



Quoi qu'il en coûte : Réflexions sur le financement des crises et plus généralement de l'économie et du social¹

par
Pierre Garelo

¹ Cet article reprend et approfondit un travail effectué avec mon collègue Antoine Gentier à paraître dans la revue *Gestion & Finances Publiques*, Mai-Juin 2021.



Pierre Garello est Professeur d'économie à Aix-Marseille Université (AMSE) où il co-dirige un Master d'économie du droit. Il est éditeur du *Journal des économistes et des études humaines* (www.degruyter.com/view/jeeh) et Président de l'Institute for Economic Studies – Europe (www.ies-europe.org)

Quoi qu'il en coûte ! Cette formule ressassée à l'envi par le Président Macron et son gouvernement pendant toute la période de la crise du Covid restera sans doute gravée dans les esprits. L'expression évoque un certain héroïsme : nous prendrons cette forteresse « quoi qu'il en coûte » ! Elle signifiait dans la bouche de nos dirigeants que l'État ne regarderait pas à la dépense ; qu'il dépenserait autant que nécessaire pour compenser la perte de richesse due au confinement et de façon plus générale à la pandémie. Sans doute cette posture a-t-elle été perçue par un grand nombre comme une nouvelle preuve que l'État sait prendre ses responsabilités. Mais peut-on parler d'un comportement responsable de la part de quelqu'un qui s'engage sur une voie sans savoir ce qui l'attend ? Et combien cela va-t-il nous coûter d'adopter la stratégie du quoi qu'il en coûte ?

La question semble importante puisque, ainsi que l'histoire le démontre amplement, les sources du financement de l'État ne sont pas intarissables. Pourtant, d'une façon intéressante, cette évidence est aujourd'hui contestée. Il paraîtrait en effet que l'État n'aurait pas besoin de rembourser ses dettes : lorsqu'une obligation arrive à échéance il suffirait d'emprunter un montant équivalent afin de faire face à cette obligation². Ainsi, la seule dépense réelle qu'il resterait à financer par l'impôt serait l'intérêt de la dette (qui représente tout de même en 2020 quelques 30 milliards d'euros, soit plus que ce que l'État ne dépense sur ses missions de justice et de sécurité combinées, ou encore plus qu'il ne

² On pourra consulter l'article d'Emmanuel Martin, « La théorie monétaire moderne : avenir de la monnaie ? », *Journal des libertés*, n°9, été 2020, pour plus de détails sur ces nouvelles théories qui rendent toute dette soutenable.



dépense sur la recherche et l'enseignement supérieur). Dans ce monde féérique le « Quoi qu'il en coûte » ne coûterait rien... Quoi qu'il puisse arriver, nous pourrions toujours demander à l'État de « débloquer » des financements pour faire face à nos nouveaux besoins sans courir le moindre risque de nous retrouver par la suite dans une situation délicate. Dans ce monde merveilleux, peu importe si l'État choisit les bons projets, les bonnes politiques puisqu'en cas d'échec aucune conséquence vraiment fâcheuse ne serait à déplorer.

Évidemment ce monde merveilleux n'est pas le monde réel et nous ne l'aurions même pas évoqué si le discours ambiant n'y faisait si fréquemment référence³. Les questions posées ci-dessus demeurent donc pertinentes : Combien va coûter le « quoi qu'il en coûte » ? Qui paiera et comment ? Et puis, bien entendu, il nous faut aussi regarder *les bénéfiques* tirés de ce financement par les deniers publics de la crise (et à présent de la relance) ; car un investissement très onéreux peut parfois être justifié lorsque ses rendements sont plus qu'à la hauteur des dépenses engagées. D'où une seconde série de questions : Comment a été utilisé cet argent ? Aurait-on pu l'utiliser d'une meilleure façon⁴? Toutes

³ Un sondage Odoxa en date du 28 Janvier 2021 révèle que « seulement » 33% des français pensent que l'on n'est pas obligé de rembourser la dette. 39% d'entre eux pensent que la dette Covid doit être payée essentiellement par les riches. <https://bit.ly/3y2T8qV>. Ce qui est le plus intéressant, et confirme nos préoccupations, est le fait même qu'un tel sondage ait été commandité ! Également inquiétant est le fait que, suite à une tribune signée par une centaine d'économistes réclamant l'annulation de la dette Covid, la Présidente de la BCE, Madame Lagarde, s'est vu dans l'obligation d'intervenir dans *Le Journal du Dimanche* du 7 Février 2021 pour expliquer qu'il fallait rembourser cette dette.

⁴ On pourrait mettre un terme rapide au débat en affirmant que les vies sauvées par l'intervention de l'État n'ont pas de prix. Mais là encore, rien n'est moins évident. Bien que nous n'entrons pas ici dans ces considérations – sur lesquelles nous n'avons sans doute pas assez de recul à ce jour et qui de toutes les façons ne rendraient pas pour autant caduques les analyses qui vont suivre –, remarquons que l'on ne sait pas si plus de vies auraient pu être sauvées en optant pour une autre politique (par exemple si l'initiative privée



ces questions nous rapprochent de la problématique des choix financiers dont il est bon de rappeler les principes.

Aux fondements de la stratégie financière : liberté, responsabilité

Il existe une vaste littérature sur le double lien de causalité entre finance et développement : pas de développement sans finance et nul besoin de finance là où il n'y a aucune dynamique de développement. C'est donc à tort que l'on oppose économie et finance. Le rôle premier de la finance est de faciliter, par l'épargne, le prêt et l'emprunt, la mise en place de nouveaux plans de consommation et d'investissement. Dans le jargon de l'économiste nous dirons que la finance permet de relâcher la contrainte budgétaire intertemporelle. Je peux ainsi habiter dans une maison neuve à l'âge de 40 ans, financer mes études ou celles de mes enfants ou lancer mon entreprise sans avoir à attendre d'avoir accumulé les sommes nécessaires à ces dépenses.

Parce que cette activité est par essence liée au passage du temps elle sera entourée d'incertitude ; elle est inévitablement risquée. De fait, *la gestion du risque est au cœur de la finance*. Il s'agit de bénéficier des avantages d'un « commerce inter-temporel » tout en gardant la maîtrise des risques. C'est sans doute pour cette raison que cette activité est le plus souvent exercée par *des spécialistes* qui se positionnent comme des intermédiaires entre les emprunteurs et les prêteurs. Nous retrouvons bien entendu dans cette catégorie les établissements financiers mais également des institutions dédiées telles que les bourses de valeur. Comme toujours, aucun de ces mécanismes de financement n'est parfait. Dans ce domaine comme dans tous les domaines, la vie économique est un grand laboratoire dans lequel diverses expériences sont menées ; le marché – et les marchés financiers n'échappent pas à cet règle— est un *processus de découverte*. Il y a un besoin à satisfaire et des entrepreneurs vont proposer de nouveaux instruments, de

avait été plus souvent à la baguette). Ni combien de vies ont été ou seront perdues à cause de la politique suivie.



nouvelles méthodes pour y parvenir. Il y aura des succès et des échecs. On imitera ce qui semble bien fonctionner et on se détournera des stratégies perdantes.

Mais pour que ce processus de découverte fonctionne correctement, il est indispensable que certaines règles soient respectées ; les règles traditionnelles de l'ordre marchand, à savoir : la *liberté et la responsabilité des acteurs*. En effet, il est primordial que les individus soient libres d'exercer cette activité comme ils l'entendent et avec qui ils le souhaitent car c'est cette liberté qui leur permettra *de faire usage de leurs savoirs*. Savoir technique certainement, mais aussi savoir de lieu et de temps : Ce projet est-il pertinent ? Cette personne est-elle fiable ? Ce marché est-il porteur ? etc. La liberté est aussi essentielle si l'on veut de *l'innovation*, de la création. En bref, elle est essentielle à la dynamique des marchés.

Mais cette liberté doit bien évidemment s'accompagner de règles de responsabilité. Nous le savons, *c'est dans cette union de la liberté et de la responsabilité que se trouve toute la force du régime de propriété* qui fonde encore largement nos sociétés contemporaines et qui a fait leur succès. Chers bons vieux usages, fructus et abusus ! On aura l'exclusivité sur le choix de l'usage mais aussi sur les fruits de cet usage, qu'ils soient succulents ou qu'ils soient pourris... C'est cela qui nous incite à de l'innovation (chercher le meilleur usage) tout en gardant une certaine prudence (la peur des fruits pourris). Et c'est l'abusus qui nous permet de mettre en œuvre nos innovations. On ne saurait rompre ou fausser le lien entre fructus et abusus sans s'exposer à de tristes conséquences. Il est clair, par exemple, que dès lors que les gains d'une activité seront « privatisés » alors même que les éventuelles pertes de cette même activité seraient mutualisées, l'acteur sera incité à prendre plus de risques. C'est de ce côté qu'il faut chercher la cause des crises financières passées...

Résumons donc ces paramètres simples mais essentiels : (i) La finance est une activité précieuse à la vie économique qui répond au besoin d'échanger « à travers le temps » (de gagner du temps !) ; (ii) pour cette raison elle nécessite une bonne gestion des risques. (iii) Il n'y a pas



de réponse universelle et intemporelle à la question : quelle est la meilleure façon de satisfaire ce besoin, pas plus qu'il n'y a de réponse universelle et intemporelle aux questions : comment se nourrir, comment se distraire, comment se loger... (iv) Dans le domaine de la finance comme dans les autres domaines, notre meilleure stratégie est de s'en remettre au processus de découverte des interactions marchandes qui doivent (v) se dérouler impérativement dans un contexte de liberté *et de responsabilité*.

Et l'État dans tout cela ?

L'économiste part en général du principe que l'État, une fois accomplie sa mission de protection des droits, doit intervenir lorsque les « institutions » fondées sur la coopération volontaire (marché, associations, famille...) ne parviennent pas à répondre à un besoin essentiel et que lui, l'État, est en mesure de le faire. Ce faisant, l'économiste développe en quelque sorte sa version du principe de subsidiarité – un principe censé protéger nos libertés. Appliqué à notre sujet cela veut dire que l'État doit répondre à un besoin de financement lorsque personne — aucun particulier, aucune entreprise, d'assurance ou autre, aucune association ou mutuelle, aucune banque — ne peut ou ne veut y répondre. Il est également possible que l'État soit parfois *dans une meilleure position* que le secteur privé pour répondre à un besoin de financement ; nous reviendrons plus tard sur cette possibilité.

Malheureusement, ce « principe de subsidiarité » qui doit permettre d'identifier les besoins de financement devant être assumés par l'État n'est pas, loin s'en faut, d'une utilisation facile (à tel point qu'on est en droit de se demander s'il s'agit bien là d'un principe). Pour le mettre en œuvre, il faudra en effet répondre préalablement aux questions suivantes :

- Pourquoi personne ne peut ou ne veut financer cette activité ? ; ce projet ?
- Ce projet mérite-t-il d'être financé ? Et si oui à quel prix ?



Les économistes ont tenté de dresser une liste de ces « projets » qui ne sont pas suffisamment financés par le secteur privé mais mériteraient de l'être (d'un point de vue économique va sans dire). Cette liste n'est, à dire vrai, pas très longue et nous y trouvons en particulier les catégories « biens publics » et « externalités ». Ainsi, personne ne voudrait financer un projet de phare côtier, un feu d'artifice ou une armée (des « biens publics ») parce qu'il serait impossible à un particulier ou une entreprise privée de faire payer ceux qui en bénéficieraient. De même, personne ne voudrait financer la recherche fondamentale car les bénéfices de cette recherche (« externalités positives ») sont non seulement aléatoires mais aussi répartis de façon imprévisible dans l'espace et dans le temps. Dans la mesure où les bénéfices attachés à ces projets sont supérieurs à leurs coûts (chose qu'il sera difficile d'évaluer puisque bénéfices et coûts sont subjectifs et qu'aucun échange n'a eu lieu), l'État devrait prendre leur financement à sa charge.

Suite à l'exposé de ce traitement « classique » des problèmes soulevés par les biens publics et les externalités, l'économiste perspicace appellera toutefois à la prudence pour deux raisons. Tout d'abord, il arrive plus souvent que ne le laisse prévoir la théorie orthodoxe que le secteur privé parvienne à répondre au moins partiellement à ces besoins (phares côtiers, feux d'artifice, recherche fondamentale, sécurité des personnes, protection de l'environnement...). Pourquoi donc enclencher la machine, souvent bien lourde, de l'État dès lors que la coopération marchande ou hors marché est à même de proposer une solution ? Secondement, l'État devra prendre garde à ne pas dépenser plus que nécessaire sous peine d'être lui-même source de défaillances.

Au cours des dernières décennies, voire plus, il est clair que le « principe de subsidiarité » a été appliqué de façon très lâche — pour ne pas dire « folklorique » —, et que les conseils de prudence de l'économiste n'ont guère été entendus. Nos États modernes, et l'État français plus que tout autre, ont pris en charge, partiellement ou en partie, le financement de très nombreux besoins et projets : les logements, les transports ferroviaires, les musées, les opéras, la gestion de l'eau et des déchets, la création cinématographique, les écoles, les



universités, les hôpitaux, les retraites, les assurances chômage, certaines infrastructures et même la banque d'investissement ! Parfois même il ne s'est pas limité à *financer* ces activités mais il s'est également engagé à les *produire* lui-même (écoles, hôpitaux). Analyser les raisons profondes d'un tel accroissement des engagements financiers de l'État nous éloignerait de notre propos qui doit traiter du financement de la crise actuelle ⁵, mais il est sans doute pertinent de noter que, face à la crise du Covid, l'État s'est présenté déjà fortement endetté et, *de facto*, comme acteur clé de la gestion de la crise du simple fait que lui avait été préalablement confié un nombre important de missions comme celle, pour ne citer qu'elle, de la gestion hospitalière. L'État se trouvait ainsi, par la force des choses, en première ligne face à la crise.

Afin d'examiner au plus juste les coûts et bénéfices de différentes stratégies de financement face à la crise, il nous faut encore apporter quelques précisions sur ce qui différencie le financement par l'État et le financement par le secteur privé (marchand et non-marchand). Cela commence par un examen des *sources* du financement public — nous avons déjà présenté les mécanismes du financement privé dans la première section.

Les sources et les coûts du financement par l'État

L'impôt et l'endettement constituent la quasi-totalité des sources de financement de l'État. De par les pouvoirs qui lui sont conférés, l'État dispose donc, de prime abord et d'une certaine façon, de plus de sources de financement à sa disposition que le secteur privé. Mais cela ne signifie pas pour autant que ce financement soit gratuit : l'impôt est douloureux et ses recettes sont limitées par notre capacité à créer de la

⁵ Deux ouvrages récents se sont employés à cette analyse de l'histoire des finances publiques : Jean-Philippe Feldman, *L'Exception française—Histoire d'une société bloquée de l'Ancien Régime à Emmanuel Macron*, Odile Jacob (2020) ou François Facchini, *Les dépenses publiques en France*, de Boeck (2021). On pourra aussi consulter les contributions de ces mêmes auteurs au numéro 13 du *Journal des libertés*.



richesse ; l'endettement n'est que de l'imposition différée ; et l'inflation, à laquelle l'État peut recourir pour alléger le poids de ses engagements financiers — une version moderne de l'avalissement des monnaies —, revient à imposer toutes les encaisses monétaires à commencer par celles des épargnants y compris ceux qui ont prêté leur épargne à l'État.

En France — quasi-recordman du monde des prélèvements obligatoires, faut-il le rappeler —, une politique du déficit public prévaut depuis 1975 qui a sans surprise été inflationniste avec un effet délétère sur le niveau de vie. Certes les niveaux *officiels* de hausse des prix ne sont plus ceux des années 1980 grâce au choc d'offre lié aux importations d'Asie du Sud Est, mais il convient de regarder les inflations d'actifs patrimoniaux pour avoir une meilleure vision du problème. Le recours au déficit public et à sa monétisation via le système financier et la politique de taux d'intérêt bas conduit à une perte de valeur de la monnaie. Pour ne prendre que la valeur du gramme d'or : il fallait 8 euros pour acquérir 1 g d'or en 2004 contre près de 50 euros aujourd'hui. Ce n'est pas l'or qui a pris de la valeur, c'est l'euro qui en a perdu. Ce phénomène est observable sur l'ensemble des devises (Dollar, Yen, Sterling, Franc suisse...) et s'accompagne d'inflation patrimoniale. Enfin, l'un des coûts indirects mais non des moindres de la monétisation du déficit public réside dans l'instabilité chronique du système financier et l'apparition de bulles spéculatives.

Au-delà du coût que représente l'inflation, les déficits viennent aussi gonfler les dettes. Nous avons déjà vu que certains sont d'avis que nul n'est besoin de s'en soucier. D'autres, apparemment plus terre à terre, soulignent la faiblesse des taux d'intérêt auxquels l'État peut emprunter (essentiellement parce que la BCE dans une politique aveugle — et, selon certains, illégale — continue d'acheter les obligations souveraines). Mais cela est encore bien loin de rendre compte du coût véritable de la dette. Au-delà de la charge de la dette (les intérêts qu'il va falloir ponctionner sur le budget de l'État), et de l'inflation, ils ignorent les effets d'éviction et autres coûts d'opportunité dont nous devons dire un mot.

Que la dette soit remboursée ou pas, il faut bien en effet un prêteur. Ce sont ces prêteurs, de fait, qui financent les projets et politiques



publiques. Et ce sont les contribuables qui, sauf en cas de défaut, rembourseront les prêteurs. Les rendements pour le prêteur sont en général connus (il achète des obligations) alors que le rendement pour le contribuable est plus aléatoire. Il dépendra, nous y reviendrons, de la « qualité » de l'investissement public.

Ce qu'il est essentiel de souligner, même si cela devrait être une évidence, est que *l'argent servant à financer les dépenses de l'État ne pourra pas servir à autre chose*. C'est cela l'effet d'éviction : l'argent est pour ainsi dire « détourné » de sa destination originale. La chose est évidente dans le cas du financement par l'impôt : l'argent prélevé sur les contribuables ne sera ni investi ni consommé par ces derniers. Ce renoncement représente bien un coût imputable au financement public ; le coût d'opportunité ainsi que l'appelle encore l'économiste. De même, lorsque l'État se tourne vers les marchés financiers pour financer ses dépenses, l'argent investi en bons du trésor et autres obligations d'État ne l'est pas dans des investissements privés. C'est là encore un coût d'opportunité : l'investissement public chasse l'investissement privé⁶.

Et ce n'est pas tout ! L'impôt réduit aussi l'intérêt à investir, et augmente la préférence pour le loisir et la consommation en réduisant la rémunération du travail. Cela réduit la sphère des échanges volontaires sur le marché (en les rendant plus coûteux) et, toutes choses égales par ailleurs, accroît le chômage et réduit la croissance économique. La comparaison de la France avec ses voisins européens est à cet égard assez éloquente⁷.

⁶ Il est fait grand cas de l'investissement public qui peut servir parfois de moteur à l'investissement privé. Y aurait-il dans ce cas un effet d'éviction inverse ? Non. L'effet d'éviction est bien là (l'État a bien dû se financer) et vient gonfler les coûts de l'investissement public, même si dans ce cas les dépenses de l'État ont d'autres conséquences qui sont bénéfiques. Nous y reviendrons dans la section suivante.

⁷ L'État Français (en incluant les administrations locales et de Sécurité sociale) dépense plus de 58 % du PIB (chiffre avant Covid) pour un taux de chômage supérieur à celui de l'Allemagne ou du Royaume-Uni.



Évidemment, si le financement public engendre de multiples coûts, directs et indirects, il n'est pas sans emporter quelques bénéfices. Ceci nous ramène aux questions abordées plus haut et permet d'en souligner l'importance : Quelle sera la destination de ces « fonds publics » ?

Les bénéfices tirés des projets financés par l'État

Quels sont ces projets que l'État financera et que le secteur privé ne désire pas financer ? Seront-ils rentables et leurs rendements suffisants pour rembourser la dette et en payer l'intérêt ? Seront-ils plus rentables que les projets qui émanent du secteur privé ? En bref, pouvons-nous nous attendre à un comportement entrepreneurial (au sens de fondé sur une perception tout-à-la fois correcte et innovante de l'environnement) et responsable de la part des décideurs publics ?

Sans surprise les décideurs publics ont à cœur, précisément, de mettre en avant leur sagesse et leur savoir ; de nous convaincre des retombées foncièrement positives des projets qu'ils choisissent de financer – projets d'autant plus nécessaires qu'à les en croire l'apathie des marchés est indiscutable⁸. Si nous prenons, à titre d'illustration, le cas des derniers grands emprunts publics, une « stratégie » fréquemment avancée est celle que nous pourrions appeler la « stratégie du double-dividende » : emprunter pour financer la transition écologique. *New Generation EU! Green Deal...* Ainsi nous allons faire d'une pierre deux coups : redresser une économie blessée tout en préparant un meilleur futur pour nous et nos enfants. N'est-ce pas merveilleux !

Notre compréhension des mécanismes de financement fait que nous ne pouvons malheureusement nous empêcher de rester dubitatifs à l'écoute de ces explications.

⁸ Une thèse qui nous rappelle les arguments de John Maynard Keynes et que nous voyons resurgir récemment, en particulier sous la plume de Mariana Mazzucato. Voir le commentaire d'Alberto Mingardi, « Une critique de l'État entrepreneur de Mazzucato », *Journal des libertés*, n°12, 33-50.



– Pourquoi le secteur privé ne s'intéresserait-il pas à ces investissements ? La « masse » des individus serait-elle si myope ou incohérente qu'il faille que le décideur public réoriente ses choix vers ce qu'il est bon de faire ?

– Ou bien est-ce plutôt que le secteur privé entretenait d'autres projets ? Mais alors, sommes-nous certains que le projet financé par l'État est plus judicieux que celui que s'apprêtaient à lancer les initiatives privées (effet d'éviction) ? (Et qu'entendons-nous *précisément* par judicieux ?)

– Comment sera distribuée cette manne du financement public ? Quel comité d'experts viendra se substituer aux décisions du marché ? Distribuerons-nous la manne aux entreprises les plus profitables, celles qui ont fait leurs preuves ? Ou bien allons-nous favoriser les projets nouveaux de jeunes entreprises ? Ou encore en profiter pour redonner une chance aux entreprises en difficulté ?

Et puis, répétons-le, quels sont les bénéficiaires qui seront pris en compte dans le processus de sélection des projets ? La chose n'est pas claire puisque nous sommes dans un contexte décisionnel où usus et fructus ont été divorcés. Les bénéficiaires des citoyens-contribuables-électeurs prévaudront-ils ? Ou bien ceux des élus qui voudraient être réélus ? Ou encore ceux de l'administration publique qui aura la charge de préciser les détails du projet ? Ou ceux des générations futures ? Toutes ces perspectives seront-elles convergentes ?

Comparons cette situation avec le cas d'une stratégie de financement privé. L'investisseur sait que les fruits de son investissement seront bons dans la mesure où il saura répondre à un besoin ; et il s'appuie sur les signaux du marché pour localiser ces besoins (prix, profits, pertes). Il est ainsi incité à voir juste car il redoute les pertes – dans la mesure où elles seront ses pertes. Mais il n'est pas omniscient pour autant et ses espérances peuvent sans doute être déjouées. Et cela constituera une information pour lui comme pour les autres investisseurs...

Nous le voyons, avec la décision d'un financement public, les piliers traditionnels d'une stratégie financière sont bouleversés. Nous ne



sommes plus face à un décideur qui prend ses responsabilités, engage son argent et est incité à affûter ses savoirs. Nous entrons dans un autre univers. Les deux univers sont certes imparfaits et nous n'avons fait ici au mieux qu'effleurer l'examen de ces imperfections. Une chose en tous les cas demeure certaine dans cette comparaison : la stratégie du financement par l'État s'appuie, de près ou de loin, sur la coercition (via l'impôt). Un outil sans doute à manier avec précaution.

Le financement dans un contexte de crise

Revenons-en à présent au « Quoi qu'il en coûte ». Il est clair que cette stratégie a été choisie pour faire face à une crise exceptionnelle. Et on doit s'attendre à ce que les temps de crise voient émerger des stratégies de financement spécifiques. De fait, les financements publics votés ou envisagés depuis le début de l'année 2020 ont de quoi donner le vertige : aux États-Unis – pour prendre l'un des cas les plus frappants – l'addition des deux plans de relance des Présidents Trump (American Rescue Plan, 1,9 billions) et Biden (Build Back Better, 3 billions) s'élève à près de 5 mille milliards de dollars, approchant ainsi, pour donner un ordre de grandeur, deux fois le PIB annuel de la France pour l'année 2020.

Toutes les crises ne se ressemblent pas et certaines d'entre-elles sont prévisibles. Un mécanisme assurantiel pourra donc dans certains cas être mis en place en amont⁹. Lorsque, suite à une crise de cette nature, l'État se porte au secours d'un acteur économique qui n'a pas saisi cette opportunité d'assurance ou de prévention cela veut dire que les

⁹ Tout récemment, suite à des gelées blanches, l'État français s'est empressé d'annoncer qu'il « débloquait » la somme d'un milliard d'euro pour venir en aide aux viticulteurs, arboriculteurs et agriculteurs frappés par le gel. Or, il existe, comme le rappelle le ministre de l'agriculture lui-même, des possibilités de s'assurer contre ce risque ainsi que des technologies permettant de réduire ce risque (filets, éoliennes, chaufferettes, enfumage, détecteurs...) Dès lors, la question qui mérite d'être approfondie est la suivante : pourquoi les victimes de cette catastrophe naturelle n'ont-elles pas souscrit à ces assurances ou investi dans ces technologies (quitte à passer ce surcoût dans le prix de vente de leurs produits) ?



contribuables *in fine* paieront pour l'insouciance de cet acteur. Pire encore, le seul fait d'anticiper que l'État volera au secours de ces acteurs génère de toute évidence un problème de hasard moral : pourquoi supporter le coût d'une assurance — et adopter un comportement responsable dans la gestion des risques — si je sais que l'État volera à mon secours si nécessaire ?

Pour réfléchir correctement à la meilleure stratégie financière face à la crise il faut, nous le voyons, distinguer entre les différents types de crise : pourquoi certaines activités économiques se retrouvent-elles en difficulté ? Plusieurs cas de figure peuvent se présenter : (i) Il peut s'agir, mais cela est plutôt l'exception, d'une crise dont *la cause est totalement déconnectée des choix des entreprises et de l'État*. On pense par exemple à des inondations, des cyclones, un tremblement de terre... Dans ce cas il faudra distinguer, ainsi que nous venons de souligner, les chocs prévisibles (et donc parfois assurables ou gérables) des chocs non-prévisibles. Dans ce dernier cas une aide financière de l'État sera plus facile à justifier. (ii) Il peut s'agir *d'un mauvais choix des entreprises* et la question se pose alors de la nécessité d'une aide financière (publique ou privée). En principe ce sera à celui qui prête d'évaluer si oui ou non un potentiel de rentabilité existe toujours. Dans le cas contraire, inutile d'ajouter de l'eau dans un seau percé ! Mieux vaut encore accompagner ces acteurs économiques dans une reconversion. (iii) Une variante du cas précédent se présente lorsque les entreprises ont fait *de mauvais choix suite à une politique publique mal inspirée*. Nous pensons par exemple à l'achat massif de produits toxiques plus ou moins « garantis » par l'État (les *subprimes* avec la garantie de Freddie Mac et Fannie Mae ou, aujourd'hui, les PGE). Il est fréquent en effet que les politiques monétaires ou réglementaires envoient les mauvais signaux aux acteurs économiques. Tôt ou tard, la réalité des besoins et des moyens rend certains investissements privés non-rentables et place les entreprises dans des situations de faillite. Mis à part le fait que l'État porte alors une partie de la responsabilité de la crise¹⁰, là encore, il faudra trier entre les

¹⁰ Une partie seulement car, si les entreprises et particuliers sont *incités* à faire de mauvais choix, ils n'y sont pas contraints.



entreprises qui peuvent « rebondir » et celles qui ne le peuvent pas. Sauver ces dernières revient à détourner le financement des projets les plus utiles.

La crise du Covid est une variante extrême de la dernière catégorie puisque l'État, suite à un choc exogène (la pandémie), *a contraint* un grand nombre d'entreprises à arrêter leurs activités de production ou *a freiné* l'écoulement de leurs produits et donc les recettes des entreprises. Plus que jamais l'État porte donc une bonne part de responsabilité dans la situation financière désastreuse de nombreuses entreprises. Pour autant, rien ne change dans la logique de financement : un tri devrait être effectué et des stratégies différentes devraient être utilisées pour les entreprises capables de rebondir et celles qui sont très probablement condamnées. Vouloir à tout prix figer l'existant par une aide massive, bloque la nécessaire et permanente adaptation du secteur productif.

Dans tous les cas de figure nous retrouvons les exigences habituelles d'une bonne stratégie de financement : il faut que le financeur possède une bonne connaissance des activités économiques sinistrées pour pouvoir en évaluer le potentiel futur. Or, nous l'avons rappelé, parce que la finance est une activité bien spécifique qui requiert des compétences et savoirs bien spécifiques, des intermédiaires spécialisés existent. C'est donc a priori par eux, les établissements financiers, que l'octroi de financement doit passer. Mais cela ne suffit pas : il faudrait que ces intermédiaires, spécialistes de la finance, portent la responsabilité de leurs choix.

La solution qui a été adoptée en France pendant la crise du Covid s'apparente à un compromis qui penche tout de même très fortement du côté d'un financement public et s'articule en deux volets : un volet à très court terme et un volet à plus long terme. Pour le volet à court terme, l'État a pris en charge le financement du chômage partiel des salariés ne pouvant plus travailler (27,1 milliards d'euros pour 2020 seulement). Il a également abondé à un tout nouveau Fonds de solidarité pour les entreprises, indépendants et entrepreneurs (21,7 milliards à ce jour¹¹).

¹¹ Source gouvernementale : <https://bit.ly/3y0yNCx>



Enfin, le secteur privé a été également sollicité, mais avec modération : les établissements financiers ont été incités à octroyer des financements aux entreprises mais en ne portant qu'une faible part de la responsabilité de leurs choix puisque l'État se porte garant de ces prêts (à hauteur de 90%). Le montant de ces Prêts Garantis par l'État (PGE) a dépassé aujourd'hui les 130 milliards d'euros¹².

Au-delà de l'aide directe aux entreprises en difficulté un ambitieux plan de relance a été voté. 100 milliards d'euros, financés pour 37 milliards par des subventions de l'Union Européenne et le reste par la dette¹³.

On le voit, le recours au secteur privé est très résiduel. Aurait-il pu être plus fort ? Nous le pensons mais cela relève d'un contrefactuel.

Conclusion : Des financements « exceptionnels » qui s'inscrivent dans le normal

Certaines des conséquences de cette stratégie de gestion de la crise apparaissent d'ores et déjà : la dette publique a grimpé pour atteindre de nouveaux sommets (115,7% du PIB fin 2020¹⁴) ; le déficit du budget de l'État pour 2020 a lui aussi battu tous les records pour atteindre 221,5 milliards d'euros représentant 9,2% du PIB. D'un autre côté les tribunaux de commerce n'ont jamais été aussi peu encombrés qu'en 2020¹⁵, le pouvoir d'achat des Français a légèrement accéléré (+0,6% en

¹² D'après la Fédération bancaire française (FBF), seulement 2,8% des demandes de PGE ont été refusés. <https://auris-finance.fr/prest-garanti-par-letat-pge-anniversaire-le-bilan/>

¹³ Source : Commission des affaires économiques du Sénat : <https://bit.ly/3iNjN5F>. Rappelons que l'Union Européenne a, de son côté, décidé de lancer un emprunt de 750 milliards d'euros pour relancer les économies de l'UE suite à la crise Covid.

¹⁴ Source : INSEE, <https://www.insee.fr/en/statistiques/5347884>

¹⁵ Le nombre de faillites avait chuté de 38% en 2020. Source : <https://bit.ly/2RK1jb4>.



2020) et l'épargne des ménages atteint des niveaux records. Certains souligneront que nous avons ainsi gagné « la paix sociale ».

Au-delà de ces effets directs, il est trop tôt pour évaluer les effets de plus long terme. Il est certain – parce que l'on connaît les mécanismes par lesquels ont été alloués ces aides – qu'une partie des aides versées n'auront fait que repousser des ajustements nécessaires (les entreprises qui traversaient des difficultés avant même que la crise sanitaire et les directives gouvernementales ne viennent perturber encore plus leurs activités), ou gonfler les trésoreries d'entreprises qui ne souffraient pas outre mesure de la situation. L'inconnu est dans le pourcentage de ces ratés et nous observons déjà que les faillites d'entreprises ont augmenté de 155 % en mars 2021, avec un taux de liquidation brute de 79 % qui représente un record selon les spécialistes de la question¹⁶. Si les établissements financiers ne sont pas directement menacés par d'éventuels défauts sur les PGE, il faudra bien tout de même, ainsi que nous avons tenté de l'expliquer tout-au-long de cet exposé, que ces financements soient remboursés.

Peut-être ne faut-il pas être trop sévères à l'égard des stratégies financières mises en œuvre pour répondre à un état d'urgence. Après tout il y avait urgence et, ainsi que nous le signalions à l'instant, on ne saura jamais comment aurait réagi le secteur privé en l'absence de ces aides. On peut toutefois à minima en tirer une leçon : il faut savoir se préparer à des urgences. Ainsi, un système financier privé qui connaît bien les entreprises pourra, par exemple, rapidement trier entre celles qui traversent des ennuis passagers et celles qui sont en perdition. Si cette connaissance n'est pas disponible, nous n'aurons d'autres choix que d'arroser les mauvaises herbes comme les bonnes. De même, dans

¹⁶ Source : <https://bit.ly/3wymZGr>. Les chiffres qui circulent concernant le pourcentage d'entreprises qui ne seront pas en mesure de rembourser leur PGE oscillent entre 5,5% et 45% (<https://bit.ly/3eA73Nh>). De nombreux analystes ont également souligné que ces prêts pourraient dans un futur proche fortement pénaliser les entreprises qui étaient déjà fortement endettées en 2019.



un environnement sain, les entreprises ne sont pas surendettées et peuvent s'appuyer sur des trésoreries solides.

L'évaluation des stratégies financières mises en place pour le plus long terme sera sans doute plus critique. Voici plusieurs décennies que l'État s'est imposé (ou désigné) comme l'un des grands argentiers de l'économie et la crise du Covid renforcera probablement cette tendance. Nous avons essayé d'expliquer pourquoi cette évolution est regrettable. Il n'y a pas de bonne stratégie de financement sans responsabilité et sans connaissance du terrain. C'est parce que l'on doit directement répondre des conséquences de ses choix que l'on est incité à rechercher et examiner scrupuleusement l'utilisation qui sera faite des fonds avancés.

En attendant, nos gouvernements, qui ne regardent pas à la dépense, se tournent vers « les géants de l'internet » — ceux-là même qui nous ont été d'une grande utilité pour traverser la crise — afin de les mieux taxer ; persuadés que l'argent sera mieux dépensé par eux que par les services de ces grandes entreprises innovantes. Qui oserait en douter ?