

# Questions pour demain et (surtout) après-demain

La BCE confirme, sans surprise pour le marché (même si la répétition des bonnes nouvelles ne le gêne pas !), que de nouvelles initiatives d'assouplissement monétaire seront annoncées en décembre. Ce qui ne l'empêche pas de craindre à la fois une moindre efficacité de ces mesures et la tentation des gouvernements de profiter de l'aubaine de conditions financières favorables.

Il devient important de se projeter au-delà d'une année 2021, caractérisée sur le plan économique, au moins l'espère-t-on, par la correction des difficultés rencontrées et des affres subis en 2020. Quid des cicatrices laissées par la crise sanitaire et de la résorption des différences apparues entre pays ?

Après la Fed cela a été au tour de la BCE de publier le compte rendu des débats tenus lors du Conseil des gouverneurs des 28 et 29 octobre. La toile de fond est connue : la perspective d'inflation est plus mauvaise que lorsque le PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) a été re-calibré à la hausse en juin dernier. A ce titre, le stimulus sera très certainement revu à la hausse lors de la prochaine réunion, qui se tiendra les 9 et 10 décembre prochains. Il me semble que les points, si ce n'est nouveaux, moins mis en avant, sur lesquels il est utile d'insister sont les suivants :

le risque de non-linéarité et de réduction de l'efficacité des nouvelles mesures de soutien monétaire à prendre, alors même que l'incertitude reste forte et que les conditions financières sont favorables ;  
la tentation pour les gouvernements de « profiter » de cet environnement des taux d'intérêt très « attractifs » pour accroître la dépense publique au-delà de ce qui est nécessaire pour gérer le contexte épidémique ; et pourtant une collaboration étroite entre pouvoir politique et banque centrale est nécessaire ; la seconde crée les conditions financières qui permettent au premier d'agir ;  
sans qu'une certaine forme de contradiction avec le point ci-dessus ne soit notée, la BCE appelle de ses vœux une mise en place rapide du plan de relance européen, décidé en juillet dernier ; la foi européenne l'emporte sans doute sur le débat autour de la plus ou moins grande efficacité des mesures de soutien prises et ou financées au niveau national ou à celui de l'Union.

Le marché a reçu avant tout le cœur du message : l'annonce de l'assouplissement est pour dans deux semaines et à aujourd'hui le détail du cocktail de mesures compte moins. On a même vu le taux d'Etat portugais passer brièvement sous la barre des zéro hier en début d'après-midi !

Disons deux mots encore sur l'environnement de la BCE. D'abord pour noter que si le stock de crédit à destination des entreprises non financières continue de progresser rapidement (avec un glissement sur un an de 6,8% en octobre), la production nouvelle recule à un rythme annuel de 5%. L'évolution est cohérente avec la dernière enquête auprès des banques commerciales, qui pointait une volonté de durcir les conditions d'octroi de crédit sur ce segment de clientèle. Elle n'en est pas moins préoccupante dans la perspective d'assurer une reprise économique. Elle justifie une nouvelle

initiative de la banque centrale en matière d'accès des banques commerciales à une liquidité longue abondante. Ensuite, au moment même où le marché est tout à sa joie de chercher à repérer ces jours meilleurs qui s'annoncent, la livraison de novembre de la revue de stabilité financière de la BCE insiste sur les risques devant. A court terme, le mélange formé par des prix d'actifs élevés, qui reflète un goût plus prononcé pour le risque, et le doigté qu'il faudra le moment venu aux responsables de politique économique pour « remballer » les mesures de soutien prises tout au long des derniers trimestres. A moyen terme, le poids accru de l'endettement et le risque d'enclenchement d'une spirale ascendante et cumulative entre dettes corporate, bancaire et souveraine.

Passons à la maladie et à ses conséquences sur l'économie. D'abord, l'impact est très différencié d'un pays à l'autre. Cela pose la question du temps nécessaire au retour à une convergence « normale ». On doit peut-être s'attendre à ce que les pays à la fois fortement atteints par la crise sanitaire et par la crise économique aient plus de mal à « sortir la tête de l'eau » que d'autres qui ont été moins affectés. L'expérience du type action - réaction, vécue en T2 et T3 ne fait pas conclure ainsi, avec des amplitudes de chute et de rebond assez comparables pays par pays. Mais est-elle duplicable sur toute la séquence allant du début de la crise à la fin de la reprise ?

Ensuite, il faut s'interroger sur le coût complet de l'épidémie sur l'économie d'un pays ; pas seulement maintenant, mais aussi sur la durée. Deux économistes de l'université d'Harvard, David Cutler et Lawrence Summers, se sont employés à proposer un chiffrage concernant les Etats-Unis. Pour ce qui est de la perte d'activité économique, ils se sont appuyés sur des travaux du Congress Budget Office (CBO) et l'évaluation leur est propre concernant les coûts générés par une dégradation de la santé. Ce mélange de manque à gagner et de prix à payer débouche sur des sommes extrêmement élevées : plus de 16 000 milliards de dollars, soit près de 90% du montant du PIB annuel (à monnaie constante), dont plus de la moitié au titre de la santé. Cela représenterait quatre fois le coût de la « grande récession » de 2008, deux fois celui de toutes les guerres américaines depuis 2001 ou cinquante ans de dommages liés au changement climatique.

Le chiffrage est-il excessif ? Peut-être. Doit-on se retenir pour ne pas le généraliser à la totalité du monde ? Sans doute. Faut-il prendre pour argent comptant les références proposées ? Probablement pas. Il n'empêche que deux messages importants se dégagent. Ils doivent être entendus par les marchés. Premièrement, les cicatrices de la crise sanitaire seront durables et deuxièmement, certains pays, plus touchés, se remettront vraisemblablement plus lentement que d'autres du choc subi.

A ce titre, s'attendre à une normalisation est probablement un peu illusoire. Le chemin devant être découpé en trois phases : incertitude et déception sur la croissance d'ici à la fin de T1 2020 ; amélioration sur les quelques trimestres qui suivent, au titre d'un phénomène de rattrapage post-confinement et des effets bénéfiques de la vaccination des populations ; prise de conscience par la suite que la « vie d'après » est marquée par les séquelles de la crise et qu'elle doit donc à la fois être acceptée et repensée. Ce dernier point est important. Quelle politique économique devra-t-on mettre en place pour réussir à améliorer une situation dégradée ? Pour ce faire, à quelles questions, les policymakers, mais aussi les acteurs de marché, devront-ils répondre. Là est l'enjeu pour qui veut avoir un coup d'avance ! Quelques années après la « grande récession », Janet Yellen, alors à la tête de la Fed avait interrogé en ces termes la communauté des économistes. Peut-être le refera-t-elle depuis le Trésor américain, dont elle devrait prendre la tête d'ici à quelques semaines. Il n'est pas interdit de devancer l'appel : que l'imagination soit au pouvoir !