Mars 2020

CORONAVIRUS ET ENDETTEMENT : EVITER LES ERREURS MORTELLES DE POLITIQUE ECONOMIQUE

ASTERÈS
producteur d'idées

SYNTHESE

L'objectif de cette note est d'analyser les causes et l'évolution d'une crise globale qui naîtrait de l'épidémie de coronavirus. Ainsi, elle se situe dans un cadre proche du scénario de crise tel que défini par l'OCDE, dans le contexte d'une contagion générale.

Sur le marché des biens et des services, le ralentissement économique qu'elle provoque va révéler qu'un grand nombre d'entreprises sont trop endettées par rapport aux flux de trésorerie qu'elles génèrent. Cette situation, rendue possible par les mesures de « quantitative easing », va alors trouver sa limite. Sur le marché financier, les investisseurs vont réaliser que la rentabilité de leurs actifs était en fait liée à une surabondance de liquidités qui cachaient des situations structurelles dégradées. Le niveau d'endettement va ici aussi apparaître décorrélé de l'activité réelle des entreprises financières et non financières, entraînant une crise de liquidité se transformant en récession de bilan.

L'épidémie va donc agir comme le révélateur d'une crise de « malinvestissement » dans laquelle il devient très difficile d'évaluer la santé des entreprises. Dans ce contexte, les mesures non conventionnelles mises en œuvre au cours de la crise des subprimes seront inopérantes et doivent laisser place à des stratégies visant à redonner de la liquidité aux entreprises en bonne santé tout en évitant de renforcer le poids de la dette globale, qui est la cause profonde de la crise.

Cette note a été rédigée par l'économiste Pierre Bentata pour le cabinet ASTERES.

LES CAUSES DE LA CRISE

1.1 Un ralentissement de l'activité

L'épidémie globale du Coronavirus cause **un ralentissement de l'économie réelle**, en raison principalement du ralentissement de la crise italienne et chinoise, mais aussi des mesures sanitaires, inévitables, qui freineront de plus en plus d'économies nationales, ce qu'on perçoit déjà en Italie.

Dans ce contexte, tous les secteurs se fournissant en Chine verront leur activité ralentie et risqueront de ne pas être en mesure de satisfaire leurs clients. Or, la Chine fabrique des inputs et des produits intermédiaires dans presque tous les secteurs d'activité (médical, l'Ibuprofen par exemple ; terres rares, etc…) et représente un consommateur majeur de certaines ressources primaires, notamment le pétrole.

Ce premier choc réel aura un **impact immédiat sur toutes les entreprises n'ayant pas suffisamment de trésorerie** pour résister plusieurs mois à une baisse inattendue de l'activité.

1.2 Un risque de panique boursière

Un second impact pourrait rapidement avoir lieu **sur les marchés financiers**. On peut déjà en constater les prémices avec la baisse des taux d'intérêt de la FED et une augmentation de sa production monétaire. Cette stratégie a pour objectif de rassurer les marchés financiers dont les premiers signes de fébrilité ont été observés (sur le VIX notamment, l'indicateur de la volatilité du marché financier américain) et se sont précisés hier, avec la baisse des indices des grandes places boursières et la chute du prix du baril.

Or, pour réagir efficacement à une potentielle panique, il convient de comprendre les causes de cette panique potentielle. Les politiques de « quantitative easing » mises en place à la suite de la crise des subprimes ont représenté une injection massive de liquidités qui s'est majoritairement concentrée sur les marchés financiers.

Accompagnées de politiques accommodantes sur les taux, elles ont favorisé l'investissement dans des secteurs risqués et permis à l'ensemble des capitalisations boursières de progresser, au point **que toute évaluation du risque que représente chaque entreprise cotée est à présent impossible**. Il s'agit d'un cas typique de « malinvestissement ».

Dans cet environnement de « malinvestissement », deux phénomènes complémentaires mais indépendants peuvent avoir lieu. Premièrement, un ralentissement de l'activité économique, qui **réduirait les flux de trésorerie des entreprises** pourrait, s'il mettait en danger les entreprises financières, les inciter à revoir leurs positions. Des mouvements de

capitaux en faveur de placements plus sûrs -« flight to quality » - pourraient alors apparaître. Mais, les difficultés à identifier les entreprises à risques impliquerait un **tarissement de la liquidité sur les marchés financiers**. Ce tarissement semble inévitable en cas de « flight to quality » car les détenteurs de liquidités ne peuvent pas évaluer correctement le niveau de risque des entreprises, en raison de la trop grande quantité de monnaie qui s'est déversée sur les marchés et de taux faibles qui ont donné l'impression que toutes les entreprises étaient attractives.

Deuxièmement, un secteur particulièrement exposé pourrait déclencher la panique : il s'agit des **fonds indexés ou indiciels**, notamment aux Etats-Unis. Ces fonds indexés sur les grands indices boursiers ont été particulièrement attractifs au cours de la dernière décennie, alors qu'ils reposent sur des indices eux-mêmes potentiellement surévalués – qu'il s'agisse des indices boursiers nationaux tels que le CAC 40 par exemple ou d'indices sectoriels. A titre d'exemple, dans le S&P 500, sur lequel sont adossés un grand nombre de fonds indexés, la moitié des entreprises fait l'objet de moins de 15 millions de dollars de transactions par jour, ce qui implique une incertitude sur leur véritable valeur.

Dès lors, le secteur des fonds indexés pourrait avoir été largement surévalué depuis la dernière crise et faire l'objet d'une panique équivalente à celle des subprimes dont est née la dernière crise. Le problème majeur est ici que ces fonds regroupent l'épargne et les assurances de particuliers, ce qui signifie qu'un effondrement de ces fonds aurait un impact dramatique sur les ménages.

Si une panique devait se déclencher, elle se caractériserait donc par un effet domino qui toucherait en cascade toutes les entreprises dont la trésorerie est trop faible, voire négative, ou dont l'endettement trop fort. La crise de liquidité se transformerait en récession de bilan.

LES SOLUTIONS POTENTIELLES

2.1 Des mesures non conventionnelles inopérantes

Une crise de « malinvestissement », qui se traduit par un surendettement des entreprises et des ménages, et des surévaluations dans la plupart des secteurs, entraîne une crise de liquidité puis une récession de bilan.

Dès lors**, les mécanismes utilisés à la suite de la crise des subprimes seraient inopérants** pour deux raisons. Tout d'abord, les investisseurs auraient conscience qu'ils n'ont pas fonctionné la première fois. Plus précisément, tous les acteurs des marchés seraient contraints d'admettre que, bien que nécessaires, les politiques non conventionnelles n'ont pas permis de véritablement assainir et stabiliser la situation économique à moyen terme. Ensuite, et c'est le plus important, toute mesure non ciblée de « quantitative easing » et de baisse des taux d'intérêt ne résoudrait pas le problème principal : **plus personne n'est en mesure d'évaluer correctement le niveau de risque des entreprises** – la valorisation et le niveau d'endettement étant déconnectées de la seule réalité économique valable en temps de crise, c'est-à-dire les flux de trésorerie ou « cash flow ».

Ainsi, **une baisse des taux ne fournirait aucune information** sur le niveau d'endettement et la santé économique des entreprises dans lesquelles investir ou auxquelles prêter. C'est particulièrement vrai s'agissant des PME, qui représentent la majorité de l'emploi.

De même**, toute augmentation de la masse monétaire serait utilisée par les banques et les entreprises financières pour se prémunir contre leurs risques de bilan**, mais ne pourrait relancer leur activité puisque personne ne serait déterminé à racheter leurs actifs toxiques. C'est tout le problème d'une seconde crise de liquidité, qui apparaît seulement dix ans après la précédente.

Dès lors, tous les secteurs fortement endettés et ne générant pas de « cash flow » seraient exposés à court terme et ne pourraient compter sur les banques ou investisseurs pour retrouver de la liquidité.

Enfin, une troisième difficulté pourrait apparaître. **Les Etats, déjà très endettés, pourraient être incapables de rassurer les marchés** en se portant directement acquéreur ou garant des entreprises et banques exposées.

2.2 Vers un « qualitative easing » ou une abolition de la dette

Dans le cas d'une crise relativement faible, comparable aux pertes initiales durant la crise des subprimes, il pourrait être efficace de mettre en place un « qualitative easing » qui consisterait à redonner de la liquidité aux entreprises (ou secteurs) viables ne souffrant que

d'un manque temporaire de liquidité. Pour cela, la Banque Centrale Européenne pourrait racheter leurs titres douteux, c'est-à-dire potentiellement surévalués, aux fonds et banques. Le rachat s'effectuerait uniquement pour les entreprises ayant des flux de trésorerie importants et un faible niveau de dettes.

Il s'agit de la meilleure solution pour éviter l'apparition d'une économie « zombie » et un aléa moral trop fort. Pour autant, sur le plan pratique, cette mesure nécessite d'identifier les secteurs et entreprises clés pour l'emploi et l'activité puis d'estimer, individuellement, leur niveau de risque en termes d'endettement et de trésorerie.

Si les difficultés de mise en œuvre sont trop grandes, il convient de favoriser la trésorerie par un moyen détourné : **en réduisant temporairement les contraintes fiscales sur les entreprises**. Dans le même ordre d'idée, les entreprises relocalisant leurs activités sur le territoire ou s'endettant afin de maintenir leur niveau d'emploi pourraient être exonérées ou aidées.

Mais cette solution, plus simple à appliquer pose deux problèmes : d'abord, toutes les entreprises en bénéficieraient, même celles surévaluées et surendettées, ce qui représente une prime – effet Cantillon – en faveur des entreprises mal gérées. Ensuite, une telle stratégie implique un creusement des déficits publics et un risque supplémentaire de liquidité pour l'Etat, déjà très endetté.

Sur le fond, **cette stratégie ne serait que palliative car elle ne pourrait résoudre le problème initial, c'est-à-dire le poids de la dette**.

Dans le cas d'une crise violente, l'identification des secteurs et entreprises sains serait impossible et la réduction du poids de la fiscalité s'avèrerait insuffisant. En conséquence, il serait nécessaire de mettre en place des mesures drastiques et coordonnées au niveau international. Dès lors, **seule une annulation de la dette des entreprises serait efficace, à condition qu'elle soit conditionnée à un changement de la réglementation encadrant l'octroi de crédit selon les caractéristiques réelles des entreprises** – en particulier les flux de trésorerie et les niveaux de profits. En effet, actuellement, les réglementations bancaires fournissent des indicateurs catégoriels de risques qui classent les entreprises selon des critères qui ne reflètent pas la réalité de leurs risques individuels.

Autrement dit, les banques sont incitées à suivre des règles, depuis Bâle III notamment, qui opacifient l'analyse fondamentale des risques, en termes de flux de trésorerie et de profit. Et cela, d'autant plus que ces règles sont souvent incohérentes sur le plan économique et empêchent d'analyser correctement les risques ; à titre d'exemple, depuis Bâle III, un prêt préalable d'un organisme public de type BPI fait par exemple baisser le niveau de risque d'une entreprise emprunteuse. Dès lors, une stratégie d'annulation de dette doit s'accompagner d'une modification en profondeur de la logique de la réglementation Bâle III qui vise à **redonner aux banques la maîtrise de l'analyse du risque**, hors de critères fixés a priori par des indicateurs de risques trop larges et de ce fait inefficaces.

Cette stratégie constitue évidemment **un bouleversement majeur de l'économie et ne peut être appliquée à un niveau inférieur à l'échelle européenne**, voire américaine et

européenne. Pour autant, elle permettrait de nettoyer l'endettement, qui est la source des trois dernières crises – internet, subprime et celle à venir – à condition qu'elle s'accompagne de réformes du crédit : le taux d'intérêt devrait être à nouveau fixé sur les marchés, afin de redevenir un outil de gestion du risque (c'est sa déconnexion avec la situation des marchés qui explique le « malinvestissement ») ; les crédits devraient dépendre de la trésorerie générée et non d'indicateurs de risque définis par la réglementation (ce qui a pour effet de détruire toute possibilité d'estimer le risque réel représenté par une entreprise et favorise des crises systémiques) ; réformer les finances publiques afin d'endiguer l'endettement public (car l'endettement public favorise la prise de risques par les banques dans un système où les crédits font les dépôts).

CONTACT

Constance Peruchot
cperuchot@asteres.fr
81, rue Réaumur 75002 Paris
www.asteres.fr
Tél. : + 33 1 44 76 89 16

ASTERÈS
producteur d'idées