

# Le secteur financier face au choc du COVID-19

**Arnaud Odier**

DANS **POLITIQUE ÉTRANGÈRE 2020/3 Automne** , PAGES 85 À 97  
ÉDITIONS **INSTITUT FRANÇAIS DES RELATIONS INTERNATIONALES**

ISSN 0032-342X

ISBN 9781037301079

DOI 10.3917/pe.203.0085

Date de mise en ligne : 07/09/2020

Article disponible en ligne à l'adresse

<https://shs.cairn.info/revue-politique-etrangere-2020-3-page-85?lang=fr>



Découvrir le sommaire de ce numéro, suivre la revue par email, s'abonner...  
Scannez ce QR Code pour accéder à la page de ce numéro sur Cairn.info.



**Distribution électronique Cairn.info pour Institut français des relations internationales.**

Vous avez l'autorisation de reproduire cet article dans les limites des conditions d'utilisation de Cairn.info ou, le cas échéant, des conditions générales de la licence souscrite par votre établissement. Détails et conditions sur [cairn.info/copyright](https://cairn.info/copyright).

Sauf dispositions légales contraires, les usages numériques à des fins pédagogiques des présentes ressources sont soumises à l'autorisation de l'Éditeur ou, le cas échéant, de l'organisme de gestion collective habilité à cet effet. Il en est ainsi notamment en France avec le CFC qui est l'organisme agréé en la matière.

## Le secteur financier face au choc du COVID-19

Par **Arnaud Odier**

**Arnaud Odier**, diplômé de Sciences Po et HEC, travaille pour la filiale suisse d'un grand groupe bancaire français.

Les mesures de confinement prises pour endiguer l'épidémie de COVID-19 ont provoqué une crise économique inédite. Celle-ci n'est pas comparable à la crise financière de 2008, dont la cause était endogène. Pour limiter l'impact de la récession, les gouvernants creusent les déficits publics et comptent sur l'intervention des banques centrales. La reprise économique et la sauvegarde de l'emploi dépendront de la capacité du secteur financier à se mettre au service de l'économie réelle.

**politique** étrangère

La crise du COVID-19 est une surprise pour les économistes. On pourrait ironiser sur le fait que ceux-ci sont fréquemment surpris, surtout lorsqu'ils se mêlent de prévision. En l'espèce, l'ironie n'est pas de mise. Après l'effondrement des marchés en 2008-2009, chercheurs et banquiers centraux s'accordaient à penser que la prochaine récession trouverait probablement sa source dans l'accumulation incontrôlée de dettes publiques et privées. Des moyens considérables avaient d'ailleurs été mis en œuvre par les organes de supervision pour évaluer la capacité de résistance des banques systémiques en cas de défauts de paiement massifs<sup>1</sup>. Toutes ces hypothèses se sont révélées fausses lorsque l'épidémie de coronavirus est venue brutalement interrompre le fonctionnement de l'économie. Il s'agit là d'un phénomène dévastateur mais simple, dans lequel les dysfonctionnements du secteur financier n'ont aucune part. On peut y voir un parfait exemple de *choc exogène* – et l'inverse de la crise des *subprimes*, qui avait longtemps mûri dans les tréfonds du secteur bancaire américain.

1. Ces audits (*stress tests*) avaient donné des résultats jugés préoccupants aussi bien par le Federal Reserve Board (Dodd-Frank Act Stress Test 2019: Supervisory Stress Test Results, juin 2019) que par l'Autorité bancaire européenne (2018 EU-wide Stress Test, 2 novembre 2018).

Il est encore difficile d'estimer l'amplitude et la durée de la crise. Les grands équilibres qui vont émerger se laissent difficilement deviner. Il semble donc préférable de se contenter d'hypothèses sur des domaines d'activité précisément définis. Pour ce qui est du système financier, il convient de l'envisager dans sa globalité : bien que leurs fonctions soient distinctes, banques centrales, banques commerciales et gérants d'actifs sont étroitement connectés et interdépendants. Ces liens se trouveront encore renforcés par la crise, dans la mesure où les pouvoirs publics entendent lutter contre la récession par un recours massif à la dette. Dans cette perspective, aucun pays ne saurait tabler exclusivement sur ses ressources propres : seuls les marchés financiers ont aujourd'hui la profondeur et la liquidité nécessaires pour répondre aux besoins des États.

Les politiques de relance ne constituent qu'un aspect des dispositifs censés atténuer l'impact de la crise. Indépendamment des interventions directes des pouvoirs publics dans l'économie (subventions, prêts bonifiés, garanties d'emprunts), l'enjeu essentiel des mois à venir sera la possibilité pour les entreprises d'accéder au crédit. C'est à cette seule condition que les destructions d'emplois pourront être limitées. Les principales mesures de politique monétaire annoncées par les banques centrales visent cet objectif. Il incombe aux banques commerciales de le traduire dans les faits. On peut légitimement s'interroger sur leur capacité à remplir cette mission, car les risques sont nombreux.

Outre l'instabilité des marchés, inhérente à toute période de ralentissement économique, divers facteurs peuvent enrayer la distribution du crédit. Or la comparaison avec les années qui ont suivi la récession de 2008-2009 rappelle que, pour définir leur stratégie, les institutions financières tiennent plus compte de leurs contraintes propres que des objectifs fixés par les pouvoirs publics. C'est là une faiblesse structurelle – et d'ailleurs identifiée depuis longtemps<sup>2</sup> – de toute mesure de relance reposant sur l'intervention de la banque centrale : la baisse des taux directeurs ne se traduit pas automatiquement par une hausse du crédit aux ménages et aux entreprises.

### **L'absorption du choc de la pandémie par le secteur financier**

La dématérialisation déjà ancienne des transactions boursières et le développement plus récent des services en ligne ont permis au secteur bancaire de subir le choc de la pandémie sans interruption significative de

---

2. B. Bernanke (futur président de la Réserve fédérale entre 2006 et 2014) et A. S. Blinder, « The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission », *The American Economic Review*, vol. 82, septembre 1992.

son activité. Le blocage de l'économie semble même avoir été bénéfique aux opérateurs financiers traditionnels, qui ont pu démontrer à cette occasion la solidité de leur modèle. *A contrario*, les nouveaux entrants sur le marché des services financiers (*Fintechs*) n'ont pas connu d'augmentation notable de leurs parts de marché durant cette période. Dans le domaine emblématique des crypto-monnaies, le bitcoin n'a pas joué le rôle de valeur refuge, affichant toujours une volatilité élevée.

### Un impact fort mais indirect sur les activités de financement

Cette résilience a prémuni l'industrie financière contre les conséquences les plus immédiates de la crise sanitaire. Cependant, la mise à l'arrêt brutale des autres secteurs a fortement pesé sur les activités de financement, en particulier avec le gel des transactions immobilières. À ce stade, l'ampleur du manque à gagner apparaît difficile à chiffrer. Il est certain que le déploiement des mécanismes de garantie publique ne compensera que partiellement la hausse du coût du risque, c'est-à-dire la valeur cumulée des créances non recouvrables.

Dans le cas de la France, la loi de finance rectificative du 23 mars 2020 a mis en place un dispositif exceptionnel de soutien aux entreprises, à hauteur de 300 milliards d'euros. Pour chaque entreprise bénéficiaire, 70 % à 90 % des encours de prêts seront, si nécessaires, remboursés par la puissance publique. Il s'agit là d'une mesure coûteuse en termes budgétaires mais d'un impact limité, compte tenu du volume global de crédit<sup>3</sup>.

Le très fort recul du prix du pétrole, sous l'effet conjoint de la crise sanitaire et du désaccord russo-saoudien sur les quotas de production, a placé les banques américaines dans une situation plus difficile encore. La probable faillite de nombreux producteurs américains pèsera de façon non négligeable sur leurs bilans. La contraction du marché des hydrocarbures aura également des répercussions durables sur les établissements de crédit basés hors des États-Unis. Les sociétés de négoce opérant sur les principales places mondiales financent intégralement leurs opérations par la dette et s'exposent donc à des pertes importantes en cas de retournement du marché. Depuis le début de 2020, quatre sociétés singapouriennes spécialisées dans le négoce de matières premières ont été placées en faillite, exposant leurs banques à des pertes substantielles.

---

3. Les demandes de crédits garantis s'élevaient à moins de 100 milliards en mai 2020 contre 1 101 milliards fin mars (« Entreprises et PME : leur financement, priorité stratégique des banques françaises », FBF, mai 2020).

### *Une volatilité extrême mais sans réelles conséquences*

Bénéficiant d'une infrastructure totalement informatisée, l'activité de gestion de l'épargne s'est elle aussi poursuivie sans interruption. Les craintes liées au confinement ont même stimulé l'activité des investisseurs. Sur les cinq plates-formes boursières d'Euronext, les volumes traités au premier trimestre 2020 étaient ainsi en hausse de 55,6 % par rapport à 2019. À New York, l'indice Dow Jones des valeurs industrielles a connu le 12 mars 2020 sa plus forte chute journalière depuis le krach de 1987 (-9,99 %). Dans ces conditions exceptionnelles, la volatilité a très fortement augmenté. L'indice VIX, qui mesure l'incertitude des investisseurs cherchant à se couvrir contre les variations du prix des actions américaines, a dépassé le 16 mars son niveau d'octobre 2008 et atteint 82,69 points (sur 100).

En dépit de ces réactions immédiates, le comportement des marchés apparaît déconnecté du contexte macroéconomique. Au moment même où l'effondrement des autres classes d'actifs aurait dû renforcer son statut de valeur refuge, l'or a ainsi connu une baisse de plus de 11 % entre le 9 et le 19 mars. Ce phénomène paradoxal s'explique par des contraintes internes aux marchés : massive-

### **La volatilité des marchés a très fortement augmenté**

ment endettés, les fonds spéculatifs ont dû fournir des liquidités en réponse aux appels de marge de leurs créanciers et, pour cela, ont massivement soldé leurs positions en or. Ce recul fut brutal mais sans lendemain : l'once d'or avait retrouvé dès le 24 mars son niveau d'avant-crise.

La très forte volatilité des actions apparaît également commandée par des facteurs indépendants des fondamentaux. Le dynamisme des marchés actions entre avril et mai 2020 ne s'explique en aucun cas par des perspectives macroéconomiques encourageantes, mais plutôt par un phénomène technique. La propagation mondiale de la pandémie ayant provoqué un début de panique, des investisseurs professionnels ont massivement vendu à découvert. Cependant, la rapidité avec laquelle les autorités ont réagi a contribué à restaurer la confiance et créé une forte demande, stoppant la baisse des cours. Les vendeurs à découvert ont donc dû déboucler leurs positions et enclencher un rapide réajustement. Cette capitulation des intervenants pessimistes a entraîné une hausse hebdomadaire de 10 % du CAC 40 dans les trois premières semaines de mai.

En dehors de tendances de fond déjà identifiées<sup>4</sup>, il serait donc hasardeux de se fonder sur les fluctuations des marchés pour prévoir les évolutions macroéconomiques de long terme. Cette incertitude s'aggrave

4. Microsoft, Apple, Amazon, Alphabet et Facebook représentaient 22 % de l'indice S&P 500 en mai 2020 (15 % en 2018).

encore du fait que l'horizon de placement de la plupart des gérants d'actifs est inférieur à douze mois, et qu'une part prépondérante des transactions est désormais réalisée par des algorithmes de *trading* à haute fréquence.

### *Une dégradation préoccupante de la stabilité financière*

Malgré la forte reprise des cours depuis le point bas du 23 mars 2020, le bon fonctionnement du secteur financier demeure le principal souci des autorités de surveillance. Dans son analyse semestrielle de la stabilité financière dans la zone euro<sup>5</sup>, la Banque centrale européenne (BCE) met en évidence des facteurs de risque dont l'impact pourrait s'aggraver avec la durée de la crise. L'alourdissement de la dette publique constitue une préoccupation essentielle. Bien qu'un large consensus se soit établi pour remettre à plus tard l'analyse des dangers qui en découlent, les responsables économiques ne peuvent avoir oublié les avertissements de Reinhart et Rogoff sur la perte de croissance potentielle dès lors que la dette dépasse 90 % du produit intérieur brut (PIB)<sup>6</sup>. À moyen terme, c'est la capacité du système bancaire à maintenir son activité qui suscite l'inquiétude de la BCE. En effet, la baisse continue des taux d'intérêt comprime les marges, et pourrait entraîner un rationnement du crédit. Les interventions de la Banque centrale visent à compenser ce manque à gagner par une offre massive de liquidités à taux négatif. Par ce biais, les banques sont censées conserver une profitabilité acceptable, et ne pas réduire leur exposition au risque.

Au-delà de ces déséquilibres purement financiers, se dessinent des enjeux de plus long terme. L'affaiblissement des banques pourrait remettre en question leur contribution à la mise en œuvre des projets stratégiques de l'Union européenne (UE). Dans son rapport, la BCE mentionne notamment les menaces que la récession fera peser sur leur capacité à financer la transition vers un modèle productif moins nuisible pour l'environnement. De même, une réduction des investissements dans le domaine technologique risque d'accroître la vulnérabilité de l'UE face à de futures cyber-attaques ciblant des données financières ou des infrastructures de marché. Enfin, l'instabilité des marchés devrait affecter l'épargne des ménages confiée aux institutions non bancaires. L'industrie de l'assurance, qui joue un rôle déterminant dans la gestion des régimes de retraite, subira inéluctablement les effets combinés de la baisse durable des taux et de la volatilité des actifs. Les analyses de la BCE invitent donc

5. Banque centrale européenne, « Financial Stability Review », 26 mai 2020.

6. C. M. Reinhart et K. S. Rogoff, « Growth in a Time of Debt », *NBER Working Paper*, n° 15639, janvier 2010.

à la plus grande prudence, alors même que le secteur financier est supposé jouer un rôle clef dans la relance économique.

### **Le secteur financier peut-il répondre aux attentes des autorités politiques ?**

Suivant un scénario fixé depuis la crise des *subprimes* en 2008, les banques centrales ont pris, dès le mois de mars, des mesures de grande ampleur pour parer aux menaces découlant de la pandémie. Ces décisions de politique monétaire ont beaucoup en commun avec les restrictions destinées à limiter l'engorgement du système hospitalier. Tout juste nommé gouverneur de la Banque d'Angleterre, Andrew Bailey les a d'ailleurs justifiées en des termes comparables<sup>7</sup>. Cette analogie n'est pas fortuite : l'opinion semble avoir accordé sa confiance au corps médical et aux banquiers centraux, bien plus qu'aux décideurs politiques. La ferveur avec laquelle les médias ont suivi les délibérations de la BCE ou de la Fed s'explique par cette conception quasi-magique des pouvoirs qu'on leur attribue. Erik Brynjolfsson, professeur au Massachusetts Institute of Technology (MIT), a ironiquement critiqué cet enthousiasme dans un commentaire publié sur Twitter le 23 mars : « Cette crise nous a fait comprendre que si les Martiens attaquaient la Terre, notre première réponse serait de baisser les taux d'intérêt. »

Si les espoirs placés dans l'action des banques centrales peuvent avoir pris un tour quelque peu irrationnel, ils n'en procèdent pas moins d'une analyse juste de la situation. Face à un choc exogène de cette amplitude, touchant à la fois l'offre et la demande, la politique monétaire constitue la réponse la plus adéquate pour préserver à court terme trois mécanismes d'importance vitale pour la reprise économique : la liquidité du marché des capitaux, la continuité du crédit aux entreprises et la stabilité des dispositifs de gestion de l'épargne. Dans tous ces cas de figure, l'intervention des banquiers centraux ne saurait toutefois produire son plein effet sans la participation active du secteur financier. On est donc en droit de s'interroger sur la capacité de l'industrie bancaire à jouer le rôle qui lui est assigné.

#### *Comment préserver la liquidité du secteur bancaire ?*

Les études portant sur les crises économiques passées, en particulier celle de 1929<sup>8</sup>, mettent en évidence la nécessité d'approvisionner les institutions de crédit en liquidités afin d'éviter les défauts de paiement et le

7. « Nous pouvons aider à étaler dans le temps le coût de cette crise pour la société » (interview du 14 mai 2020 sur ITV).

8. B. Bernanke, *Essays on the Great Depression*, Princeton, Princeton University Press, 2000, p.108-159.

blocage du système. Fortes de l'expérience des années 2008-2009, les autorités monétaires ont réagi en réduisant drastiquement les taux auxquels les banques commerciales peuvent s'endetter auprès de l'institut d'émission. La BCE et la Fed offrent désormais aux banques des conditions extrêmement favorables pour leur refinancement à long terme et ont mis en place des dispositifs conçus pour répondre aux difficultés liées à la pandémie<sup>9</sup>.

En fixant un taux inférieur de 50 points de base au taux moyen de ses opérations de refinancement, la BCE incite les banques à lui emprunter de l'argent. L'octroi de ces liquidités est facilité par l'assouplissement des critères de prise en pension, qui déterminent la qualité minimale des titres apportés en garantie. Prévoyant que la crise allait entraîner la dégradation des notes de crédit attribuées à de nombreuses obligations, la BCE a annoncé qu'elle n'imposerait aucune exigence supplémentaire quant au *rating* des actifs servant de collatéral aux opérations de refinancement.

Pour la seule zone euro, ces différentes initiatives devraient apporter environ 800 milliards d'euros de liquidités supplémentaires au système financier. La Réserve fédérale des États-Unis a, jusqu'à présent, fait preuve de plus de prudence en ce domaine. Après avoir décidé de ramener à près de 0 % son principal taux directeur, son président, Jerome Powell, a déclaré que l'hypothèse de taux négatifs n'était pas d'actualité. Pour peu que la reprise économique se fasse attendre, il semble toutefois inévitable que cette question se pose. Sachant que la réponse des opérateurs privés ne peut être que conforme à leurs attentes, les banques centrales sont fortement incitées à baisser leurs taux. Il est en effet inenvisageable que les banques commerciales ne mobilisent pas les ressources mises à leur disposition. De la sorte, les décisions prises au cours des derniers mois garantissent aux établissements financiers les liquidités nécessaires pour honorer leurs engagements sur le marché interbancaire.

### La BCE incite les banques à lui emprunter de l'argent

Cette perfusion d'urgence serait inutile si les capitaux propres des banques se trouvaient diminués par les défauts de paiement de leurs créanciers. La recrudescence des appels de marge au plus fort de la crise a mis en évidence le fait qu'une grande partie des portefeuilles de titres détenus par des investisseurs internationaux sont financés par la dette. Dans cette perspective, les achats massifs d'obligations prévus par la BCE

9. Pour la zone euro, il s'agit des Pandemic emergency longer-term refinancing operations (PELTRO).

et la Réserve fédérale contribueront également à préserver la liquidité du secteur bancaire. Ces programmes sont d'une portée historique. Après avoir annoncé la création du PEPP (*Pandemic emergency purchase programme*), doté de 750 milliards d'euros et destiné à l'achat d'obligations publiques ou d'entreprises, la BCE a décidé d'augmenter encore cette enveloppe de 600 milliards. S'y ajouteront 260 milliards au titre du programme APP (*Asset purchase programme*), engagé depuis 2014 et augmenté de 120 milliards le 30 avril. Au total, les interventions de la BCE dépasseront 1 600 milliards d'euros. La Réserve fédérale s'est montrée plus audacieuse encore et a fait entrer la politique monétaire dans une phase nouvelle de son histoire : celle des achats d'actifs sans limite définie. Entre mars et avril, la Fed a acquis pour 1 400 milliards de dollars de bons du Trésor. Durant cette période, le bilan de l'institut d'émission a augmenté de près de 50 %, pour atteindre 6 500 milliards de dollars. L'agence Fitch estime que ces montants pourraient croître encore, amenant le bilan de la Fed à 10 000 milliards de dollars et celui de la BCE à 6 000 milliards d'euros d'ici la fin de l'année<sup>10</sup>.

L'ampleur inédite de ces interventions fait craindre un retour de l'inflation. Ces craintes sont, pour l'heure, démenties par les chiffres : à 0,9 % en rythme annuel, l'Allemagne a connu en avril la hausse des prix la plus faible depuis 2016. À terme, la « démondialisation » et le retour du protectionnisme pourraient favoriser l'inflation, mais ces phénomènes ne semblent pas avoir acquis un poids suffisant. Les politiques expansives ne jouent, par ailleurs, que sur la quantité de monnaie disponible. Or, ce n'est là qu'une des causes de l'inflation : la vitesse de circulation de la monnaie – qui constitue le second terme de l'équation – joue un rôle pour le moins aussi important que l'augmentation de la masse monétaire. L'hyperinflation que l'Allemagne a connue sous la République de Weimar, ou celle que subit aujourd'hui le Venezuela, s'expliquent principalement par ce facteur : la perte de confiance dans la devise nationale amène les consommateurs à se défaire au plus vite des espèces qu'ils détiennent, ce qui entraîne la disparition de l'épargne et une hausse des prix incontrôlée. À l'inverse, l'expérience de la période 2008-2010 nous rappelle que les phases d'expansion monétaire n'ont pas nécessairement d'impact fort sur les prix à la consommation. Au cours des dernières années, seuls les titres financiers et l'immobilier ont connu une hausse significative ; grâce aux échanges avec les pays à faibles coûts de main-d'œuvre, la valeur nominale des biens et services est demeurée globalement stable.

---

10. « Global QE Asset Purchases to Reach USD6 Trillion in 2020 », Fitch Ratings, 24 avril 2020.

### *Les banques sauront-elles financer les entreprises ?*

Cette dichotomie en matière d'inflation s'explique essentiellement par la baisse des taux d'intérêt. Depuis 2008, les banques ont largement financé les investissements boursiers ou immobiliers, tandis que l'épargne augmentait, que les salaires réels stagnaient dans les pays du G7, et que les entreprises éprouvaient des difficultés croissantes à accéder au crédit. Ce phénomène pourrait s'amplifier avec la crise actuelle. Il est logique que les mesures non conventionnelles mises en œuvre par les banques centrales profitent en priorité aux investisseurs, dont les performances dépendent directement du fonctionnement des marchés. Qu'en est-il des entreprises non financières ? C'est là l'enjeu crucial : la possibilité d'une reprise économique et la préservation de l'emploi dépendent avant tout de la capacité du secteur financier à déployer au profit de l'économie réelle les ressources mises à leur disposition.

Au-delà de l'opposition entre Wall Street et Main Street, la question est de savoir si l'offre de crédit aux entreprises sera à la hauteur de ce qu'attendent les pouvoirs publics. Les expériences passées n'incitent pas à l'optimisme. L'intervention des banques centrales n'a pas été inutile pour autant. Dans la zone euro, les programmes APP et PEPP ont provoqué une baisse des taux obligataires qui bénéficie d'ores et déjà aux emprunteurs privés. En achetant des obligations d'État, les banques centrales en font augmenter le prix et donc baisser le rendement réel. Or le taux d'intérêt appliqué aux emprunteurs publics, réputés sans risque, sert de base de calcul pour celui qui est demandé aux émetteurs privés : ceux-ci bénéficient donc de conditions plus favorables. Par ailleurs, l'afflux de capitaux investis sur ce marché permet aux investisseurs de céder leurs actifs à des niveaux de valorisation satisfaisants, et de se tourner vers des obligations privées plus rémunératrices, contribuant ainsi à en faire baisser le taux réel. Un véritable cercle vertueux se met dès lors en place, favorisant une baisse durable des taux obligataires.

Ce mécanisme ne profite cependant qu'à une minorité de grands groupes, assez importants pour s'endetter directement sur les marchés. Pour se financer, l'immense majorité des entreprises doit recourir aux banques commerciales. La seule baisse des taux ne suffit pas pour que ces dernières jouent efficacement leur rôle de relais des politiques monétaires. D'autres facteurs peuvent limiter l'accès au crédit, tels que la difficulté à évaluer le risque de défaut des emprunteurs ou les contraintes réglementaires en matière de capitaux propres. On sait que les autorités chinoises résolvent ce problème de la manière la plus simple : en imposant aux banques de financer certaines entreprises, puis en recapitalisant ces

mêmes banques lorsque leurs bilans se trouvent alourdis par une grande quantité de créances douteuses. Ailleurs dans le monde, les gouvernements doivent composer avec les régulateurs et les actionnaires. Les banques du secteur public elles-mêmes sont soumises aux accords de Bâle. Dans ce cadre contraignant, le financement des entreprises représente un risque mal rémunéré et donc peu attractif. Avant la crise, il s'agissait là d'un problème identifié mais jugé moins préoccupant que celui de la solidité du système financier. Désormais, la hausse du chômage risque de faire passer cette question au premier plan.

### *Des solutions inédites*

Quelles réponses peuvent être envisagées ? Dans l'urgence, la garantie publique des dettes d'entreprise s'impose. Cette solution n'est cependant pas viable à long terme. Selon Kenneth Rogoff<sup>11</sup>, ancien chef économiste du Fonds monétaire international (FMI), seuls des taux d'intérêt durablement et profondément négatifs permettront d'amorcer une réelle reprise de la production. Cette proposition, qui va au-delà des mesures prises par les banques centrales, est censée résoudre le problème de la transmission de la politique monétaire. Soumises à un environnement de taux profondément négatifs, les banques commerciales devraient en effet se résoudre à financer coûte que coûte les entreprises. Elles échapperaient ainsi à d'inévitables pertes de créances ou à des restructurations massives de dettes, plus coûteuses encore. Il faudrait cependant aller plus loin pour garantir l'efficacité macroéconomique des politiques monétaires. Les risques auxquels s'exposent les banques en finançant les entreprises sont si élevés que même des taux fortement négatifs pourraient ne pas suffire à augmenter la distribution du crédit. Dans ce cas, le secteur financier serait amené à accumuler les liquidités fournies par la banque centrale, en les déposant immédiatement sur leurs comptes auprès des instituts d'émission. C'est là la limite des politiques monétaires non conventionnelles : quand les taux sont négatifs, le rendement nul des liquidités leur est supérieur et devient donc attractif. Afin de rendre impossible cette thésaurisation à grande échelle, Rogoff proposait, dès 2016, d'alourdir le coût des dépôts de liquidités auprès des banques centrales et de supprimer peu à peu les grosses coupures<sup>12</sup>. Bien que de telles mesures soient considérées comme inenvisageables par la Fed et jugées pour le moins audacieuses dans la zone euro, leur mise en œuvre n'est pas totalement à exclure.

Dans tous les cas, la surveillance du secteur bancaire est appelée à se renforcer. Compte tenu des moyens engagés pour lutter contre la crise,

11. K. S. Rogoff, « The Case for Deeply Negative Interest Rates », Project Syndicate, 4 mai 2004.

12. K. S. Rogoff, *The Curse of Cash*, Princeton, Princeton University Press, 2016, p. 92-16 et 158-174.

les pouvoirs publics ne peuvent laisser les mains libres aux établissements qui assurent la distribution du crédit. Cette mise sous tutelle rampante appelle néanmoins des contreparties. Suspendant pour un temps l'application des accords de Bâle, la BCE a assoupli ses exigences en capitaux propres, ce qui accroît la capacité des banques à financer l'économie. Cet allègement temporaire des normes prudentielles a été approuvé par la commission des Affaires économiques du Parlement européen qui, dans le même temps, a formalisé l'interdiction pour les banques de distribuer des dividendes tant qu'elles bénéficient de ce dispositif préférentiel. Ces mesures semblent porter leurs fruits : le resserrement du crédit redouté par les autorités monétaires ne s'est pas matérialisé. En France, la croissance des prêts aux sociétés non financières a été dynamique depuis le début de l'année.

S'ils incitent les banques à prêter, de tels dispositifs limitent leur capacité à évaluer les risques de défaut. Il est inévitable que des taux aussi faibles et des liquidités aussi abondantes contribuent à maintenir artificiellement des entreprises non viables. Cette solution, présentée comme la seule susceptible de favoriser le maintien de l'emploi, n'échappe pas à la critique mais il n'existe pas d'alternative crédible. La seule qui soit sérieusement évoquée par les économistes a longtemps été considérée comme purement théorique : il s'agit de la « monnaie hélicoptère ». Cette notion, présentée par Milton Friedman comme une hypothèse de travail dans son article « The Optimum Quantity of Money » (1969), a désormais des partisans sérieux. Un groupe d'économistes de renommée internationale a d'ailleurs rédigé pour le compte du leader mondial de la gestion d'actifs, Blackrock, une étude suggérant que des liquidités soient distribuées de manière directe aux ménages et aux entreprises<sup>13</sup>. Cette proposition prouve que le monde peut désormais compter sur l'inventivité des économistes pour lutter contre la crise.

## La surveillance du secteur bancaire est appelée à se renforcer

### *Le secteur financier parviendra-t-il à préserver les retraites ?*

Les traitements de choc sont susceptibles de provoquer des effets secondaires. Les récentes mesures des politiques monétaires ne font pas exception. Elles vont durablement déséquilibrer les marchés de capitaux et imposer des contraintes sans précédent aux institutions qui gèrent l'épargne des ménages. Qu'elle soit individuelle (assurance-vie) ou

13. E. Bartsch, J. Boivin, S. Fischer et P. Hildebrand, *Dealing with the Next Downturn: From Unconventional Monetary Policy to Unprecedented Policy Coordination*, Blackrock Institute, août 2019.

collective (fonds de pension), la retraite par capitalisation constitue le fondement du modèle social de nombreux pays industrialisés. La capacité du secteur financier à garantir les rendements nécessaires au paiement des retraites est donc un enjeu crucial. Or, l'essentiel de ces actifs se trouve aujourd'hui investi sur le marché obligataire et, par conséquent, affecté de manière directe par la très forte baisse des taux d'intérêt. Le secteur financier se trouve donc chargé, à long terme, d'une mission au moins aussi importante que celle de financer la reprise économique : préserver la valeur de l'épargne-retraite. À bien des égards, cette mission semble même plus périlleuse, dans la mesure où il sera impossible de compenser le faible rendement du marché obligataire dans les années à venir. Il y a là les prémices d'une crise aussi grave que celle que nous traversons actuellement.

### **Vers de nouveaux équilibres politiques**

La crise et les contre-mesures qu'elle a rendues nécessaires auront des conséquences politiques non négligeables. Dans l'immédiat, la hausse vertigineuse de l'endettement public, ainsi que le nécessaire rapprochement entre gouvernements et banques centrales, devraient avoir un impact bien au-delà de la seule sphère économique.

#### *Une perte d'influence des grands investisseurs*

Depuis 2006, la Chine est le deuxième créancier étranger des États-Unis, derrière le Japon et devant le Royaume-Uni. Elle détient plus de 1 000 milliards de dollars de dette publique américaine. Cet état de fait a alimenté de nombreux débats quant aux capacités de nuisance chinoises. Sachant que la Réserve fédérale a annoncé le 23 mars 2020 qu'elle allait procéder à des achats de bons du Trésor en quantité illimitée, ces débats n'ont plus lieu d'être. À l'heure actuelle, la Fed détient 3 560 milliards sur un total de 25 700, tandis que les institutions publiques de protection sociale en possèdent plus de 5 900. L'influence supposée des créanciers non-résidents se trouve ainsi réduite à néant. Un mouvement analogue touche la zone euro. Au cours des prochains mois, la BCE devrait devenir le principal créancier de nombreux États européens. Pour ces derniers, le risque d'une hausse brutale des taux consécutive à une tentative de déstabilisation – ou simplement à une dégradation de leur notation par les agences de *rating* – peut être considéré comme à peu près nul.

#### *Un renforcement des États au détriment des banques centrales*

Les banquiers centraux, déjà assurés d'une large indépendance vis-à-vis des gouvernements et habitués à coordonner leurs décisions par des échanges directs, pourraient vouloir user du pouvoir que leur confère ce

statut de premiers créanciers des États. Après la crise de 2008, les banques centrales ont pu apparaître comme les véritables autorités de régulation de l'économie mondiale, au point que Paul Tucker, ancien vice-gouverneur de la Banque d'Angleterre, a pu s'interroger sur les menaces que ce nouveau pouvoir faisait peser sur la démocratie<sup>14</sup>. Ces craintes semblent aujourd'hui infondées : les banques centrales sont en train de sauver le monde tout en perdant leur pouvoir. Dès le déclenchement de la crise, l'initiative est venue des gouvernements qui ont imposé les décisions de politique monétaire prises par les instituts d'émission.

Loin de former l'ébauche d'un gouvernement économique mondial, les banques centrales semblent à l'heure actuelle plus étroitement subordonnées au pouvoir politique qu'elles ne l'ont jamais été ces vingt dernières années. Les luttes de pouvoir entre élus et responsables de la technocratie monétaire ont tourné court. Cette situation ne devrait pas évoluer significativement à moyen terme. Dans l'hypothèse – désormais envisageable – d'une annulation totale des dettes publiques détenues par les banques centrales, les États se trouveraient affranchis pour longtemps de la discipline budgétaire induite par la surveillance des marchés.

Dans tous les cas, le colossal afflux de capitaux à bon marché qui submerge le secteur financier va contraindre les banques centrales à se transformer en gigantesques fonds d'investissements, voire en structures de défaisance à horizon indéfini. Une incertitude demeure toutefois en ce qui concerne la BCE. Dans une décision du 5 mai 2020, la Cour constitutionnelle fédérale allemande a réaffirmé l'obligation pour la BCE de respecter une stricte proportionnalité dans ses interventions sur les marchés. Cette réserve, formulée en des termes inhabituellement vifs, concerne un programme de rachat d'actifs datant de 2015, mais fait craindre que les juridictions allemandes puissent bloquer les actions d'urgence rendues nécessaires par la crise. Les bouleversements profonds que subit à l'heure actuelle le système financier pourraient ainsi se traduire paradoxalement par un regain d'influence du politique.




---

### Mots clés

COVID-19  
Crise économique  
Marchés financiers  
Banques centrales

---

14. P. Tucker, *Unelected Power: The Quest for Legitimacy in Central Banking and the Regulatory State*, Princeton, Princeton University Press, 2018.