

Réflexions sur la crise sanitaire et financière

Jacques de Larosière, 30 mars 2020¹

Texte repris dans *Les Echos* le 1^{er} avril 2020 sous le titre : « Coronavirus : les sept leçons économiques de Jacques de Larosière »

1. 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 sont 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 un arrêt de la machine économique, une chute brutale du chiffre d'affaires de secteurs fondamentaux de l'économie : transports aériens, automobile, tourisme, restauration, commerce et il menace même les chaînes d'approvisionnement.

L'ampleur de l'incertitude de ce choc exogène sur l'activité économique se manifeste sur toutes les catégories d'actifs financiers dans le monde entier.

Mais ce que l'on dit moins est peut-être aussi préoccupant.

2. 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.

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. Du fait de politiques monétaires trop longtemps accommodante, le taux d'endettement des Etats et des sociétés dépasse tous les records de temps de paix. On constate que la croissance de l'endettement global a été de 50% depuis la dernière crise. La bulle des actifs favorisée un endettement bon marché -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

¹ Jacques de Larosière, Président d'honneur d'Eurofi

souverains par les banques centrales 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 étaient déjà 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 il y a quelque temps. Mais il est à craindre que le mouvement ne s'amplifie avec la détérioration rapide de la conjoncture et la suspicion inspirée par les énormes bulles d'actifs qu'on a laissé s'enfler inconsidérément.

3. La gravité de la situation impose d'agir en dépit de la faiblesse de l'environnement financier

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 juste titre, à être 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 aux entreprises touchées, différés de paiement pour crédits, cotisations sociales, taxes..., facilités accordées en matière de chômage partiel, utilisation par les banques de leurs coussins contra-cycliques. Plus récemment s'est manifestée une forte pression sur les banques pour qu'elles reportent la distribution de leur dividende et le paiement des bonus variables de façon à accroître leur capacité de prêt.

Certains de ces dispositifs seront coûteux pour les finances publiques et notamment le financement du chômage partiel. 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 par un certain nombre d'Etats. 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 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.

4. Encore faut-il raison garder

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 d'importance majeure dont il faudra sortir de manière coordonnée si l'on souhaite maintenir l'Union Monétaire.

De même, la situation présente ne justifie pas pour autant la monnaie hélicoptère. Dans une crise sanitaire comme celle que nous traversons avec le confinement des populations, la priorité ne semble pas être 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 les 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 leur activité. 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 en capital non remboursable souscrit par la puissance publique. Ce serait une manière plus efficace que de recourir à la monnaie hélicoptère et cela pourrait contribuer à une relance saine avec des entreprises dotées d'une base en fonds propres suffisante.

L'idée que les Etats peuvent tout compenser en exposant leur bilan est malheureusement en partie une illusion. En effet, la plupart des Etats ont des bilans fragiles assortis de dettes monumentales et l'extension - que certains voudrait illimitée - de ces capacités financières pose évidemment le problème fondamental de la soutenabilité des déficits. Il en serait différemment si la banque centrale achetait l'intégralité du surcroît de dettes émis et qu'elle les gardait indéfiniment à son bilan. Mais avec une telle approche, on en viendrait à terme, à la monétisation systématique de tous les déficits ce qui affecterait la stabilité et la confiance dans la monnaie. Etant donné l'hétérogénéité des performances budgétaires entre les Etats membres de la zone euro, cette approche serait sans doute incompatible avec le fonctionnement de l'union monétaire. A plus long terme, l'économie de marché finirait en grande partie par être remplacée par une économie dirigée où la banque centrale serait propriétaire d'une grande partie des titres émis ce qui poserait un problème existentiel.

5. La vérité est sombre

Certes, les autorités cherchent, une fois de plus, le salut dans un « assouplissement » de la politique monétaire et budgétaire quitte à 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 équivaudrait, 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 et les marchés ne l'escomptent pas mais après une accumulation de création monétaire face à une reprise de la consommation, son retour semble possible avec son cortège d'inégalités sociales.

6. Questions pour penser l'après crise

Il faut penser dès maintenant à l'après – crise. 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 ?

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 placements, fussent-ils imprudents, 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 ? Une des conséquences de cette exacerbation de la dette publique est évidemment l'augmentation des impôts avec les problèmes de concurrence fiscale entre Etats, de compétitivité des entreprises et de la saturation de la capacité fiscale dans maints Etats.

Comment encourager le retour à une croissance saine dans un environnement de taux zéro qui encourage la thésaurisation de la liquidité au détriment de l'investissement productif, dans des économies souvent sur endettées et où les populations réclament plus de protection de l'Etat ? Le capitalisme est-il à bout de souffle et comment faire face à l'appel d'un recours à l'Etat universellement protecteur ?

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 au point mort ?

Quand on songe à la complexité des défis : normalisation d'une politique monétaire dans l'impasse, réponse 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 être différés 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. Nous assistons à un repli sur soi, à la fermeture des frontières en ordre dispersé. Cela rappelle l'entre-deux-guerres lorsque les États s'étaient engagés dans des dévaluations compétitives et le protectionnisme douanier.

7 Esquisse des premières réponses concernant l'Europe

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 depuis le début des années 2000, de l'absence de symétrie des ajustements des balances des paiements courants, de l'Union Bancaire et de l'Union des Marchés de Capitaux qui demeurent incomplètes...

Il semble qu'il faudrait d'abord partir aujourd'hui 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 :

- Finalisation de l'accord-encore pendant depuis 2 ans- sur le budget de l'Union (avec un chapitre suffisant sur l'épidémie),
- Emission symbolique de corona bonds avec la signature européenne pour financer exclusivement les dépenses additionnelles dues au virus
- Utilisation du Mécanisme Européen de Stabilité pour des financements spécifiques d'Etats membres centrés sur le virus²,
- 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, restructuration conditionnelle des dettes publiques devenues insoutenables, restauration d'un pacte de stabilité rénové et enfin efficace qui s'appuie sur une capacité d'endettement de la zone et sur la discipline effective des pays membres ...

² Ce fonds dispose d'une capacité de prêts de 410 milliards d'euros mais leur attribution est soumise à des conditions très strictes (réformes structurelles, réduction de dette...)

8. Et après la pandémie, quelle société ?

Il ne faut pas croire que, l'épidémie passée, tout rentrera dans l'ordre ancien.

Il faut se préparer à un changement de paradigme. Et ce changement, il vaut mieux l'organiser sur une base négociée et coopérative que de se le laisser imposer, comme ce fut le cas du malencontreux « consensus de Washington » qui façonna le monde à partir des années 80 et dont le dogmatisme a contribué au désastre.

8.1 La pandémie va laisser des traces dont on ne pourra pas ne pas tenir compte

- L'importance des crédits publics et des garanties offerts pour permettre aux entreprises de passer le cap de l'arrêt de nos économies va poser le problème suivant : une part substantielle de ces dettes ne pourra être remboursée au moins à moyen terme dans la mesure où une partie des activités maintenue par le crédit se traduit par une perte non rattrapable. De ce fait, les Trésors publics deviendront investisseurs en capital. Il leur faudra donc répondre à la question : de quel type d'actionnaires s'agira-t-il : passif et sans droit de vote ou inclusif et désireux de jouer un rôle stratégique au niveau des entreprises ?
- Il ne faut pas se dissimuler l'importance de la réponse qui sera donnée à cette question. Il s'agit en fait de choisir entre le retour au capitalisme libéral traditionnel ou un Etat actif qui jouerait un rôle décisif dans la stratégie industrielle.

8.2 Il faudra également aborder la question du surplomb de certaines dettes publiques.

Les dettes publiques dépasseront, dans nombre de cas, les limites du soutenable. Certaines restructurations s'imposeront donc si l'on veut éviter les freins à la croissance et les perturbations de marchés qui procèdent de ces endettements excessifs.

Il faudra donc engager d'une manière pragmatique un processus de restructuration qu'il convient de dédramatiser et mener à bien en étroite collaboration avec les marchés. Mais si la gouvernance des restructurations devenues inévitables, est semblable à celle qui nous a conduits là où nous sommes, les réveils risquent d'être douloureux.

Nous n'avons plus le luxe de faire croire que ce problème n'existe pas. Cependant, cette démarche de restructuration ne pourra réussir que si les débiteurs s'engagent sur une gestion financière plus prudente.

8.3 Il faudra se poser également la question de la globalisation.

Sans nier les avantages qui procèdent d'un monde commercialement ouvert, il faudra repenser l'OMC afin de lui permettre de lutter efficacement contre les abus de certains acteurs du commerce mondial, abus que nous avons subis pratiquement sans protester, depuis des années. Le commerce mondial a besoin d'un organisme de règlement des différends efficace et qui assure un traitement équitable pour tous. Autrement c'est la loi de la jungle qui prévaudra avantageant les plus forts au détriment des autres.

Les rapports entre l'Europe et la Chine devront être repensés par une Europe devenue moins tolérante mais plus consciente de ses propres intérêts.

8.4 Si on veut une vraie collaboration mondiale il faut aussi réorganiser le système monétaire international.

En effet le « non-système » dans lequel nous vivons présent un grand inconvénient : La liberté absolue qui règne en matière de taux de change suscite la suspicion.

L'assouplissement des politiques monétaires par certains pays est souvent perçu comme une manière déguisée de déprécier leur change. Ceci provoque des accusations de manipulations de taux de change et encourage les guerres commerciales.

En fait, nous n'avons jamais, depuis la fin de la guerre, été si proche de la situation des années trente (« beggar thy neighbour »).

Tout invite à se poser un certain nombre de questions qui ont été lucidement traitées par Robert Triffin :

- Comment introduire un peu de stabilité et d'ordre dans les mouvements de change (ancrage sur un panier de grandes monnaies ou sur un échantillon de matières premières) ?
- Comment éviter les inconvénients d'un système dont l'alimentation en liquidités internationales dépend exclusivement d'une monnaie nationale, le dollar ?
- Comment organiser, autour du FMI, une surveillance effective du nouveau système ?
- Comment faire en sorte que le système monétaire international soit plus symétrique et ne fasse pas reposer exclusivement l'effort d'ajustement sur les seuls pays débiteurs ?

Il est grand temps de commencer à échanger sur ces questions. Nous avons jusqu'à présent accepté le « non-système » car l'hégémonie du dollar s'exerçait de façon relativement bienveillante.

Mais maintenant que le monde devient multi polaire et moins consensuel et que les Etats unis utilisent de plus en plus le dollar à des fins diplomatiques et politiques, un accord entre les Etats la Chine et l'Europe paraît essentiel pour l'avenir.

8.5 On n'échappera pas non plus à une question plus fondamentale encore : celle du modèle de croissance et de société qu'il faudra élaborer après la crise.

Le nationalisme économique est-il la voie à suivre ? Deux facteurs y concourent :

- La recherche de protection sociale qui s'est manifestée pendant la pandémie. L'opinion publique veut clairement, des services hospitaliers mieux adaptés aux grandes pandémies qui vont, selon maints pronostics, se multiplier dans les décennies à venir.
- La nationalisation de fait qu'implique subrepticement une politique monétaire qui continuerait à assurer tous les acteurs économiques contre le risque d'échec. Les programmes

illimités de rachats par les banques centrales de titres dépréciés par les marchés équivalent à une forme de collectivisation des entreprises individuelles et donc des risques courus.

Ces deux facteurs ne sauraient jouer concomitamment. En effet, si l'on pense au pourcentage de dépenses publiques par rapport au PIB atteint par un pays comme la France (53% avant la pandémie), on peut se demander quelle serait la marge disponible pour procéder à de vastes programmes additionnels d'infrastructures sociales.

La réponse est que si l'on veut revenir une situation normale où les taux d'intérêt sont positifs en termes réels pour assurer l'investissement productif, il faudra dans certains pays comme la France procéder « à la suédoise ». Les autorités suédoises ont effet radicalement modifié, en les allégeant, les dépenses publiques, pour éliminer tout ce qui n'était pas mission essentielle.

Si les pays n'engagent pas ces réformes avec un minimum de coordination et de discipline, l'avenir de l'euro serait compromis.

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.