

## La triple crise actuelle: pandémie, économique et financière

*Analyse d'Olivier Klein, Président exécutif de la section française de la Ligue Européenne de Coopération Économique, Directeur Général de la BRED et Professeur d'économie financière à HEC*

Sur les marchés financiers, le « *black Swan* », tant craint par ceux qui pensaient comme moi que la possibilité d'avènement d'une forte crise financière était en train de singulièrement monter, s'est présenté sous la forme du Coronavirus.

Et comme cette pandémie, à elle seule, de par le confinement quasi mondial qu'elle entraîne, met très brutalement la production en berne, elle nous enfonce dans une crise d'une violence inégalée et protéiforme : crise pandémique, crise économique et crise financière.

Elle survient sur un fond préexistant de vulnérabilité financière très forte, due à une accumulation de risques très élevés durant les dernières années, tant du côté des prêteurs que des investisseurs. Cette accumulation est elle-même due à des taux d'intérêt trop bas pendant trop longtemps. Ce qui rend la crise financière, résultant du Coronavirus, encore bien plus forte et dangereuse.

De ce fait :

- Le marché monétaire s'est fermé, les banques ne pouvant plus se financer à des termes même de 3 mois hors des banques centrales, qui heureusement sont là;
- Les titrisations ne se placent plus et les conduits des banques d'investissement qui portent des actifs titrisés ne se financent plus sur le marché monétaire, ce qui impose à ces banques de financer elles-mêmes leur « *warehousing* » et de conserver sur elles-mêmes tous les risques qu'ils comprennent ;
- Les fonds de placement sont de plus en plus nombreux à ne plus pouvoir répondre aux appels de marge et certains font faillite. Ce n'est qu'un début, je le crains ;
- Inutile de commenter le marché des actions, qui semble sans fond jusqu'à présent ;
- Quant aux primes de risque sur les obligations, après avoir été bien trop basses, elles se redressent vivement, mettant à mal nombre d'investisseurs ;
- Les nombreuses entreprises trop « leveragées » précédemment ont bien du mal à se refinancer. Aux États-Unis, cela a été largement renforcé par le rachat d'actions par les sociétés elles-mêmes, pratique devenue courante afin de dégager un rendement artificiel aux actionnaires.

Sans compter les entreprises de gaz de schiste, en général petites et à levier financier très élevé qui sont en train de s'étouffer avec le prix du pétrole sur les marchés internationaux. Donc avec des banques et des fonds qui les ont financées pour des montants importants en passe de souffrir sérieusement.

J'ajoute qu'est en train de se mettre en place un cercle vicieux que je craignais quand je donnais des conférences depuis l'été dernier sur la montée évidentes des vulnérabilités financières et la préparation de la future crise financière. Devant la dégradation violente des cash-flows des entreprises et des niveaux d'endettement très élevés préexistants de nombre d'entreprises, les agences de notation commencent à dégrader en série des « corporates ». Or, la moitié environ des entreprises notées dans l'OCDE sont en catégorie BBB. Ce qui signifie qu'en étant abaissée d'une note, elles quittent la catégorie d'« *investment grade* » pour passer en catégorie spéculative. Ce qui va entraîner l'obligation de nombreux fonds, engagés à ne détenir que des obligations de *corporates* notés en « *investment grade* », à les vendre, engendrant ainsi une montée bien plus vive encore des spreads.

Ce qui, à mon sens, entraînera de nouvelles baisses de cours boursiers. Heureusement, les banques centrales se sont engagées à acheter beaucoup d'obligations corporate. Espérons que cela suffise à couper ce possible cercle vicieux.

Heureusement, les banques centrales ont bien et vite réagi, même si j'impute les fortes vulnérabilités financières qui accroissent significativement la crise financière actuelle au fait qu'elles ne sont pas sorties de leurs politiques non conventionnelles à temps et qu'elles ont ainsi elles-mêmes poussé à la hausse le cycle financier à cause de taux trop bas, durant trop longtemps, « *too low for too long* ». Elles ont en effet incité emprunteurs et prêteurs/investisseurs, dont de nombreux fonds de placement, fonds de pension et assureurs (davantage en moyenne que les banques) à des prises de risque inconsidérées.

Enfin, heureusement également, les États réagissent globalement bien pour tenter de prendre en charge le coût de cette chute inédite de la production, en protégeant tant que possible le financement des entreprises, c'est-à-dire le financement de leurs pertes d'exploitation temporaires. Afin d'éviter au mieux les licenciements et faillites, ils prennent ainsi en charge le coût du travail dans les entreprises qui, sans ou peu de chiffre d'affaires, ne peuvent plus continuer à payer leurs salariés.

Dans le fond, les États suppriment temporairement la contrainte monétaire, en temps normal indispensable à un fonctionnement efficace de l'économie, qui s'applique aux différents agents économiques, entreprises et ménages. Mais cette contrainte monétaire serait totalement catastrophique si elle s'appliquait dans une telle période. Les banques centrales, quant à elles, suppriment momentanément (?) la contrainte monétaire des États, tout en s'efforçant à juste titre d'assurer la liquidité nécessaire à tout le système économique et financier.

Espérons que cette phase transitoire soit la plus brève possible, même s'il est évident que la reprise sera difficile et non immédiate, les chaînes d'approvisionnement ne pouvant se remettre en place en très peu de temps, idem pour la reprise des chaînes de valeur. La sortie du confinement pays par pays, comme dans tous les pays, ne pouvant aussi probablement pas se faire d'un coup, ni de façon simultanée.

Ajoutons qu'une fois la crise sanitaire réellement finie, la sortie de la suspension extraordinaire de la contrainte monétaire ne sera pas simple. Elle sera lente, et dangereuse. Il ne faut en effet pas provoquer de fuite devant la monnaie, monnaie elle-même qui ne vaut que si l'on accorde confiance à l'exercice efficace de la contrainte monétaire, donc confiance aux banques et aux banques centrales qui sont censées les faire respecter.

En outre, la sortie pourra comporter des risques élevés d'erreurs de politique économique, qui, sous le coup de l'émotion et de la pression de l'opinion, pourraient, ici, vouloir trop rapidement revenir à l'orthodoxie, ou là, trop lentement. De plus, au moment où il faudra mobiliser tout le pouvoir d'achat et où l'on aura besoin de toute l'énergie et de l'esprit d'entreprise de tous pour relancer à la fois la demande et l'offre, il serait de très mauvaise politique de provoquer une augmentation massive des impôts, tant sur les revenus que sur les patrimoines. Une forte politique de réformes structurelles ne baissant pas le pouvoir d'achat mais augmentant le niveau de la croissance potentielle sera indispensable aux côtés d'une politique de soutien de la demande.

Il faudra accepter des budgets en réduction de déficit très progressive et des politiques monétaires qui ne reviendront que lentement et précautionneusement sur leurs pratiques non conventionnelles. Le tout dans une programmation suffisamment explicite pour conserver la confiance dans les dettes des États et dans la monnaie.

Avec toute la modestie qu'impose une telle situation totalement inédite à toute tentative d'analyse.