



Alex Kravus/Bloomberg

Christine Lagarde, présidente de la BCE, exhortait les gouvernements à cesser de tergiverser dans leur réponse économique au coronavirus, à Francfort, le 12 mars dernier.

Seule la BCE peut nous sauver de cette crise

La crise que nous allons traverser sera beaucoup plus grave que celle de 2008. Seule la Banque centrale européenne, en distribuant massivement de l'argent aux entreprises, pourrait nous en sauver.

LA
CHRONIQUE
de Jean
Peyrelevade



La crise économique de 2008-2009 fut l'une des pires que nous ayons connue depuis la Grande Dépression de 1929. Celle que nous sommes en train de vivre est d'une nature encore plus grave et appelle de toute urgence des traitements adaptés, ce qui, pour l'instant, n'est pas le cas. Le jeudi noir de 1929 et la faillite de Lehman Brothers en 2008 ont déclenché des crises systémiques qui se sont ensuite étendues à l'économie réelle mais sont nées à l'origine dans la sphère financière. Les banques sont le centre nerveux des économies modernes : qu'elles disparaissent, et tout s'écroule. Le vraislogan n'est pas « too big to fail », qui induit en erreur, mais « too central to fail ».

Scénario noir

Dès lors, la solution est simple dans son principe. Il suffit d'éviter la faillite du système bancaire, en y mettant l'argent nécessaire. Sauver le centre nerveux de ses propres défaillances n'est donc pas insurmontable. La crise due au coronavirus est tout à fait différente. Elle attaque directement l'économie réelle, d'abord dans ses secteurs les plus exposés, ceux qui souffrent le plus immédiatement des disruptions des chaînes de production et du recours croissant au confinement.

Mais, comme le virus lui-même, elle est contagieuse : la faillite de l'un provoque celle des autres. Si rien de puissant n'est fait pour arrêter dès l'origine l'occurrence des cessations de paiement, elle va progressivement s'étendre à l'appareil productif tout entier jusqu'à mettre en cause, dans un mouvement inversé par rapport à celui des crises financières, la santé du système bancaire. L'effondrement actuel des marchés financiers est, comme c'est souvent le cas, une sorte d'anticipation confuse de ce scénario noir.

La réduction du PIB mondial en 2008 avait été de quatre points, les conséquences de la crise systémique actuelle risquent d'être beaucoup plus lourdes.

D'abord parce que notre taux de croissance spontanée est plus faible qu'à l'époque. Par rapport à un taux espéré qui n'était déjà plus que de l'ordre de 1 % par an, la zone euro risque de connaître une récession de l'ordre de -3 %. Ensuite, parce que le mal étant plus profond, le creux risque fort d'être plus durable.

Préserver la liquidité

Si le diagnostic est réaliste, la définition des remèdes devient d'autant plus impérative. On peut considérer que l'ensemble de l'appareil productif est potentiellement en risque de cessation de paiement. Que faire pour éviter une faillite menaçante ? Deux choses simultanément.

Il faut demander un effort aux prêteurs pour préserver la liquidité immédiate des entreprises.

Il faut apporter aux entreprises de toutes tailles des quasi-fonds propres, c'est-à-dire du capital sans droit de vote, de durée illimitée et à taux zéro.

Premièrement, il faut demander un effort aux prêteurs pour préserver la liquidité immédiate des entreprises. Tous les crédits bancaires, dans toute la zone euro, devraient être étendus pour une période de trois à six mois. Le traitement doit être uniforme, avec des modalités partout identiques, afin d'éviter un émiettement des procédures de pays à pays ou de banque à banque. Une institution a l'autorité nécessaire pour mettre cela en place, c'est la Banque centrale européenne.

Cette décision ne suffira pas. Un creux d'activité de trois ou quatre points de PIB, ce sont des pertes considérables touchant un très grand nombre d'entreprises. Une première estimation à hauteur de la moitié du creux, soit 2 % du PIB de la zone euro (donc environ 240 milliards d'euros), me paraît donner un ordre de grandeur. D'où le deuxième acte simple de toute restruc-

turation financière : il faut, pour bloquer toute faillite, apporter aux entreprises de toutes tailles, de façon automatique, sur simple demande justifiée, des quasi-fonds propres, c'est-à-dire du capital sans droit de vote, de durée illimitée et à taux zéro.

Qui devrait être chargé de ce mécanisme ? Les Etats ? Dans cette hypothèse, qui peut paraître naturelle, les solutions seront différenciées d'une capitale à l'autre avec des risques élevés de lenteur, de complexités, de fractionnements bureaucratiques et de distorsions transfrontières. Mieux vaudrait, pour des raisons d'efficacité et de solidarité européenne par rapport à un problème commun, trouver une solution unifiée. Elle existe.

« Helicopter money »

Je reviens à une idée de Maurice Allais, économiste français ayant obtenu le prix Nobel d'économie en 1988, idée que j'avais toujours fortement combattue mais qui me paraît aujourd'hui justifiée. Maurice Allais pensait que la masse monétaire serait mieux contrôlée dès lors que le crédit, au lieu d'être distribué par les banques commerciales, le serait directement par la banque centrale. Dans les circonstances actuelles, qui peut accorder, autant qu'il est besoin, des quasi-fonds propres ? Je plaide pour que la BCE devienne émettrice d'« helicopter money », à la seule destination des entreprises, en se servant des banques commerciales comme de simples relais.

Les Etats devraient trouver un autre avantage. S'ils prennent eux-mêmes en charge cette distribution nécessaire, ils détérioreront gravement une situation des finances publiques déjà compromise, faisant ainsi peser une lourde hypothèque sur le redressement post-crise. Or, à force de « quantitative easing » pratiqué depuis des années, la « base monétaire », c'est-à-dire la monnaie émise directement par la BCE, a été multipliée par plus de quatre depuis dix ans et représente aujourd'hui près de 30 % du PIB de la zone euro (4.000 milliards par rapport à 12.000). Trois ou quatre points de PIB en plus ne changeraient donc à peu près rien.

Hélas, qu'est devenu Mario Draghi ? Qui pourrait aujourd'hui tenir ce discours simple d'efficacité et de bon sens ?

Jean Peyrelevade est économiste.