

**Intervention lors de la Conférence en ligne organisée par
le cabinet BETTO PERBEN PRADEL FILHOL
le Mardi 30 Avril 2020**

de Maurice NUSSENBAUM

Professeur de Finance à l'Université Paris Dauphine - PSL (émérite)
Expert de justice en économie et finance
Président de Sorgem Evaluation

LA CRISE

I. COMMENT SORTIR DE LA CRISE

Pour évoquer cette crise, il faut d'abord parler de ses enjeux systémiques et ensuite aborder les mesures concrètes mises en œuvre en France.

1- Les enjeux systémiques de la crise.¹

Cette crise se caractérise par son ampleur et sa vitesse de propagation.

Elle a mis en lumière l'incapacité de nos systèmes de santé à l'affronter en dehors des mesures de confinement qui ne sont qu'un palliatif coûteux et imparfait mais malheureusement le seul disponible.

Elle nous heurte d'abord dans nos convictions d'infaillibilité et de supériorité technologique à une époque où on est parvenu à prolonger l'espérance de vie et où le sacrifice des vies humaines est devenu intolérable comme le montre notre approche actuelle des guerres.

Comme le disait le président Macron, elle nous fait retrouver la peur de la mort à travers la peur de ne plus pouvoir respirer et même d'étouffer qui accompagne cette maladie.

C'est cette peur qui a entraîné l'arrêt de l'économie pour pouvoir protéger les populations, ce qui constitue une première avec l'ensemble des pays acceptant un coût économique colossal pour sauver des vies et essayer d'enrayer une pandémie.

¹ Cf notamment Dominique Strauss Kahn, L'Être, l'avoir et le pouvoir dans la crise. Politique Internationale Printemps 2020, publié par le Club des Juristes ,10 Avril 2010.

Cet arrêt coordonné des économies a touché tous les pays en quelques semaines.

Il va entraîner un triple choc sur l'Offre et la demande et sur les prix des actifs et aussi modifier les anticipations des agents en accroissant leur aversion au risque.

1.1 Le choc sur l'offre

Il se manifeste d'abord par des problèmes d'approvisionnement de certaines industries, notamment de l'industrie automobile du fait de l'arrêt des usines en Chine.

Puis les fermetures d'entreprises durant le confinement ont réduit la quantité de biens disponibles et aussi les multiples faillites attendues qui vont concourir à la fois à baisser l'offre et aussi à faire disparaître des savoirs accumulés.

Cette chute de l'offre s'est matérialisée par une chute de l'activité au 1^{er} trimestre à peu près partout dans le monde (environ de 35 % durant le confinement).

Pour la France, on s'attend à une baisse du PIB de plus de 7% pour l'année et un recul de l'emploi de l'ordre de 1% soit 570 000 postes en moins.

1.2 Le choc sur la demande

Il est d'abord lié à la baisse de revenus notamment du fait du chômage : 25 à 30 m aux US, 1 M en Espagne.

On a également le risque de passer en dessous du seuil de pauvreté pour des populations déjà en situation précaire avant la crise sanitaire.

S'ajoute la crise alimentaire dans les pays en voie de développement.

Certes cette baisse de revenus est en grande partie compensée par l'intervention de l'Etat et est limitée en Europe par les mesures d'accompagnement des entreprises et des ménages à travers le chômage partiel mais l'aversion pour le risque créée par l'angoisse des foyers conduit peut-être pour longtemps à réduire les dépenses à la suite du développement d'une épargne de précaution, qui s'ajoutant aux mesures de distanciation vont réduire la demande disponible.

On s'attend pour la France à une baisse de la consommation des ménages de plus de 7% sur l'année (source XERFI) parallèlement à une augmentation de l'épargne de plus de 20 %.

Ce choc sur la demande rétroagit sur l'offre en contribuant à l'affaiblir même si la mondialisation, aujourd'hui fortement décriée du fait de notre dépendance aux approvisionnements extérieurs sur des biens devenus par la crise de première nécessité comme les masques et les médicaments apporte en même temps aux grands groupes industriels, des nombreuses solutions de substitution de production entre les pays fournisseurs.

1.3 Des risques de dépréciation des actifs financiers et immobiliers entraînant des effets d'appauvrissement.

Ces risques résultent à la fois des anticipations pessimistes, dues à l'irruption de la mort dans notre quotidien et de l'aversion accrue pour le risque qui en est la conséquence.

Celle-ci se traduit par un accroissement des primes de risques exigées sur les revenus futurs et réduit par là même la valeur des actifs.

Au premier rang les actions, impactées à la fois par la baisse des revenus attendus et par l'accroissement des primes de risque.

Mais la chute des marchés boursiers affecte non seulement les ménages et les fonds de pension mais renforcent aussi par un effet de boucle les anticipations négatives.

Evoquons également les risques de baisse des prix des actifs immobiliers.

La crise va impacter la demande même si l'immobilier va conserver sa valeur refuge car de nombreux secteurs vont être impactés, tels que les bureaux, l'hôtellerie.

En termes de valeurs, même le résidentiel pourrait être affecté par l'attentisme des ménages.

Les effets invoqués précédemment sur la dépréciation des actifs immobiliers seront renforcés en cas de remontée des taux.

Il pourra aussi y avoir des effets plus structurels.

Cette crise accélère la transition vers l'économie numérique et avec le développement du télétravail on va se rendre compte que les surfaces de bureaux peuvent être mieux optimisées et réduites, diminuant par la même la demande de bureaux.

2- Les réponses des Etats face à ces chocs

2.1 Les mesures déjà prises :

- Les banques centrales ont fait ce qu'elles savent faire : elles ont ouvert les vannes des crédits
- Baisse des taux par la FED
- Politique d'acquisition de titres par la BCE
- Politiques de chômage partiel
- Aide d'Etats aux entreprises
-

Mais si tous ces efforts d'accompagnement sont nécessaires ils ne suffisent pas pour relancer la machine économique dès lors qu'offre et demande sont insuffisantes.

2.2 Que va-t-il se passer maintenant ?

Plusieurs questions sont posées :

2.2.1 Comment ramener Offre et Demande à leur niveau antérieur ?

Deux hypothèses :

- L'échec partiel : malgré les efforts des Etats, l'effet initial de réduction à la fois de l'Offre et de la Demande se traduit pendant une période assez longue par une déflation des prix et des quantités ?
- Ou bien au contraire va -t-on assister à un regain d'activité et d'inflation comme cela se produit souvent à la sortie des guerres ?

Cette hypothèse n'est pas certaine car l'expérience de 2008 a montré que l'intervention massive des banques centrales ne s'était pas traduite par une augmentation de l'inflation.

2.2.2 Va -t-on avoir un simple redémarrage à l'identique ou le développement de nouvelles activités ?

On peut imaginer que les destructions d'entreprises et d'emplois provoquées par la crise ne vont pas permettre un redémarrage à l'identique suffisant pour compenser les pertes de revenus.

Ces destructions d'entreprises et d'emplois vont-ils créer un choc sur l'appareil de production créant des nouvelles opportunités permettant de sortir d'un état de croissance ralentie sans inflation qui prévalait avant la crise ?

L'Etat se trouvant dans l'obligation d'intervenir pour compenser l'insuffisance va-t-il le faire dans des directions rendues nécessaire par la crise ?

La prise de conscience de notre dépendance à la Chine qui se sera évré un partenaire peu fiable va favoriser une réorientation des productions vers d'autres secteurs nous permettant de réduire cette dépendance aussi bien dans le secteur de la santé que dans l'industrie.

Va-t-on pouvoir relocaliser certaines productions sachant que cela aura un coût et que la mondialisation a eu des effets d'abord favorables sur le pouvoir d'achat dans les pays développés et permis de sortir de la pauvreté des millions de gens des pays en développement ?

Peut-on dire aujourd'hui que l'on va oublier les effets bénéfiques de la mondialisation au nom de l'effet de précaution et de la volonté d'indépendance.

Sera-t-on prêt à assumer le coût de ce changement en termes d'augmentation des prix chez nous et de hausse du chômage dans les pays exportateurs au nom de cet idéal ?

La prise de conscience de notre dépendance technologique va -t-elle servir de révélateur pour des investissements nouveaux notamment dans les secteurs favorisant les économies d'énergie ?

2.3 Face à cet enjeu quel sera le rôle de l'Europe qui reste à ce jour très timorée dans son rôle de coordination effective entre les Etats avec son incapacité à assurer une coordination budgétaire, les Etats excédentaires du Nord ne voulant pas endosser les déficits de ceux du Sud.

Il est nécessaire que l'Europe contribue à soutenir les Etats en les aidant à monétiser leurs dettes. L'accroissement de l'endettement qui résulte de la crise n'est possible pour les Etats du Sud (dont la France) déjà fortement endettés qu'avec le soutien de la BCE qui rachète notamment des obligations italiennes et évite ainsi une évolution trop divergente des taux d'intérêt entre les Etats.

Ainsi la difficulté de l'Europe à accepter de mutualiser les charges de la crise en aidant les pays les plus vulnérables risque de remettre en question la survie de la zone euro.

Les égoïsmes nationaux risquent de continuer de l'emporter car les leaders politiques perdent leur pouvoir d'entraînement face aux réseaux sociaux qui favorisent le développement des sentiments complotistes et des populismes nationalistes.

2.4 Va-t-on avoir une régulation accrue ?

Va-t-on devoir aller vers moins de libéralisme et plus de régulation ?

On entend partout dire que le libéralisme a failli, qu'il conduit à privilégier le court terme au détriment du long terme et de la sécurité des citoyens : pas assez de masques et de lits de réanimation au nom d'une politique de réduction des coûts et d'une domination des grandes pharmas qui orientent les dépenses vers les équipements chers et les médicaments nouveaux à forts profits.

Les risques de crises infectieuses obligent à favoriser à la fois plus de coordination internationale et plus de régulation interne car les virus n'ont pas de frontières.

Mais jusqu'où prendre en compte le principe de précaution compte tenu des coûts associés ?

II. QUELLES REPONSES, QUELLES MESURES SPECIFIQUES POUR LA FRANCE.

Ces chocs d'offre et de demande risquent de se traduire en France par une sous activité importante. Les pouvoirs publics ont réagi assez rapidement et ont mis en œuvre des mesures phares afin de protéger les acteurs les plus vulnérables de manière à préserver l'appareil productif et les salariés.

1. Les trois mesures phares prises pour les entreprises ont été :

- Le chômage partiel
- Le fonds de solidarité et garantie à 90% des emprunts d'entreprise.
- Le report d'échéances sociales et fiscales

Le plan d'urgence mis en œuvre par l'Etat est estimé à ce jour (milieu Avril) à 110 Md € avec une chute du PIB de 9,8% au 1^{er} trimestre par rapport au trimestre précédent.

2. Pour ce qui concerne les crédits d'entreprises, bien que l'effort de l'Etat soit énorme, des lenteurs sont observées dans certains réseaux bancaires qui peuvent s'expliquer par le débordement des services.

Le recours au médiateur du crédit est encouragé par les pouvoirs publics en cas de nécessité ;

Mais cela ne va pas suffire car le redémarrage de l'économie va nécessiter une poursuite de l'accompagnement de l'Etat et de nombreuses entreprises vont se trouver avec des trésoreries exsangues et des forts BFR au moment du redémarrage.

Les reports d'échéance et les remboursements ne pourront pas nécessairement être honorés du fait des insuffisances de rentabilité des entreprises concernées.

3. L'Etat devra également surveiller le respect des délais de paiements interentreprises qui se sont fortement allongés d'après les résultats des enquêtes de l'Association Française des Trésoriers d'Entreprise dans un contexte où les entreprises ont des difficultés à se refinancer.

De plus les besoins de trésorerie seront les plus aigus au moment du redémarrage, après la sortie du confinement et c'est à ce moment que les

besoins de fonds de roulement rebondissent et que les pics de difficultés sont atteints.

Les conséquences sont assez lourdes car elles entraînent pour les entreprises une priorité absolue du cash et des reports de décisions d'investissement. L'Etat pourrait être amené à intervenir peut-être en rendant public les noms des entreprises déviantes à l'aide du name on shame.

4. A quel type de reprise faut-il s'attendre ?

On a évoqué différents types de reprises :

- En V comme on l'a connu en 1998 ou en 2018 ou comme on l'imaginait pour la Chine dont l'économie dans l'ensemble semble être repartie mais moins vite qu'on pouvait l'imaginer compte tenu des annulations de commandes des pays entrés plus tard dans le confinement.

Du fait de l'arrêt des chaînes de production et du redémarrage décalé de certains secteurs comme le tourisme et la restauration il est peu probable que l'on observe une reprise en V.

- En L comme en 1929-1933 du fait des effets rémanent du virus même après la fin du confinement.

Cette hypothèse n'est pas la plus probable compte tenu des effets des interventions massives des Etats,

- ou en U comme en 1987, 2002-2003 ou 2008-2009.

Le creux dure plus longtemps que prévu et les retours du confinement ne sont pas simultanés dans tous les secteurs.

De plus, toutes les pertes de production ne seront pas récupérées.

Il faut s'attendre à au moins un an d'activité au ralenti car tout le monde va rester frileux et attendre pour réinvestir.

Comme on l'a indiqué précédemment, la chute de l'emploi et de la consommation vont mettre plus d'un an à se résorber.

- ou en W comme en 2011 pour donner suite à des retours multiples au confinement considéré comme la seule mesure efficace mais l'arrivée de médicament ou de vaccins ne rendent pas cette hypothèse-là plus probable à long terme.

De nombreux économistes privilégient l'hypothèse d'une reprise en U rendue possible grâce aux interventions publiques mais conditionnée par une maîtrise de la crise sanitaire.

5 – La nécessité d'un rôle accru pour l'Etat.

L'Etat a joué jusqu'à présent plusieurs rôles : il gère la crise sanitaire, ce qui fait partie de ses fonctions régaliennes, il intervient dans la fourniture des masques, des gels et des respirateurs, mais il joue aussi le rôle de² prêteur en dernier ressort en sauvant de la faillite les entreprises et les institutions financières.

Il est aussi assureur en dernier ressort pour ceux qui perdent leur emploi mais la crise montre qu'il doit accroître son rôle notamment dans la santé afin d'investir dans la précaution c'est-à-dire dans des produits peu utilisés en temps normal mais qui deviennent indispensables en temps de crise et pour lesquels le secteur privé ne peut pas investir compte tenu de l'absence de rentabilité.

L'Etat va devoir à la fois contribuer à compenser l'insuffisance du marché pour relancer la machine économique et créer des débouchés nouveaux en favorisant une réflexion à long terme³ en intervenant dans la relocalisation d'activités stratégiques de santé, télécommunication, énergies renouvelables... qui ne pourront pas être financées entièrement par le secteur privé et devront l'être par les Etats, si possible en coopération avec les Etats de l'UE et de manière mixte avec les financements privés en fonds propres, la banque publique intervenant sur la dette long terme avec la garantie de l'Etat.

On voit que pour sauver des vies, notre économie supporte un coût économique considérable et qu'il faut concevoir des politiques qui sortent des sentiers battus pour en sortir le moins mal possible.

² Cf Interview de Jean Tirole. Paris Match 18-04-2020

³ P.Artus, E ; Klein , JH Lorenzi : Apprendre à financer le futur. Le Monde 19-20 Avril p 31.