

FAIRE FACE AUX CONSÉQUENCES ÉCONOMIQUES DU CORONAVIRUS : DANS L'ATTENTE DE L'IMPULSION BUDGÉTAIRE

Après avoir perdu plus de 20 % par rapport à son plus haut, Wall Street est entré dans un marché baissier. Les marchés actions internationaux se sont effondrés cette semaine et les spreads des obligations d'entreprises se sont sensiblement creusés. Malgré des nouvelles rassurantes en provenance de Chine, la propagation ininterrompue du coronavirus à l'échelle internationale a plombé les anticipations relatives aux perspectives de croissance pour les mois à venir. Le choc pétrolier n'a fait qu'aggraver les choses. Les banques centrales ont réagi. Après la baisse des taux opérée par la Réserve fédérale, la semaine dernière, la Banque d'Angleterre en a fait autant et la BCE a également pris plusieurs mesures pour soutenir l'activité. La meilleure riposte face à la situation actuelle réside dans un plan de relance budgétaire d'une ampleur suffisante. C'est ce que nous attendons toujours de la part des pouvoirs exécutifs aux États-Unis comme dans la zone euro.

Le jour même où la Banque centrale européenne annonçait un ensemble bien étudié de mesures d'assouplissement monétaire, les actions européennes enregistraient le pire dévissage de leur histoire, l'Euro Stoxx 50 clôturant la séance en repli de 12,4 %. Le message des marchés est clair : la politique monétaire ne sera pas en mesure de stimuler suffisamment les anticipations de croissance. Cela ne signifie pas pour autant que les décisions du Conseil des gouverneurs étaient inutiles, bien au contraire. Les opérations supplémentaires de refinancement à long terme permettront d'alléger d'éventuelles pressions de financement sur les banques. Les nouvelles conditions relatives aux TLTRO III¹ (dans le cadre desquelles les banques pourront se financer à un taux d'intérêt pouvant aller jusqu'à -0,75 %, soit 25 points de base en dessous du taux de rémunération des dépôts et emprunter, auprès de la BCE, jusqu'à 50 % de leur stock de prêts éligibles) sont de nature à inciter clairement les banques à répondre à la demande de prêts de leurs clients. L'enveloppe supplémentaire de EUR 120 Mds pour les rachats d'actifs, centrée en particulier sur les titres des entreprises, contribuera, nous l'espérons, à limiter la remontée des rendements des obligations corporate dans un contexte où les investisseurs s'inquiètent pour les perspectives de croissance.

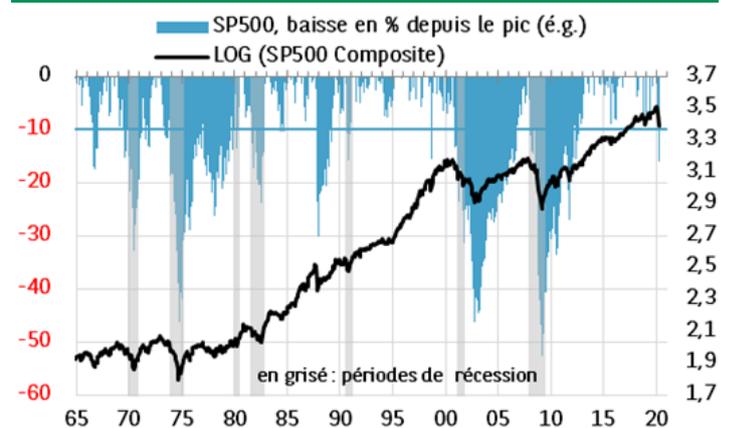
Ce dernier point est devenu le thème prédominant. Dans un monde « d'achat sur repli », les baisses du marché actions sont limitées et de courte durée, car les perspectives de croissance ne sont guère entamées. De plus, le repli des rendements obligataires poussent les investisseurs à opter pour un mode « risk-on » (appétit pour le risque). Aujourd'hui, la situation est totalement différente et il en va de même de l'attitude des investisseurs. La confiance dans les perspectives de croissance s'est effondrée. Christine Lagarde, présidente de l'institution de Francfort, a reconnu que les prévisions du staff de la BCE, publiées cette semaine, étaient déjà dépassées depuis les dernières informations sur l'épidémie. Dans son rapport d'évaluation économique provisoire de l'impact du coronavirus, l'OCDE distingue un scénario de base et un scénario « domino » de contagion plus large. À l'évidence, ce dernier scénario est devenu le plus approprié à la situation actuelle. Ce scénario prévoit une croissance d'à peine 1,5 %

1 targeted longer-term refinancing operations ou opérations trimestrielles de refinancement à plus long terme ciblées

pour l'économie mondiale, ce qui correspond à une récession. Avec la poursuite de la propagation de l'épidémie, de plus en plus de pays sont confrontés à la baisse de la demande et à la disruption de l'offre, observées précédemment en Chine et, par conséquent, à une détérioration des perspectives économiques.

En l'espace d'une dizaine de jours, la Réserve fédérale a décidé, entre deux réunions, d'introduire une baisse des taux de 50 points de base, la Banque d'Angleterre en a fait autant et la BCE a adopté une approche à trois volets pour renforcer l'assouplissement monétaire. Cependant, sur la même période, les conditions financières se sont durcies : Wall Street est entré dans un marché baissier, dégringolant de plus de 20 % par rapport à ses plus hauts, la chute des marchés boursiers européens a été plus marquée encore, les spreads de crédit se sont significativement creusés et la question de la liquidité des marchés se pose désormais.

LA BAISSÉ DE L'INDICE S&P500 DANS UNE PERSPECTIVE HISTORIQUE



SOURCE : STANDARD & POOR'S, RÉSERVE FÉDÉRALE, NBER, BNP PARIBAS

” L'enjeu lié à la capacité d'apporter une réponse collective significative en termes de politique budgétaire va bien au-delà de la situation de crise actuelle.



De toute évidence, le choc pétrolier n'a fait qu'aggraver les choses, en exerçant des pressions sur les producteurs tandis que la réaction de la demande va rester limitée en raison des interdictions de voyager, des mesures de confinement et, de manière plus générale, de la chute de la confiance conjuguée à un sentiment d'incertitude. C'est précisément dans ce type de situation que la politique budgétaire doit jouer un rôle. Plusieurs pays européens ont déjà pris des mesures. L'Italie prépare un plan de relance budgétaire d'environ EUR 12 Mds ; elle a accordé un soutien financier au dispositif de chômage partiel et augmenté le fonds de garantie pour les PME. Les entreprises confrontées à une baisse du chiffre d'affaires de plus de 25% bénéficieront d'une indemnisation financière et un moratoire sur les prêts des ménages et des entreprises a été adopté. La France a autorisé le report du paiement des charges sociales ou fiscales, accordé la garantie de l'État sur les prêts des entreprises à court terme et simplifié les règles applicables au chômage partiel. Le coronavirus est considéré comme un cas de force majeure pour les achats du secteur public. En Espagne, les discussions sont en cours, mais une mesure a déjà été prise : le moratoire sur le remboursement des prêts pour les ménages financièrement fragiles a été porté de deux à quatre ans. En Allemagne, le gouvernement a adopté un paquet de mesures visant à éviter les faillites d'entreprise et les destructions d'emplois suite à l'épidémie de coronavirus. À cette fin, deux mesures provisoires ont été adoptées : le recours facilité au dispositif du chômage partiel (« Kurzarbeit »), financé par l'État, et la fourniture de liquidités aux entreprises confrontées à des difficultés de trésorerie, sous l'effet du coronavirus, par le biais de la banque publique d'investissement KfW. Aux Pays-Bas, des mesures ont été prises portant notamment sur le dispositif de travail à temps partiel ou la possibilité pour les travailleurs indépendants n'ayant pas de salariés de recourir au programme d'aide sociale dont ils relèvent. Les conditions du crédit ont été assouplies pour les PME bénéficiant d'une garantie partielle de l'État : la garantie des prêts par l'État sera temporairement portée de 50% à 90% et le plafond des prêts a été relevé. Aux Pays-Bas, les entre-

prises paient des impôts sur leurs bénéfices attendus. Elles peuvent, à présent, demander une baisse de leur taux d'imposition en cas d'incidence du coronavirus sur leurs résultats.

Toutes ces mesures comme bien d'autres sont à caractère microéconomique. Elles sont très ciblées et indispensables pour soulager le choc pour les ménages et les entreprises les plus impactés, mais elles seront insuffisantes pour compenser la baisse de la demande. Il faut pour cela mettre en place une politique macrobudgétaire visant à stimuler sensiblement la consommation. Aux États-Unis, le président Trump a promis un soutien d'envergure, mais il n'y a toujours pas de mesure concrète pour le moment. Les promesses ont fait place à la déception, contribuant à la chute des marchés boursiers. Concernant la zone euro, Christine Lagarde a souligné la nécessité d'agir d'urgence : « La réponse doit d'abord être budgétaire. Or, en additionnant les mesures budgétaires annoncées à ce jour dans la zone euro, ce que nous avons fait hier, en totalisant tout ce qui a été annoncé – abstraction faite de la Commission européenne – l'on atteint EUR 27 Mds en tout, soit plus ou moins 0,25 % du PIB de la zone euro. C'est pour cette raison que nous appelons, dans notre discours introductif, à une réponse budgétaire ambitieuse et collective »². Il convient d'ajouter ceci : l'enjeu lié à la capacité d'apporter une réponse collective significative en termes de politique budgétaire dépasse largement la situation de crise actuelle. Il en va de la crédibilité de notre capacité à agir collectivement en cas de nécessité.

William De Vijlder

² Source : BCE, Discours introductif et conférence de presse de Christine Lagarde, présidente de la BCE, Luis de Guindos, vice-président de la BCE, Francfort-sur-le-Main, 12 mars 2020