu'elle n'ait pas lieu selon des modalités concessionnelles par rapport à ce qui a prévalu en moyenne les années avant la crise.⁵

Ce principe découle d'une obligation de cohérence. Prendre des risques, percevoir l'intégralité des profits quand les choses vont bien et voir les pouvoirs publics voler à la rescousse à des conditions de faveur quand le vent tourne n'est pas acceptable, et risquerait de miner la légitimité de l'économie de marché. De plus, qui dit conditions de faveur dit distorsion de concurrence. Donc, s'il s'agit de recapitaliser une entreprise, cela doit se faire sur la base d'une valorisation en phase avec ce que les actionnaires privés auraient accepté dans un contexte macroéconomique normalisé.

Les actionnaires privés, qui ont la liberté de ne pas faire appel à ces capitaux publics, doivent, s'ils y recourent, accepter une dilution en ligne avec ce qu'elle aurait été s'il s'était agi de l'entrée au capital d'un actionnaire privé. De plus, si l'État intervient dans des circonstances exceptionnelles tout en payant le prix qui prévalait en circonstances normales, il faut, en compensation, qu'il perçoive un complément de rémunération en cas de retour à très bonne fortune. Il en va de même s'il s'agit d'accorder un crédit.

Et avant même de fixer des conditions financières normales au sauvetage, il faut bannir le sauvetage d'entreprises déjà mal en point avant le choc conjoncturel. Comme indiqué plus haut, différer l'heure de vérité des « canards boiteux » et refuser la destruction créatrice est contre-productive.

Conclusion

« *C'est quand la mer se retire que l'on voit qui nage sans maillot* », selon la formule attribuée à Warren Buffett, et c'est face à un choc que l'on voit quelles sont les activités plus résilientes et les entreprises mieux gérées. La baisse des gains de productivité observée ces deux dernières décennies est souvent attribuée à une sclérose du paysage économique, avec trop peu de renouvellement du tissu économique, et la Belgique n'échappe pas à ce constat, pour partie liée à la faiblesse des taux d'intérêt, qui permet à des entreprises vacillantes de ne pas faire la culbute (de Callataÿ & Denk, 2019). La crise économique de 2020-2021 aura été terrible mais elle peut, comme toute crise, avec des vertus, et notamment celle de participer à la mutation du tissu entrepreneurial. Avoir pris des mesures pour amortir le choc si violent est pleinement justifié mais il faut veiller à concilier l'action contracyclique avec une préoccupation pour le bien-être dans la durée.

Concevoir des aides publiques pour les entreprises sans ciblage et sans conditionnalité a l'apparence de l'efficacité et de l'équité. L'analyse non technique présentée ici amène à une évaluation sévère. Outre qu'elle freine la mue continue souhaitable de l'économie, l'absence de sélectivité favorise des comportements dommageables pour la collectivité, notamment en termes de solidité bilantaire et de résilience du modèle d'affaire.

⁵ Voir Ebeke et al. (2021) sur les besoins en fonds propres des entreprises européennes.

“For the life of me, I cannot understand why grants should have been made to airlines to enable them to continue to function, rather than allowing their share values to be further depressed, and allowing those who would earn substantial premiums by taking risk on airline bonds to do so, accepting the consequences of an investment gone wrong. Looking towards an economy that is going to be very different than the one we had before COVID, we cannot aspire to maintain every job or every enterprise with a compensation program indefinitely.” (Larry Summers, 2020).

Si les aides aux entreprises n’ont pas été différenciées comme il aurait été désirable qu’elles le soient, ce n’est vraisemblablement pas tant par manque de temps, même si l’urgence est fréquemment invoquée, mais par complaisance face à des acteurs de poids et d’influence et par myopie. Un tiens vaut mieux que deux tu l’auras au mieux lors de la prochaine législature. Se montrer sélectif, c’est déplaire directement à ceux qui seraient écartés, c’est accepter un choc immédiat plus fort et c’est faire un pari sur la capacité à se transformer.

Bibliographie

Cœuré, B, (2021), Rapport final du Comité de suivi et d’évaluation des mesures de soutien aux entreprises, France Stratégie et Inspection générale des finances (IGF), juillet.

de Callataÿ, É & D Oliver (2019), Overview of Main Findings and Policy Recommendations, in OECD (2019), In-Depth Productivity Review of Belgium, Paris, pp. 15-50.

Ebeke, C, N Jovanovic, L Valderrama, and J Zho (2021), Corporate Liquidity and Solvency in Europe during COVID-19: The Role of Policies, IMF Working Paper 21/56.

European Commission (2021), Report on Public Finances in EMU 2020, Institutional Paper 147, February

IMF (2021), Fiscal Monitor, April.

OECD (2021a), Tax Policy Reforms 2021. Special Edition on Tax Policy during the COVID-19 Pandemic, April.

OECD (2021b), Economic Outlook, May.

Summers, L (2020), How to Fix Globalization—for Detroit, Not Davos, interview with Irwin Stelzer and Jeffrey Gedmin, The American Interest, May 22, 2020.