



JACQUES DE LAROSIÈRE, ancien gouverneur de la **Banque de France** et ancien directeur général du FMI*, livre son analyse des ressorts de la crise du coronavirus et des conditions pour l'endiguer.

« Une réponse collective à la crise est vitale pour l'UE »

Quels enseignements peut-on tirer de la crise ?

Ils sont malheureusement nombreux. Il faut bien comprendre que la crise du coronavirus n'a fait qu'amplifier la crise financière qui s'approchait et dont la cause était, une fois de plus, l'excès d'endettement. L'endettement global avait en effet bondi de 50 % depuis 2008. Dette privée et dette publique dépassaient tous les records observés en temps de paix. Ne nous leurrons pas une fois de plus : c'est la politique

monétaire hyper-accommodante avec des taux zéro, voire négatifs, qui a favorisé cette poussée extrême de l'endettement.

Le premier enseignement, c'est de reconnaître que cette politique monétaire poussée trop loin et trop longtemps comporte des inconvénients majeurs. Après la crise, il faudra s'attacher à changer de cap. Le deuxième enseignement est que tous les pays ne sont pas égaux face à la crise du coronavirus. L'incapacité d'un



La croissance systématique des dépenses publiques et l'insuffisante sélectivité des missions publiques sont des facteurs clés de vulnérabilité »

pays comme la France à réduire son taux record de dépenses publiques par rapport au produit intérieur brut (PIB, 53 %) l'a-t-elle aidée à mieux affronter la crise pandémique qu'un pays comme l'Allemagne ? La réponse est négative : notre voisine d'outre-Rhin, moins prodigue en dépenses publiques, fait preuve d'une plus grande résilience et d'une meilleure réactivité face à la pandémie. Il faudra donc retenir de ces évolutions que la croissance systématique des dépenses publiques et l'insuffisante sélectivité des missions publiques sont des facteurs clés de vulnérabilité. Au lendemain de la crise, il faudra mettre les budgets à plat et réduire les dépenses improductives et qui ne sont pas essentielles.

Quelle est votre appréciation des mesures prises pour faire face à la récession ?

Les mesures prises au niveau national ont été massives : aux Etats-Unis, ces interventions représenteraient aujourd'hui l'équivalent de 11 % du PIB. En Europe, les financements budgétaires sont également considérables. Agrégés, ils représenteraient environ 5 % du PIB, à quoi il faudrait ajouter les garanties publiques et les reports d'échéance fiscale ou sociale, soit, au total, quelque 15 % du PIB. L'ensemble de ces mesures budgétaires s'accompagne d'une politique monétaire extrêmement accommodante : plus 1.000 milliards d'euros d'achats de titres prévus par la Banque centrale européenne (BCE), et une politique de facilité pratiquement illimitée du côté de la Réserve fédérale (Fed).

Les décisions prises par l'Union européenne (UE) au début du mois d'avril 2020 sont-elles appropriées ?

Elles sont loin d'être négligeables : ouverture d'une ligne de crédit du Mécanisme européen de stabilité (MES) destinée à financer l'action sanitaire nécessitée par le développement du virus – jusqu'à 2 % du PIB des Etats membres et sans application de la conditionnalité macroéconomique habituelle – ; mise en place à la Banque européenne d'investissement (BEI) d'un « Fonds paneuropéen de garanties », garanti par les Etats membres à hauteur de 25 milliards d'euros et lui permettant de déployer rapidement 200 milliards d'euros d'instruments financiers ciblant en particulier les besoins en liquidités et en investissements des PME européennes, soit plus de 1 % du PIB de l'UE ; création de l'instrument SURE** pour soutenir les actions en faveur de l'emploi. La Commission pourra émettre des obligations assorties de la garantie de tous les Etats membres (pour 100 milliards d'euros) ; à quoi s'ajouterait un fonds de relance économique pour l'après-crise du coronavirus, supérieur à 1.000 milliards d'euros. La proposition de la Commission consisterait à élargir considérablement le budget multi-annuel de l'Union et à permettre à tous les Etats membres de bénéficier des taux avantageux dont seraient assorties les émissions sur le marché par la Commission. Reste à déterminer ce qui relèvera du prêt ou de la subvention aux Etats membres, ainsi que la nature juridique de la garantie qui pourrait être apportée par les Etats membres

à cette occasion. Ce plan de relance, s'il est conçu de manière vraiment européenne, pourrait ouvrir la voie à l'établissement d'un Trésor européen capable d'émettre sur les marchés.

Il faut bien comprendre l'enjeu de cette question. Il ne s'agit pas d'engager une guerre doctrinale sur une Europe des transferts ou sur la mutualisation des dettes. Mais il s'agit de reconnaître qu'un choc externe et commun à tous les pays (le coronavirus) nécessite une réponse commune. Dans ce contexte, laisser les Etats réagir uniquement de manière nationale viderait de sa signification la notion d'Union. Ce point est vital : la crise du coronavirus ne peut qu'accuser les hétérogénéités des performances européennes au point – si elles ne sont pas du tout corrigées – de menacer l'existence même de l'Union monétaire.

Comment sortir d'une politique monétaire toujours plus accommodante ?

Je ne cesse, depuis près de quinze ans, de dénoncer les graves dangers d'une politique monétaire trop accommodante pendant trop longtemps. Les inconvénients de cette politique sont nombreux, comme l'endettement à des niveaux insoutenables, l'indistinction entre investissements spéculatifs à risques élevés et les investissements plus sûrs, l'investissement productif découragé et le risque de récession.

Si la réponse à la crise actuelle est un accroissement monumental d'une dette déjà dangereusement élevée, on risque d'entrer dans une spirale sans fin. Les nouvelles dettes seraient, en fin de compte, monétisées par les banques centrales dont les bilans finiraient par accueillir tout le surcroît des dépenses publiques engagées par les gouvernements.

On connaît les risques d'une pareille monétisation : perte de confiance dans la monnaie, inflation, nécessité de restructurer les dettes insoutenables. Il est temps de redonner au taux d'intérêt naturel issu des forces du marché son rôle dans la résolution de l'équation fondamentale entre épargne et investissement. Croire que l'on pourra toujours maintenir la « répression financière » sur l'épargne et conserver indéfiniment les taux à zéro tout en bénéficiant de la croissance est une illusion. La monétisation nette finit toujours pas transférer le risque sur les banques centrales et donc, indirectement, nationaliser, de fait, une grande partie de l'économie. Les Etats sont-ils prêts à un tel changement fondamental de paradigme ? ■

Propos recueillis par Frédérique Garrouste

*Fonds monétaire international.

**« Support to mitigate unemployment risks in emergency »,

Soutien pour atténuer les risques de chômage en cas d'urgence, NDLR.

