



**HAL**  
open science

## Les stratégies financières de crise

Pierre Garelo, Antoine Gentier

► **To cite this version:**

Pierre Garelo, Antoine Gentier. Les stratégies financières de crise. G&FP - Gestion & finances publiques : la revue, 2021, 3, pp.36-42. 10.3166/gfp.2021.3.005 . hal-03542970

**HAL Id: hal-03542970**

**<https://amu.hal.science/hal-03542970>**

Submitted on 6 May 2022

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

# Les stratégies financières de crise

Pierre GARELLO    Antoine GENTIER  
(FDSP, AMSE)        (FEG, AMSE)

**Mots-clés :** emprunt - coûts - stratégie - finance - responsabilité - liberté

Une stratégie financière doit aboutir à la rencontre d'une offre avec une demande de fonds en spécifiant les conditions spécifiques de cet échange et on doit naturellement s'attendre à ce que les temps de crise voient émerger des stratégies spécifiques. Pour apprécier la pertinence de ces stratégies nous rappelons les principes du financement des activités économiques en soulignant l'importance de la qualité de l'information des décideurs. Dans un deuxième temps nous nous penchons sur le rôle que l'État peut jouer en matière de financement (sections 2 et 3). Afin de correctement comparer les différentes stratégies de financement il est essentiel de prendre en compte les bénéfices mais aussi les coûts – directs mais, plus important encore, indirects – de ces stratégies (section 4). La prise en compte de tous ces paramètres conduit au plus grand scepticisme à l'égard des stratégies qui ont eu les préférences de nombreux États depuis le début de la crise de 2020.

**U**ne stratégie financière est nécessaire dès lors que les fonds sont rares par rapport aux besoins ; ce qui est souvent le cas... Elle doit aboutir à la rencontre d'une offre avec une demande de fonds en spécifiant les conditions spécifiques de cet échange. La stratégie choisie variera naturellement avec la situation du décideur tout comme, de façon plus générale,

les termes d'un contrat s'adaptent à l'environnement des parties. On doit donc s'attendre à ce que les temps de crise voient émerger des stratégies 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

proposés par les Présidents Trump et Biden s'élève à près de 5 000 Mds\$, approchant ainsi, pour donner un ordre de grandeur, deux fois le PIB 2020 de la France.

La question du mode de financement peut difficilement être dissociée de celle de l'objet du financement. Dans notre vie quotidienne nous faisons d'ailleurs sans cesse des allers-retours entre le « quoi financer » et le « comment financer ». C'est dans cette acception large de la stratégie de financement que nous nous plaçons ici. Pour apprécier la pertinence de différentes stratégies en temps de crise (section 5) nous rappelons dans un premier temps les principes de base du financement des activités économiques en soulignant l'importance de la qualité de l'information des décideurs ; qualité qui sera d'autant plus grande

que ces décideurs seront correctement motivés (section 1). Dans un deuxième temps nous étudions le rôle que l'État peut jouer en matière de financement dans l'optique traditionnelle de l'économie publique (section 2). Ce rôle particulier vient du fait que l'État a un accès exclusif à une source importante de financement : l'impôt (section 3). Enfin, nous expliquons que pour correctement comparer les différentes stratégies de financement, il est essentiel de prendre en compte tout à la fois leurs coûts – directs et indirects – mais aussi leurs bénéfices relatifs (section 4). La prise en compte de tous ces paramètres nous conduit au plus grand scepticisme à l'égard des stratégies qui ont eu les préférences de nombreux États depuis le début de la crise sanitaire et économique de 2020.

## 1 Nature et difficulté de la finance en général

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 la mise en place de 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 lancer mon entreprise sans attendre d'avoir accumulé les sommes nécessaires à ces dépenses.

Parce que cette activité est par essence liée au passage du temps elle est entourée d'incertitude et de risques. De fait, *la gestion du risque se retrouve au cœur de la finance*. Il s'agit de bénéficier des avantages d'un « commerce intertemporel » tout en maîtrisant les risques. C'est pourquoi cette activité est le plus souvent exercée par des spécialistes qui se placent comme des intermédiaires entre les emprunteurs et les prêteurs.

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 cette règle – est un processus de découverte. Il y a un besoin à satisfaire et des entrepreneurs proposent de nouveaux instruments, de nouvelles méthodes pour y parvenir. Il y aura des succès et

des échecs. On imitera ce qui fonctionne 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*. En bref, elle est essentielle à la dynamique des marchés.

Mais cette liberté doit 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 *usus, 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). 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 l'on peut s'approprier les gains d'une activité tout en mutualisant les éventuelles

perdes, on sera incité à prendre plus de risques. C'est de ce côté qu'il faut chercher la cause des crises financières passées.

Résumons ces paramètres simples mais essentiels : (i) La finance est une activité précieuse qui répond au besoin d'échanger « à travers le 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... (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.

## 2 Y-a-t-il un domaine *a priori* réservé à l'État en matière de financement ?

L'économiste part en général du principe que l'État doit intervenir lorsque les « institutions » fondées sur la coopération volontaire (marché, associations, famille...) ne parviennent pas à répondre à un besoin et que l'État est en mesure de le faire. Ce faisant, l'économiste développe en quelque sorte sa version du principe de subsidiarité. 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<sup>1</sup>.

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. 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 financés par le secteur privé mais mériteraient de l'être. 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 bénéficient. De même, personne ne voudrait financer la recherche fondamentale car ses bénéfices (« 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, l'État devrait en assurer le financement. Le raisonnement est convaincant mais il faut toutefois être pru-

dent. Tout d'abord, parce qu'il arrive plus souvent qu'on ne le pense que le secteur privé soit en mesure de répondre au moins partiellement à ces besoins (phares côtiers, recherche fondamentale, sécurité des personnes, protection de l'environnement...). Pourquoi donc enclencher la machine 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 d'inefficiences.

Au cours des dernières décennies le « principe de subsidiarité » a clairement été interprété de façon très large, pour ne pas dire « folklorique », et les conseils de prudence de l'économiste n'ont guère été entendus. Nos États modernes ont pris en charge, totalement ou en partie, le financement de très nombreux besoins : logements, musées, opéras, gestion de l'eau et des déchets, création cinématographique, écoles, universités, hôpitaux, retraites, assurances chômage, certaines infrastructures et même la banque d'investissement ! Parfois même l'État ne s'est pas limité à financer ces activités mais il s'est fait producteur (écoles, hôpitaux). Analyser les raisons profondes d'un tel accroissement des engagements financiers de l'État nous éloignerait de notre propos<sup>2</sup>, mais il est sans doute pertinent de noter que, face à la crise de la Covid-19, l'État s'est présenté déjà fortement endetté et, *de facto*, comme acteur clé de la gestion de la crise du simple fait qu'il lui avait été confié un nombre important de missions comme celle, pour ne citer qu'elle, de la gestion hospitalière.

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.

<sup>1</sup> Il est également possible que l'État soit parfois dans une meilleure position que le secteur privé pour répondre à un besoin de financement mais nous reviendrons plus tard sur cette possibilité.

<sup>2</sup> Deux ouvrages récents se sont employés à cette analyse de l'histoire des finances publiques en France : Jean-Philippe Feldman, *L'Exception française - Histoire d'une société bloquée de l'Ancien Régime à Emmanuel Macron*, Odile Jacob (2020), François Facchini, *Les dépenses publiques en France*, de Boeck (2021).

### 3 Les méthodes du financement public

L'impôt et l'endettement constituent la quasi-totalité des méthodes de financement de l'État. De par les pouvoirs qui lui sont conférés, l'État dispose donc, 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 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, revient à imposer toutes les encaisses monétaires à commencer par celles des épargnants. Le « coin fiscal », ou la perte sèche, est d'ailleurs le nom par lequel les économistes désignent cette partie des transactions qui ne se font plus en présence de l'impôt et qui réduit de manière notable le bien-être et le niveau de vie de la population. Dans un régime fiscal actuellement au bord si ce n'est au-delà du consentement à l'impôt (Gilets Jaunes, Bonnets rouges, Pigeons pour ne prendre que des exemples récents de révoltes fiscales), les marges de manœuvres sont réduites. Il est donc clair, et l'histoire le démontre amplement, que les sources du financement de l'État ne sont pas intarissables<sup>3</sup>.

Il serait inutile d'insister sur ce point si, d'une façon surprenante, la chose n'était pas aujourd'hui contestée. Il paraîtrait en effet que l'État n'a pas besoin de rembourser sa dette : lorsqu'une obligation arrive à échéance il suffit d'emprunter un montant équivalent pour honorer cette obligation. Ainsi, la seule dépense réelle qu'il resterait à financer par l'impôt serait l'intérêt de la dette (qui représente en 2020 quelques 30 Mds€, soit plus que ce que l'État dépense sur ses missions de justice et de sécurité combinés, ou encore plus qu'il ne dépense sur la recherche et l'enseignement supérieur).

Dans ce monde féérique le problème du financement disparaîtrait entièrement et avec lui la nécessité d'une gestion prudente du risque. 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 puisque, en cas d'échec, aucune conséquence vraiment fâcheuse serait à déplorer. Déjà qu'en temps ordinaire on peut redouter que l'État n'agisse de façon irresponsable puisque celui qui décide des projets à financer (le politique) n'est ni celui qui *in fine* les finance (le contribuable) ni celui qui en est le premier bénéficiaire (l'entreprise ou le particulier) ; si la dette n'a plus à être remboursée, la responsabilité – dont nous avons vu qu'elle est un pilier essentiel dans le choix des stratégies de financement – n'aurait même plus lieu d'être.

Évidemment ce monde merveilleux n'est pas le nôtre et nous ne l'aurions même pas évoqué si le discours ambiant ni faisait si fréquemment référence<sup>4</sup>. Le titre même de notre conférence (Quoi qu'il en coûte !) évoque d'ailleurs un peu ce monde merveilleux en suggérant qu'il n'y a aucune limite véritable aux financements qu'est en mesure d'apporter l'État.

Pourtant il devrait être clair que la politique du déficit public qui prévaut depuis 1972 est inflationniste. Certes les niveaux officiels de hausse des prix ne sont pas 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 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 € pour acquérir 1 g d'or en 2004 contre près de 50 € 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 et s'accompagne d'inflation patrimoniale. Les actions, les actifs fonciers et immobiliers et dernièrement les cryptomonnaies sont des lieux privilégiés de déversement de cet excès de liquidités issues de la création monétaire. 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.

### 4 Le financement par l'État : coûts et avantages

Quoiqu'il en soit, que la dette soit remboursée ou pas, il faudra 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 géné-

<sup>3</sup> Parce que l'État français semble se rapprocher du maximum du consentement à payer de la population on comprend mieux son attirance pour l'endettement.

<sup>4</sup> Un sondage Odoxa (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-19 doit être payée essentiellement par les riches. <https://bit.ly/3y2T8qV>. Le fait même qu'un tel sondage ait été commandité est révélateur ! Également révélateur le fait que, suite à une tribune signée par une centaine d'économistes réclamant l'annulation de la dette Covid-19, la Présidente de la BCE, Madame Lagarde, ait dû intervenir (*Journal du Dimanche*, 7 Fév. 2021) pour expliquer qu'il faut rembourser cette dette.

ral connu (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*. Il 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 ; son coût d'opportunité dira l'économiste. De même, lorsque l'État se tourne vers les marchés pour financer ses dépenses, l'argent investi en bons du trésor et autres obligations d'État ne l'est pas dans des projets privés. C'est là encore un coût d'opportunité. L'économiste parle d'*effet d'éviction* : l'investissement public chasse l'investissement privé. Malheureusement, les commentateurs se limitent trop souvent au coût direct du financement public en soulignant la faiblesse des taux d'intérêt auxquels l'État peut emprunter ; taux qui sont souvent inférieurs aux taux proposés au secteur privé.

Mais ce n'est pas tout. Nombreuses sont les conséquences indirectes de ce type d'action publique qui sont passées sous silence et qu'il nous faut évoquer, ne fût-ce que brièvement. Ainsi, l'impôt réduit 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 éloquente<sup>5</sup>.

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 » ? 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 payer l'intérêt ? Seront-ils plus rentables que les projets qu'aurait financés le 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 indiscutable<sup>6</sup>. 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. NewGeneration 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.

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

Pourquoi le secteur privé ne s'intéresserait-il pas à ces investissements ? La « masse » des individus serait-elle 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 avait d'autres projets ? Mais alors, sommes-nous certains que le projet financé par l'État est plus judicieux que celui que s'approprieraient 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 les entreprises en difficulté ?

Et puis, répétons-le, quels sont les bénéfices 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 bénéfices 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 des entreprises qui bénéficieront du financement ? 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 répond à un besoin ; et il s'appuie

<sup>5</sup> L'État Français dépense plus de 58 % du PIB (chiffre avant Covid-19) pour un taux de chômage supérieur à celui de l'Allemagne ou du Royaume-Uni.

<sup>6</sup> Une thèse que nous retrouvons récemment 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.



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 stra-

tégie financière sont ébranlés. 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.

## 5 Le financement dans un contexte de crise

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 amont<sup>7</sup>. 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 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 en cas de besoin ?

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 sont-elles en difficulté ? Plusieurs cas de figure peuvent se présenter :

– 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 peut paraître légitime.

– 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.

– 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, dans une autre catégorie, les prêts garantis par l'État ou 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 part de responsabilité dans la crise, là encore, il faudra trier entre les entreprises capables de « rebondir » et celles qui ne le peuvent pas.

– *La crise de la Covid-19* est une variante extrême de la catégorie précédente 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 : le financeur doit posséder une bonne connaissance des activités économiques sinistrées afin d'en évaluer le potentiel. Or, nous l'avons rappelé, parce que la finance est une activité bien spécifique qui requiert des compétences et savoirs bien spécifiques, des intermédiaires spécialistes existent. C'est donc a priori

<sup>7</sup> Tout récemment, l'État français annonce que sera « débloquée » la somme d'1Md€ pour venir en aide aux viticulteurs, arboriculteurs et agriculteurs frappés par le gel. Or, il existe des possibilités de s'assurer contre ce risque ainsi que des technologies permettant de réduire ce risque (filets, éoliennes, chaufferettes, enfumage, détecteurs...). La question qui se pose est pourquoi les victimes de cette catastrophe n'ont pas souscrit à ces assurances ou investi dans ces technologies (quitte à passer ce surcoût dans leurs prix).

par eux, les établissements financiers, que l'octroi de financement doit passer. Mais cela ne suffit pas : il faudrait que ces intermédiaires portent la responsabilité de leurs choix.

La solution qui a été adoptée en France pendant la crise de la Covid-19 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 Mds€ pour 2020 seulement). Il a également abondé un tout nouveau Fonds de solidarité pour les entreprises, indépendants et entrepreneurs (21,7 Mds à ce jour<sup>8</sup>). 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 Mds€<sup>9</sup>. Au-delà de l'aide directe aux entreprises en difficulté, un ambitieux plan de relance a été voté : 100 Mds€, financés pour 37 Mds par des subventions de l'Union Européenne et le reste par la dette<sup>10</sup>.

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 2020<sup>11</sup>) ; le déficit du budget de l'État pour 2020 a lui aussi battu tous les records pour atteindre 221,5 Mds€ représentant 9,2 % du PIB. D'un autre côté les tribunaux de commerce n'ont jamais été aussi peu encombrés qu'en 2020<sup>12</sup>, le pouvoir d'achat des Français a légèrement augmenté (+0,6 % en 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 cependant certain – parce que l'on connaît les mécanismes par lesquels ont été allouées 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 question<sup>13</sup>. 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-à-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 *a minima* en tirer une leçon : il faut savoir se préparer à des urgences. Ainsi, un système financier privé qui connaît bien les entreprises pourra plus rapidement trier entre celles qui traversent des ennuis passagers et celles qui sont en perte. Si cette connaissance n'est pas disponible, il n'y aura d'autres choix que d'arroser les mauvaises herbes avec les bonnes. De même, dans un environnement sain, les entreprises ne sont pas surendettées et peuvent compter 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 de la Covid-19 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. C'est pourquoi une stratégie de financement par les acteurs privés nous paraît préférable — à condition de veiller à ce que ces derniers soient tenus responsables de leurs choix.

<sup>8</sup> Source gouvernementale : <https://bit.ly/3y0yNCx>

<sup>9</sup> D'après la Fédération bancaire française, seulement 2,8 % des demandes de PGE ont été refusés. <https://bit.ly/3eA73Nh>.

<sup>10</sup> Source : Commission des affaires économiques du Sénat : <https://bit.ly/3uQyPLv>. Rappelons que l'Union Européenne a, de son côté, lancé un emprunt de 750 Mds€ pour relancer les économies de l'UE.

<sup>11</sup> Source : INSEE, <https://www.insee.fr/en/statistiques/5347884>

<sup>12</sup> Le nombre de faillites avait chuté de 38 % en 2020. Source : <https://bit.ly/2RK1jb4>

<sup>13</sup> <https://bit.ly/2RQd936>. Les chiffres qui circulent sur 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 souligné que ces prêts pourraient pénaliser les entreprises qui étaient déjà fortement endettées en 2019.