



REFLEXIONS SUR LA CRISE SANITAIRE ET FINANCIERE

Jacques de Larosière

25 mars 2020

Pourquoi l'apparition de ce virus provoque-t-elle un trouble économique et social de l'ampleur aujourd'hui constatée ?

Il y a, bien sûr, la nouveauté de la maladie dont la virulence est extrême et le fait qu'elle se soit développée très rapidement d'abord en Chine puis dans d'autres régions du monde et qu'elle se propage partout. Ceci explique que les hôpitaux ne soient pas équipés pour accueillir le « pic » des nouveaux cas et qu'il faille « lisser » la courbe des hospitalisations en les limitant aux cas les plus graves nécessitant réanimation.

En l'absence d'un vaccin - qui mettra plusieurs mois à pouvoir être déployé à grande échelle - et d'une capacité de dépistage absolument essentielle mais qui fait défaut dans de nombreux pays - il faut donc recourir au confinement des populations pour tenter d'enrayer la contagion. Or ce confinement est l'aspect le plus disruptif de la situation : il provoque une chute brutale du chiffre d'affaires de secteurs fondamentaux de l'économie : transports aériens, automobile, tourisme, restauration, commerces et il menace même les chaînes d'approvisionnement.

Nous subissons une crise sanitaire de grande ampleur doublée d'une crise économique et financière.

L'ampleur de l'incertitude de ce choc exogène sur l'activité économique se manifeste sur toutes les catégories d'actifs dans le monde entier. Mais ce que l'on dit moins est peut-être aussi préoccupant.

Pour la première fois depuis longtemps, l'annonce de baisses de taux d'intérêt et de plans de renflouements massifs ne semble plus calmer automatiquement les marchés. Les promesses de centaines de milliards de dollars brandies par nombre de gouvernements impécunieux commencent à rencontrer le scepticisme et l'inquiétude des investisseurs.

Pourquoi ? C'est que le terrain est miné à un point que l'on n'a pas voulu reconnaître. Le taux d'endettement des Etats et des sociétés dépasse tous les records du fait de politiques monétaires trop longtemps accommodantes. On constate que la croissance de l'endettement global a été de 50% depuis la dernière crise. La bulle des actifs financiers - y compris la bulle obligataire des titres d'Etat soi-disant sans risques - est en train de s'affaisser. On s'était accoutumé à une situation où l'annonce de la création monétaire par voie d'achats massifs de titres souverains était accueillie par les marchés comme une source de réconfort et un



signe d'engagement des autorités publiques. Et, de fait, pendant longtemps, la valeur des titres montait et leurs taux baissaient en dessous de zéro favorisant ainsi les emprunteurs.

Mais le ver était dans le fruit. Les primes de risque avaient pratiquement disparu dans cet environnement de taux bas ou négatifs. Et l'on vivait dans une illusion qui paraissait sans limites. Tant que durait la croissance, les signatures médiocres - ou même franchement mauvaises - étaient considérées comme de bonne qualité et la recherche d'un peu de rendement poussait les investisseurs à prendre des risques inconsidérés en même temps qu'ils étaient sous-évalués par les marchés.

Dans ce contexte, le risque de crise se rapprochait dangereusement même avant le virus ; il suffisait du moindre signe de ralentissement économique pour instiller dans le marché la crainte que les « beaux jours » étaient passés et que l'orage était là. De fait, les premiers défauts sont en train d'apparaître chez les emprunteurs les plus vulnérables (par exemple, les émetteurs de titres à haut rendement et les sociétés classées BBB qui représentent plus de la moitié de la dette d'entreprise « investment grade », sociétés dont le rapport bénéfice/charges financières s'est considérablement dégradé). Pour faire face à ces défauts, les gestionnaires de fonds doivent vendre des actifs liquides : d'où la baisse de l'or et des titres souverains constatée depuis quelques jours. Mais il est à craindre que le mouvement ne s'amplifie avec la détérioration rapide de la conjoncture et le percement des énormes bulles d'actifs qu'on a laissé s'enfler inconsidérément.

Le coronavirus n'est pas la cause de ce qui nous arrive sur le plan financier, mais c'est un puissant facteur d'amplification sur un terrain déjà miné.

Certes, les autorités cherchent, une fois de plus, le salut dans un « assouplissement » de la politique monétaire et budgétaire afin d'augmenter l'effet de levier d'un système financier déjà surexposé. D'où les baisses de taux directeurs annoncées par certaines banques centrales et le recours à de nouveaux programme d'aisance quantitative (QE).

Mais étant donné l'existence de taux déjà très bas qui rendent ces baisses inopérantes - dans un contexte où il s'agit moins de bénéficier de taux plus faibles que de survivre à la fermeture des entreprises - et l'absence de marges pour relever les impôts, ces promesses de renflouements massifs équivalent à l'annonce de nouvelles émissions de titres de dettes. On peut, certes escompter que les banques centrales assureront le succès de ces émissions par leurs achats de titres. Cela équivaldrait, en fait, à vouloir compenser les pertes, réelles, entraînées par la récession (ou la dépression ?) par de la création monétaire.

Une telle fuite en avant est-elle viable ? Les marchés ne vont-ils pas s'inquiéter un jour des conséquences inflationnistes d'un nouveau « put » monétaire intégral ? Certes, l'inflation est



encore faible, mais après une accumulation de création monétaire face à une production en recul, son retour semble probable avec son cortège d'inégalités sociales.

Peut-on faire croire que la création monétaire peut exempter indéfiniment nos sociétés d'avoir à faire face à la question : « qui va payer ? ». Le hasard moral peut-il être institutionnalisé et pérennisé comme beaucoup d'acteurs imprudents le souhaitent ? Garantir à tout acteur de marché qu'il ne fera jamais de perte et que le résultat de ses imprudences lui sera toujours favorable serait une solution dangereuse pour régler les problèmes.

Peut-on penser que l'émission illimitée de titres souverains ne butera jamais sur le questionnement des marchés quant à la solvabilité des Etats ? Certains l'affirment. Mais qui les croira ?

Que va-t-il advenir de la zone euro où les hétérogénéités en matière de déficits et de dette publique, et donc de marges fiscales, sont particulièrement accusées et où le sens de la solidarité qui devrait prévaloir dans l'Union semble à bout de souffle ?

Quelques ordres de grandeur à la veille de la crise invitent à la réflexion :

PIB mondial : 85.000 Milliards \$

Capitalisation boursière globale : 20 .000 Milliards \$

Bilans des plus grandes banques centrales : 18.000 Milliards \$

Si l'on faisait l'hypothèse que les Etats décidaient de « compenser » par de la dépense publique supplémentaire le recul probable de 3 à 5 points du PIB mondial et qu'ils entreprenaient de contrer, « à la japonaise », la déroute boursière, cela aboutirait à augmenter de moitié environ les bilans des banques centrales. Certes, cela a déjà été fait en 2008. Mais peut-on le répéter sans cesse, et quel avenir nous prépare-t-on ?

Etant donné la gravité de la situation (on parle d'une croissance négative de 5 points de PIB en 2020) et l'incertitude quant à sa durée (l'hypothèse la plus courante étant que la propagation du virus se résorbera au cours du deuxième trimestre de 2020, mais cela est loin d'être sûr) il faut se préparer à un choc économique considérable.

Les moyens immédiats commencent à être à juste titre déployés (augmentation de la liquidité bancaire, absorption quasi illimitée de titres souverains par achat des banques centrales, garanties publiques accordées - France et en Allemagne notamment - aux crédits pour les entreprises touchées, différés de paiement pour crédits, cotisations sociales, taxes..., facilités



accordées en matière de chômage partiel, utilisation par les banques de leurs coussins contracycliques ...)

Certains de ces dispositifs seront coûteux pour les finances publiques. Et cela alors que les marges d'action budgétaires et monétaires sont très réduites du fait de la gestion de l'après-crise financière de 2008. Mais l'heure présente ne laisse pas le choix. Elle impose d'agir en dépit de la faiblesse de l'environnement financier qui ne pourra, du reste que se détériorer davantage.

Tous les verrous sautent les uns après les autres : aux Etats Unis, le financement monétaire du Trésor devient illimité et les titres privés sont pour la première fois acceptés comme collatéral par la FED. En Europe, la Banque Centrale Européenne s'est dotée d'un potentiel d'achat de titres pour 1.000 milliards d'euros. Les règles du pacte de stabilité européen sont suspendues et, de fait, les plans nationaux de soutien et de relance (Allemagne 750 milliards d'euros, France 350 Milliards, Espagne 200 milliards) sont incompatibles avec ces normes.

Les vannes sont donc ouvertes. Encore faut-il raison garder et s'en tenir à des principes clairs. La gravité de la crise impose de fournir à l'économie la liquidité nécessaire afin de permettre l'octroi du crédit indispensable à la survie économique. En revanche, la suspension des règles qui encadrent les budgets des Membres de *l'Eurozone* et dont le respect constitue le fondement même de la viabilité de la Monnaie Unique, constitue une décision de circonstance majeure dont il faudra sortir de manière coordonnée si l'on souhaite maintenir l'Union Monétaire.

De même, cela ne veut pas dire que la monnaie hélicoptère se justifie pour autant. Dans une crise sanitaire comme celle que nous traversons avec le confinement des populations, la priorité ne semble pas d'accorder des subventions par voie monétaire aux consommateurs qui ont bien du mal à acheter quoi que ce soit, mais de permettre, par le crédit, aux entreprises de survivre. Si on doit aider les ménages les plus démunis et le plus touchés, c'est par des allocations sociales qu'il faudrait le faire : dans une démocratie, la monnaie ne doit pas être l'agent d'une politique sociale. En revanche, la priorité absolue est de permettre aux entreprises de continuer à survivre. Cela peut requérir le recours à des prêts directs de la part d'institutions financières, de garanties publiques accordées aux prêts bancaires, de prolongation d'échéances et même, lorsque nécessaire, une conversion des prêts accordés en capital non remboursable souscrits par la puissance publique. C'est une manière plus efficace de recourir à la monnaie hélicoptère et engendrer une relance saine avec des entreprises dotées d'une base en fonds propres suffisante.



La vérité est sombre. Le monde « occidental » n'a pas su gérer l'après Bretton-Woods. Il s'est enfoncé dans l'économie d'endettement et dans une financiarisation à outrance sans même se soucier pendant longtemps des problèmes écologiques. La discipline des taux de change a laissé la place au laisser-faire des marchés. Il était si facile de se financer qu'on a cru pouvoir se lancer dans une mondialisation radicale et sans transition au détriment des populations les plus vulnérables qui ont dû payer le prix des délocalisations. Le populisme a suivi l'accroissement des inégalités et l'esprit multilatéral s'est effrité au profit de la primauté des Etats nationaux. L'exemple actuel est saisissant à cet égard : toutes les mesures annoncées, les centaines de milliards brandis quotidiennement, sont d'initiative nationale et peu coordonnées alors que la crise est universelle et requiert un vrai leadership mondial.

Il faut penser dès maintenant à l'après - crise : l'endettement, massivement augmenté, excèdera, dans nombre de pays, les limites du soutenable. Et si la gouvernance de la restructuration devenue inévitable, est semblable à celle qui nous a conduits là où nous sommes, les réveils risquent d'être douloureux.

Quand on songe à la complexité des défis : normalisation d'une politique monétaire dans l'impasse, adaptation au danger climatique, nécessité de rétablir un ordre monétaire international pour éviter les dévaluations compétitives, apprendre à nos concitoyens que les réformes structurelles ne peuvent se faire indéfiniment à coups de création monétaire.... On se demande avec inquiétude si nos méthodes de coopération et de gouvernement pourront s'élever à la hauteur des enjeux.

Que faudrait-il faire enfin pour redonner confiance à l'Union européenne ?

Les écarts de taux dans la zone euro se sont creusés avec la crise jusqu'à l'intervention de la BCE, exposant les fragilités qui subsistent en raison de l'architecture européenne encore incomplète de l'Union Economique et Monétaire, qu'il s'agisse du non-respect des critères du pacte de stabilité et de croissance, de l'absence de symétrie des ajustements des balances des paiements courants, de l'Union bancaire qui demeure incomplète...

Il semble qu'il faudrait d'abord partir d'un principe politique et éthique simple : TOUT doit être fait pour enrayer la propagation du virus. Les autres considérations doivent être mises entre parenthèses tant que la situation sanitaire n'aura pas été rétablie.

Il découle de ce principe qu'un certain nombre d'initiatives devraient être prises d'urgence dans un esprit de solidarité.

A titre illustratif on pourrait imaginer :

IDEES POUR AUJOURD'HUI ET DEMAIN



- Finalisation de l'accord-encore pendant- sur le budget de l'Union (avec un chapitre suffisant sur l'épidémie),
- Emission de corona bonds avec la signature européenne pour financer les dépenses additionnelles dues au virus
- Utilisation du Mécanisme Européen de Stabilité pour des financements spécifiques d'Etats membres centrés sur le virus,
- Mise au point définitive de l'Union Bancaire et d'un vrai système de résolution afin de la rendre moins vulnérable aux chocs économiques,
- Accord politique sur les principes gouvernant la « rentrée dans l'atmosphère » après la crise : mise en œuvre des réformes structurelles seules à même d'accroître la croissance de nos économies, utilisation du programme OMT, restructuration conditionnelle des dettes publiques devenues insoutenables, restauration d'un pacte de stabilité rénové qui s'appuie sur une capacité d'endettement de la zone et sur la discipline des pays membres ...

Pourquoi cet article ?

Parce que, même si la « sur-financiarisation » du système ne nous laisse guère de choix aujourd'hui, il faut absolument que l'on se pose, cette fois au moins, la question de « l'après-crise ». Nous ne pouvons plus nous offrir le luxe, une fois le choc de la pandémie passé, de retomber dans les mêmes ornières de la facilité et de remettre à plus tard les vraies questions. Ne pas y réfléchir dès maintenant équivaudrait à poser comme principe - ce qui nous a conduit au désastre - que la création monétaire illimitée est la seule façon de répondre aux problèmes de fond, à ceux des générations à venir. Sinon ce sera la crise à répétition

Après la guerre, la première chose à faire est de déminer le terrain.

Jacques de Larosière a fait toute sa carrière au sommet des institutions financières : il a d'abord dirigé le Fonds monétaire international (1978-1987), avant de devenir gouverneur de la Banque de France (1987-1993), puis président de la Banque européenne pour la reconstruction et le développement (1993-1998). Il est conseiller auprès du président de BNP-Paribas.

Dernier ouvrage publié aux éditions Odile Jacob : *Les 10 préjugés qui nous mènent au désastre économique et financier* (nov. 18)