



COMMENT AGIR FACE A LA CRISE ?

ASTERÈS  
producteur d'idées

## SYNTHESE

En raison de la situation économique qui prévalait avant l'épidémie de coronavirus, la récession est inévitable. Aucun rebond en « V » ne sera possible. Il faut s'attendre à une forte instabilité financière et à une crise de production durable qu'aucune mesure d'assouplissement monétaire ou de crédits publics ne pourra endiguer.

Face à une récession provoquée par un déficit d'offre et d'approvisionnement, il faut éviter toute politique orientée sur la demande, qui conduirait à une inflation violente, des risques de faillites supplémentaires et une transformation non désirable de l'organisation économique.

A l'inverse, des politiques visant à renforcer l'activité des entreprises saines, et uniquement celles-ci, doivent être mise en œuvre. Quatre mesures d'urgence doivent être adoptées :

- Cibler les aides sur les entreprises ayant des fondamentaux solides, en termes de flux de trésorerie et de profits.
- Exonérer les TPE-PME et indépendants de charges et d'impôts pour l'année 2020, car aucun report ne leur permettra de sortir d'une crise d'endettement.
- Favoriser la baisse d'impôts sur les entreprises plutôt que les mesures de soutien.
- Faciliter la relocalisation des centres de production et des activités sur le territoire.

Cette note a été rédigée par Pierre Bentata pour le cabinet Asterès.

# I. Pourquoi une récession est inévitable

## 1. L'économie vit dans un état de crise latente depuis 2009

Afin de comprendre la nature de la crise économique actuelle, il convient de clarifier la situation économique d'avant crise.

Depuis la crise des subprimes, les Banques Centrales ont mené des politiques d'assouplissement quantitatif visant à endiguer un tarissement de la liquidité sur les marchés financiers et réels qui aurait conduit à un effondrement économique généralisé.

Ces mesures d'expansion monétaire combinée au maintien de taux d'intérêt artificiellement bas ont permis d'éviter une dépression mondiale. Pour autant, dans une telle situation, des entreprises saines cohabitent avec des entreprises ne générant pas suffisamment de flux de trésorerie pour assurer leur activité. Ces dernières, dites « entreprises zombies » ne doivent leur survie qu'à une liquidité abondante et des crédits faciles.

Lorsque le nombre de ces entreprises augmente, en raison d'une expansion monétaire décorrélée de la réelle création de richesses, le problème devient systémique et on assiste à une « zombification » de l'économie, caractérisée par le fait que l'activité économique devient directement dépendante de la quantité de monnaie produite.

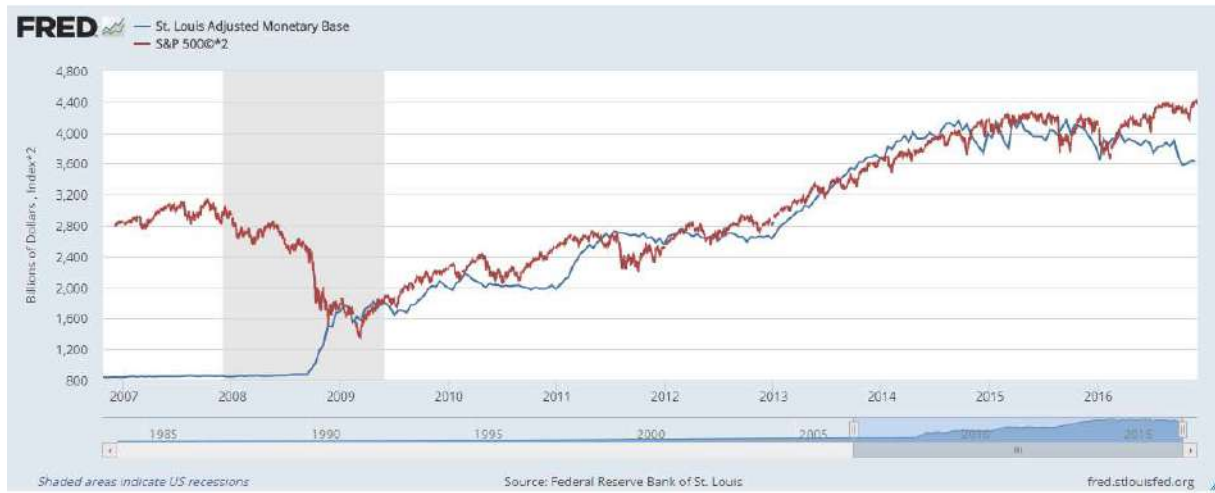
Les graphiques suivants mettent en évidence cet état de dépendance. Aux Etats-Unis, l'évolution du S&P 500 est significativement corrélée à la production monétaire de la FED. Et cet état de dépendance s'observe aussi en Europe, de façon encore plus inquiétante. En effet, si l'évolution des marchés boursiers européens est corrélée avec la production monétaire de la BCE, elle l'est encore davantage avec le S&P 500 et donc avec la production monétaire de la FED. Autrement dit, les marchés financiers européens sont dépendants de la politique monétaire expansionniste américaine.

Cette situation est largement passée inaperçue, car tant que l'économie est en croissance et que les politiques monétaires sont accommodantes, la survie des entreprises « zombies » demeure possible. Par ailleurs, le fait qu'un grand nombre d'Etats aient conservé d'importants déficits sur la période a aussi fourni la liquidité nécessaire au maintien de cette situation.

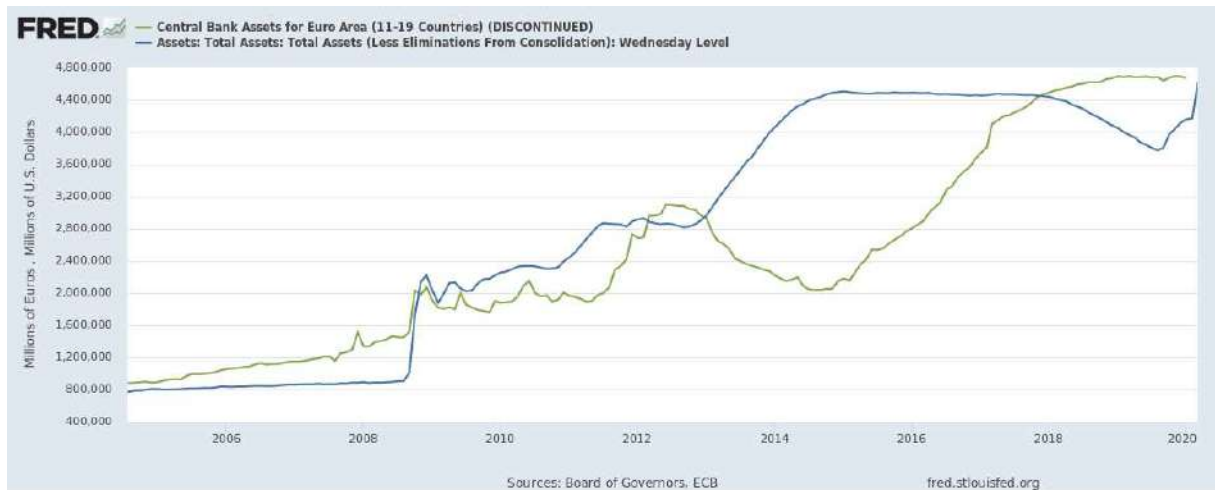
Pour autant, il s'agit d'une situation instable. Sur le plan financier, les investisseurs ont conscience que certaines entreprises n'ont pas de fondamentaux sains et pérennes – flux de trésorerie et profits suffisants – mais la facilité d'endettement et les quantités de liquidités permettent à toutes les entreprises de se maintenir et même de voir leurs actifs financiers s'améliorer. Ainsi, il est impossible pour les investisseurs de distinguer les entreprises saines des entreprises « zombies ». Dès lors, tout événement inattendu peut entraîner une panique financière, qu'il s'agisse d'une augmentation des dépenses publiques d'un pays déjà très endetté (cas de l'Italie aujourd'hui ou de la Grèce dès 2010), d'une annonce d'un bilan dégradé de la part d'une entreprise réputée solide (cas de Boo.com qui a déclenché la crise internet en 2000) ou d'une baisse de la valeur d'actifs ou d'instruments considérés comme particulièrement rentables (cas des fonds indiciels et ETF aujourd'hui ou des subprimes en 2007).

Or, ces événements apparaissent inévitablement en période de ralentissement de l'activité. Une fois un ralentissement observé, la panique financière ne peut être évitée, seulement repoussée au prix d'une crise économique plus grave.

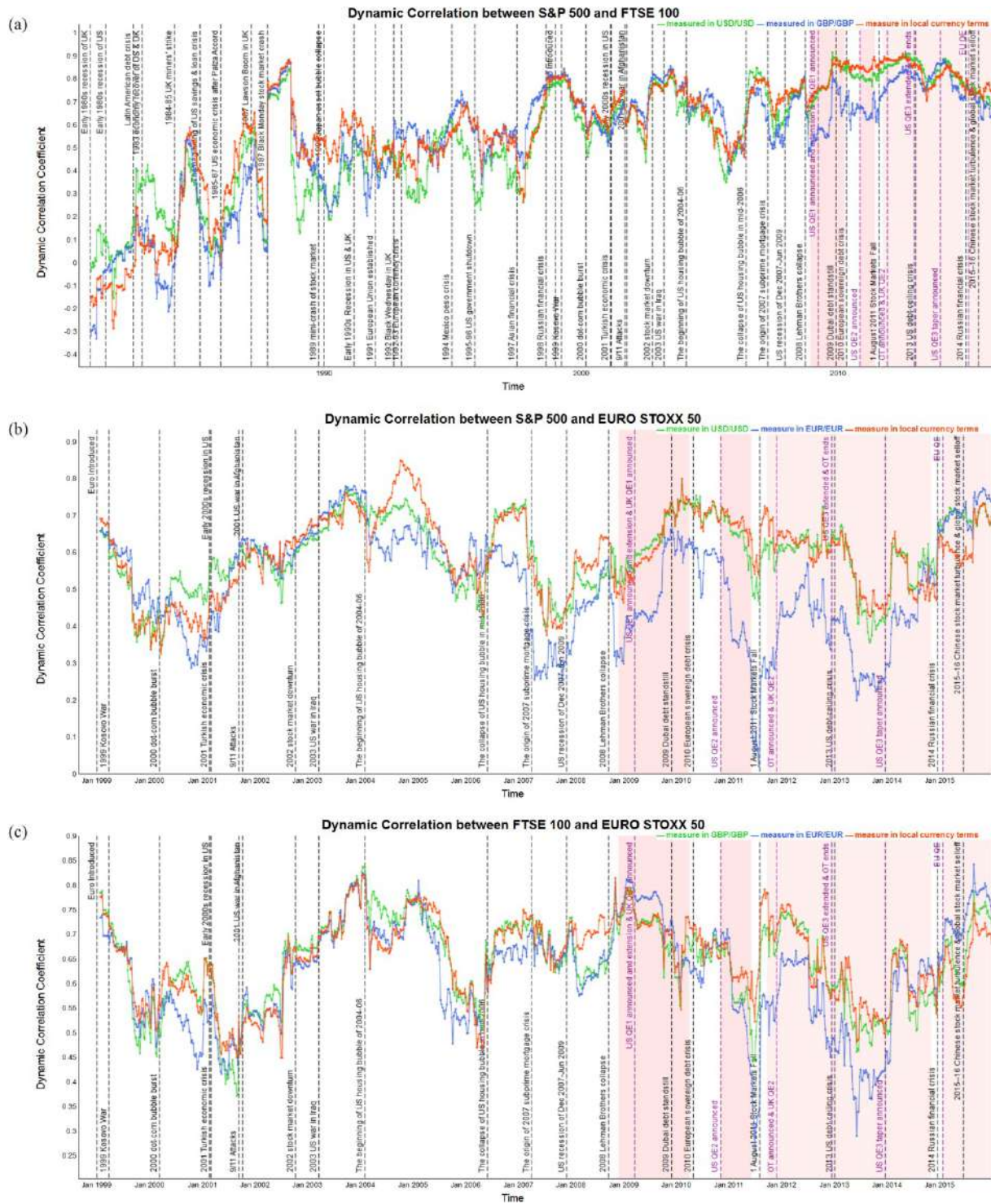
Graphique 1. Corrélation entre base monétaire de la FED et évolution du S&P 500



Graphique 2. Evolution des bases monétaires de la FED et de la BCE



Graphique 3. Corrélation des indices boursiers européens et du S&P 500



Y Chen et al., « A Dynamic Analysis of S&P 500, FTSE 100 and Euro Stoxx 50 Indices Under Different Exchange Rates », *SSRN Electronic Journal*, January 2017.



## 2. Toutes les mesures d'expansion monétaires et de relance sont vouées à l'échec

Dans une situation de surendettement des entreprises – rendue possible par une expansion monétaire généralisée – et d'impossibilité d'évaluation des risques individuels, toute politique économique visant à maintenir le niveau de liquidité et les flux de trésorerie des entreprises est vouée à l'échec.

Le problème fondamental de ces politiques est qu'elles sont « aveugles », traitant indistinctement les entreprises saines et les entreprises surendettées et vivant sous perfusion monétaire. Dès lors, elles ne sont pas en mesure de rassurer les acteurs sur les marchés financiers puisqu'elles ne résolvent pas la question de l'évaluation des risques : puisque la liquidité est suffisante pour irriguer toutes les entreprises, saines ou non, toutes les valorisations augmentent, si bien que ni les prix des actifs, ni les faillites – trop rares – ne jouent leur rôle de signaux économiques efficaces.

C'est cela qui explique que toutes les places boursières n'aient réagi que très temporairement aux annonces des différentes Banques Centrales. Pour mémoire, la première annonce d'assouplissement monétaire de la FED en mars dernier n'a calmé les marchés américains que deux heures. De même, en Europe, les rebonds n'ont été que de courte durée.

Ces politiques ne sont pas plus efficaces sur les marchés dits « réels ». Les entreprises ne générant pas suffisamment de flux de trésorerie et ne devant leur survie qu'à la facilité d'accès au crédit ne sont pas en mesure d'assurer leur activité si les délais de paiement de leurs clients augmentent ou que leur niveau de production doit diminuer. Ainsi, la période actuelle de confinement va contraindre ces entreprises à s'endetter davantage sans pour autant être en mesure de produire suffisamment pour devenir rentables. Comme pour les sociétés financières et les sociétés cotées, ces entreprises ne pourront survivre qu'à condition de vivre sous perfusion monétaire. Dès lors, aucune croissance n'est possible, la stagnation devient l'horizon.

## 3. On ne peut compter sur une reprise mondiale

Le fait que la structure de production soit globalisée laisse penser qu'une reprise étrangère, notamment asiatique pourrait profiter à l'Europe et à la France. Il s'agit pourtant d'une mauvaise interprétation. Pour le comprendre, il est nécessaire de rappeler ce qu'est la structure de production. La production d'un produit fini n'est jamais un phénomène isolé et immédiat, mais implique un grand nombre d'entreprises, situées en amont de la chaîne de production, dont les niveaux de production et les efforts d'investissements dépendent de l'activité des entreprises situées en amont et aval de leur activité propre. Ainsi, dans l'éventualité d'une reprise asiatique ou américaine, il faudrait compter un délai de latence avant qu'elle n'impacte l'Europe. Or, dans ce délai, toutes les entreprises fragiles ne pourraient que s'endetter afin de pouvoir survivre, ce qui mettrait, de fait, leur survie à moyen terme en péril. Ainsi, l'activité française et européenne ne pourra redémarrer facilement, et plus la reprise tarde dans les pays spécialisés dans l'extraction de matières premières et de produits intermédiaires, moins elle bénéficiera aux pays européens. Autrement dit, tout scénario de reprise en « V » est illusoire. L'endettement privé ainsi que la dégradation des comptes publics l'empêchera.

Par ailleurs, la reprise pourrait tout simplement ne pas advenir, notamment en Chine. L'économie chinoise est fortement liée à ses activités en Afrique, notamment en ce qui concerne la production de terres rares et

de matières premières. En conséquence, si la pandémie devait toucher durement le continent africain, la Chine serait la première touchée. Etant donné l'état de son économie depuis déjà quelques années, elle ne pourrait être un moteur d'une éventuelle reprise.

## II. Quelles solutions pour atténuer les risques de dépression

Face à l'inéluctabilité d'une récession et à l'inefficacité des mesures d'assouplissement monétaire et de relance budgétaire, il est nécessaire d'adopter des solutions différentes, voire contre-intuitives.

Si la crise était déjà latente, c'est la mise à l'arrêt de l'activité à travers les politiques de confinement qui a été le déclencheur. Ainsi, la panique financière et les faillites d'entreprises « zombies » résulteront d'une crise de production et d'approvisionnement. Cet élément est primordial, car il disqualifie toute politique de relance et plus particulièrement toute politique de relance par la demande. Puisque la production va diminuer, que l'investissement est faible et que beaucoup d'entreprises situées tout au long de la structure de production vont faire faillite, relancer la demande entraînera uniquement une augmentation dramatique de l'inflation et une transformation du tissu productif, en direction des biens et des services produits, mais pas forcément désirés par les consommateurs français. Autrement dit, une politique de relance pénalisera doublement les citoyens, en baissant leur pouvoir d'achat tout en les contraignant à consommer ce qu'ils ne désirent pas.

Dès lors, c'est la capacité productive qu'il convient de stimuler, tout en gardant à l'esprit que la création monétaire est inefficace à moyen terme, qu'elle provoquera une « zombification » encore plus forte de l'économie et conduira à un effondrement des marchés financiers.

Quatre solutions doivent être envisagées :

- Cibler les aides sur les entreprises ayant des fondamentaux solides
- Exonérer les TPE-PME et indépendants de charges et d'impôts pour l'année 2020
- Favoriser la baisse d'impôts sur les entreprises
- Faciliter la relocalisation des centres de production et des activités sur le territoire



### 1. Cibler les aides sur les entreprises ayant des fondamentaux solides

La seconde mesure découle directement de la situation d'avant crise. Puisque l'expansion monétaire et les politiques de facilité de crédit « aveugles » ont brouillé les signaux du marché et rendu impossible toute évaluation des risques représentés par chaque entreprise, il convient d'aider les entreprises de façon ciblée.

Pour ce faire, il est nécessaire de redonner toute leur indépendance aux banques commerciales en termes d'octroi de crédit, de gestion et d'évaluation des risques. Autrement dit, les instruments et obligations de Bale III doivent être abandonnés, au moins temporairement, pour redonner aux banques des marges de manœuvre en termes d'évaluation et de tarification des risques de crédit.

### 2. Exonération d'impôts pour les indépendants et TPE

Favoriser une reprise de la production nécessite aussi d'éviter au maximum les faillites d'entreprises. Si toute politique généralisée – « aveugle » – est vouée à l'échec, il convient néanmoins d'aider, sans distinction les plus petites entreprises qui, par nature, n'ont pas la trésorerie suffisante pour survivre à un arrêt de leur activité de plus de quelques semaines.

En conséquence, il est nécessaire d'exonérer ces petites entreprises, afin d'encourager les entrepreneurs à poursuivre leur activité sans aggraver leur endettement. Cette mesure, coûteuse, est fondamentale dans une économie caractérisée par la sous-traitance et l'externalisation d'une grande partie des activités. En effet, en cas de faillite ou de surendettement d'un grand nombre de TPE-PME et d'indépendants, l'activité des grandes entreprises faisant appel à eux ne pourrait se maintenir.

### 3. Baisser les impôts plutôt qu'augmenter les dépenses publiques

Les mesures d'urgence mise en œuvre par le gouvernement ont certainement permis d'éviter des faillites à très court terme. Pour autant, elles ont mécaniquement aggravé les déficits publics sans résoudre le problème de fond, c'est-à-dire celui d'une économie de surendettement. Cela est d'autant plus vrai que le soutien aux entreprises s'est caractérisé par un report de charges et donc par une forme masquée d'endettement à moyen terme.

Afin d'éviter un endettement des entreprises qui accompagnerait un creusement des déficits publics, il est préférable d'adopter des mesures de réduction d'impôts sur les entreprises, qui auront deux effets positifs supplémentaires. A court terme, les entreprises verront leur bilan s'améliorer, sans pour autant avoir besoin de recourir à la dette. A moyen terme, cela encouragera la création d'entreprises et donc l'activité, sans créer de distorsions économiques liées au fait que des entreprises en situation de faillite survivent grâce à l'endettement.

#### 4. Rapatrier les centres de production

La crise d'approvisionnement a révélé la forte dépendance des entreprises françaises et européennes à l'activité de pays dont la situation économique se dégrade, notamment la Chine. La question de recentrer différents maillons de la chaîne de valeur sur un même territoire va donc se poser dans un grand nombre de secteurs.

Afin de profiter de cette opportunité, le gouvernement français devrait mettre en place un ensemble de mesures destinées à renforcer son attractivité, qu'il s'agisse de réduction d'impôts, d'aide à la relocalisation et d'accompagnement dans la création d'infrastructures et d'usines sur le territoire.