



La vulnérabilité du capitalisme financiarisé face au coronavirus

La crise actuelle est un avertissement pour l'avenir. Ce n'est pas un choc exogène car elle n'est pas sans lien avec la dégradation de la biodiversité dont nos sociétés capitalistes sont responsables. Elle vient frapper une économie mondiale où se sont accumulées les vulnérabilités financières héritées de la crise précédente. Dans ce contexte, la baisse du prix des matières premières et la course à la liquidité, qui s'est amorcée depuis l'extension de la pandémie à l'ensemble de la planète, pourraient bien venir retourner le cycle financier. L'endiguement de cette pandémie globale réclame une coopération internationale des politiques publiques qui ne reproduise pas les erreurs de 2008 : créer plus de dettes pour résoudre une crise financière provoquée par un excès de dettes. Au lieu d'ajouter à l'excès de dettes, mieux vaudrait protéger les citoyens par des apports directs de monnaie et les entreprises par un moratoire temporaire sur l'endettement. La solidarité aux niveaux européen et international sera cruciale.

La pandémie actuelle est un phénomène naturel qui n'est pas sans lien avec la dégradation de la biodiversité. Car la biodiversité est un amortisseur de la diffusion d'agents pathogènes. De son côté, le changement climatique, en provoquant la fonte du permafrost, diffuse des virus depuis longtemps enfouis, et donc inconnus. Le « choc » n'est donc pas exogène, comme les économistes aiment se représenter toute « anomalie » échappant à leur conception idyllique des économies de marché. Par sa brutalité et sa globalité, cette crise met en lumière la dégradation des rapports entre les sociétés et leur milieu naturel.

La crise économique provoquée par l'expansion virale ne vient pas frapper de l'extérieur une économie saine par ailleurs. C'est la soutenabilité du capitalisme financiarisé, déjà fortement ébranlée par la crise financière systémique de 2007-2008, qui est en question. Car cette crise n'a pas été résolue, mais noyée dans la liquidité monétaire et diffusée au monde entier par la même logique qui a nourri la grande crise financière : la prolifération d'apparence illimitée de l'endettement et sa généralisation au monde entier.

Nous voulons ici rendre compte des interactions entre les vulnérabilités financières héritées de la crise précédente et la paralysie économique provoquée par la crise pandémique.

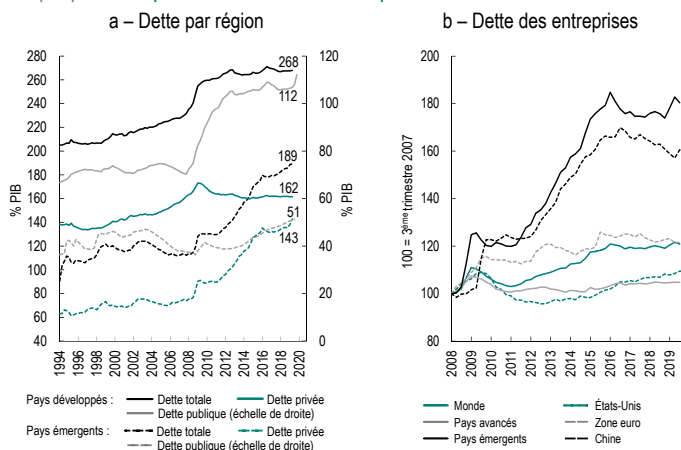
■ Les vulnérabilités financières accumulées

L'essor des vulnérabilités financières et de leur extension mondiale trouve son support théorique dans le concept de cycle financier dans les espaces nationaux et sa généralisation mondiale¹. Ces deux dimensions du cycle financier ont en commun la logique de la finance, dite de *momentum*, qui consiste à amplifier et non à amortir les fluctuations économiques. L'interaction auto-renforçante relie les conditions du financement des actifs, l'attitude des acteurs financiers face au risque et la dynamique du prix des actifs. Ce qui est crucial dans cette dynamique est que le risque s'accumule, tout en restant dissimulé, dans la phase euphorique d'essor des prix d'actifs, et se matérialise dans le retournement du prix des actifs et la consolidation financière qui s'ensuit. Dans la phase d'essor, le combustible est la montée de l'endettement. Le processus qui engendre la récession économique est la restauration de la solidité des bilans par le désendettement, dont la difficulté détermine l'ampleur et la durée de la récession. C'est ainsi que le capitalisme financiarisé dirige l'économie². Dans le régime néolibéral, l'intervention des autorités politiques et monétaires consiste à privatiser les gains et socialiser les pertes. Cette

1. Borio, C. (2019), A tale of two financial cycles, lecture University of Zurich, 19 novembre.

2. Aglietta, M., & Valla, N. (2017), *Macroéconomie financière* (6^e éd.), chapitre 7 : Les crises de la globalisation financière, La Découverte, 206-250.

Graphique 1 – Explosion de l'endettement depuis la crise financière de 2007-2008



Source : CEIC, Datastream.

doctrine entraîne une trajectoire d'augmentation à long terme de l'endettement dans les nations qui y sont soumises.

L'originalité des dix années qui ont suivi la grande crise financière est la généralisation mondiale de cette logique. Au lieu de se réduire après la crise, la dette totale des pays avancés (secteurs public et privé) est passée de 250 % de leur PIB en 2008 à 268 % en 2019 (graphique 1a) ; celle des pays émergents de 119 % à 189 %. Les pays émergents ont largement contribué à la trajectoire ascendante de l'endettement après la crise financière. En outre, l'essor de l'endettement dans le secteur privé a basculé d'un *momentum* polarisé sur les ménages des pays avancés, principalement des États-Unis, dans la première décennie du siècle, à une expansion de la dette des entreprises non financières, surtout focalisée sur les pays émergents, dans la deuxième décennie (graphique 1b).

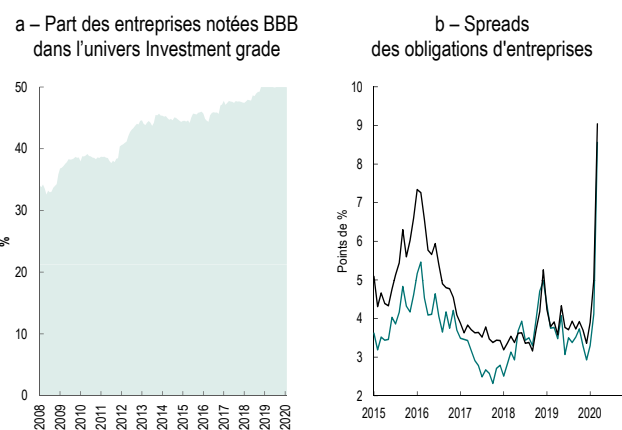
La formation d'un cycle d'endettement mondial pose des problèmes de vulnérabilité plus complexes que ceux qui résultent des cycles nationaux. Ils sont dus à la circulation des flux de capitaux et aux devises dans lesquelles ces flux sont exprimés. En outre, les deux types de cycles, nationaux et mondial, sont affectés par la transformation des structures financières qui a résulté des réformes prudentielles adoptées en 2009-2010 (Dodd-Frank Act aux États-Unis et Bâle III au niveau international). Ces réformes ont été concentrées sur les banques très impliquées dans la grande crise et n'ont pas porté sur leurs liens avec les acteurs du *shadow banking*. Elles ont subi des contraintes de bilan à leur actif (exigences de liquidités) et à leur passif (exigences de fonds propres), qui les ont amenées à réduire sensiblement leur rôle dans l'intermédiation internationale. Ce faisant, l'endettement international, surtout celui des pays émergents, a largement pris la forme obligataire et celle du crédit privé n'impliquant pas les banques commerciales. Il a aussi renforcé le rôle des intermédiaires financiers non bancaires constituant le *shadow banking* (*money market funds*, *asset managers*, *hedge funds*, *exchange-traded funds*³, *private equity funds*).

La dette des entreprises est donc devenue le cœur des vulnérabilités financières accumulées dans le secteur privé. Dans l'univers appelé *investment grade*, selon les agences de notation internationales,

l'accumulation des vulnérabilités s'observe sur le graphique 2a. Au niveau mondial, la part des sociétés notées BBB (la plus basse note possible dans cet univers) représente 50 % des émissions contre 34 % en 2008. Dans ce cas, toute détérioration des profits eu égard au coût du service des dettes fait basculer ces emprunteurs dans les dettes risquées et fait grimper leurs *spreads* de crédit, comme on peut le voir sur le graphique 2b, avec de grandes fluctuations depuis 2015 (données Bloomberg).

Le rôle du change est important dans ces vulnérabilités. Car la Réserve fédérale a continuellement mené une politique monétaire accommodante, même lorsque la croissance est repartie aux États-Unis, en raison d'une inflation demeurée trop basse par rapport à sa cible. Il en a résulté une surabondance de liquidités en dollars, et donc une baisse du dollar dont les entreprises non financières des pays émergents ont profité pour s'endetter. Le *shadow banking*, à la recherche de profits, a acquis des obligations américaines bon marché (*treasury bonds*) afin d'être en mesure à tout moment d'acquiescer sans coût la liquidité nécessaire pour financer les émissions d'obligations de ces entreprises et pour leur faire des prêts (crédit privé). Celles-ci subissent donc un double risque, financier et de change, si la balance des paiements de ces pays se détériore et provoque un retrait des capitaux de leurs prêteurs qui entraînerait une hausse du dollar. Car, dans une telle situation, le *shadow banking* cherche à retirer ses avoirs dans les pays concernés. Le dollar s'apprécie d'autant plus que la balance des paiements de ces pays est fragile ; ce qui place les entreprises emprunteuses devant une double contrainte de solvabilité et de liquidité. Cette configuration peut poser un problème systémique à la Réserve fédérale si les banques commerciales ne viennent pas à la rescousse et que le marché de gros de la liquidité en dollars s'assèche, comme il l'a fait à l'automne 2008. Aux États-Unis, même si la dette des entreprises non financières a augmenté modérément en dix ans, sa qualité s'est détériorée avec l'essor du crédit privé et le recours au marché du papier commercial.

Graphique 2 – Les entreprises au cœur des vulnérabilités financières



Note : les deux courbes représentent les écarts de taux (*spreads OAS* – ajustés d'un coût de couverture) observés sur les obligations à haut rendement des entreprises en Europe (trait vert) et aux États-Unis (trait noir), vis-à-vis respectivement des bons du trésor allemand et américain à 10 ans.

Source : Bank of America.

Source : Bloomberg.

3. Les *exchange-traded funds* (ETF) sont des fonds qui ressemblent à des fonds communs de placement en ce qu'ils investissent dans des paniers de titres. Ils s'en distinguent parce que leur univers d'investissement est plus large (mélange d'actions, de matières premières et d'obligations) et parce qu'ils sont eux-mêmes cotés en bourse.

C'est donc une finance dont la structure a été profondément transformée et qui souffre de vulnérabilités multiples qui affronte la crise pandémique.

■ L'impact du coronavirus sur la finance

L'épidémie de Covid-19 s'est déclenchée à la mi-janvier 2020 en Chine. Depuis octobre 2019, la confiance des investisseurs avait été renforcée par l'armistice dans la guerre commerciale sino-américaine. Selon la Banque des règlements internationaux (BRI), la valorisation boursière américaine avait atteint son sommet début janvier 2020. Parallèlement, le VIX (indicateur implicite de la perception des risques sur le marché boursier) était parvenu à un point bas et les *spreads* de crédit à haut rendement (*high yield*) avaient baissé de 60 points de base aux États-Unis et de 45 points en Europe⁴.

L'irruption du Covid-19 est venue inverser le sentiment optimiste des investisseurs une fois la menace de sa propagation mondiale comprise le 27 janvier 2020 : violente montée du VIX, forte baisse des rendements des titres d'État dans les pays avancés, hausse du dollar, effondrement du prix des matières premières, surtout du pétrole. Après une stabilisation précaire début février, la crise s'est engagée fin février en balayant les gains précédents : ventes massives des obligations à haut rendement, inversion de la courbe des taux sur les titres d'État américains, baisse des cours boursiers dans le monde entier, flambée du prix de l'or. Tous les signes du retournement de la phase euphorique du cycle financier dont l'expansion avait duré une dizaine d'années aux États-Unis ! Car, comme on l'a vu plus haut, le cycle américain transmet son impulsion au cycle mondial grâce à son influence prépondérante sur les pays émergents.

À la fin mars 2020 où ce texte est écrit, l'incertitude sur l'ampleur et la durée de la crise pandémique rend difficile l'analyse de l'ensemble des interactions qui vont se développer. Et ce d'autant plus que l'interaction entre la progression de la pandémie et la détérioration de l'économie mondiale est influencée par les rivalités politiques internationales.

Les phénomènes déjà perceptibles et susceptibles de retourner le cycle financier sont la baisse très forte du prix du pétrole et des matières premières en général, d'une part, et l'étranglement du crédit et la crise de liquidité, d'autre part.

L'effondrement du prix des matières premières

La baisse initiale de demande de pétrole en Chine a été amplifiée par la rivalité russo-saoudienne qui a provoqué un choc d'offre faisant tomber le prix du pétrole brut entre 30 et 40 dollars le baril. Lors de la baisse précédente en 2014-2015, les pays consommateurs d'énergie en avaient profité pour accroître leur demande, ce qui avait contribué au relèvement de la croissance en 2016-2018. Rien de tel cette fois-ci. L'Agence internationale de l'énergie s'attend à une baisse de la demande de pétrole en 2020, avec des effets sérieux sur l'économie mondiale.

Dans ce contexte, le risque de déflation devient tangible car, selon la Banque centrale européenne (BCE), une baisse de 10 euros du prix du pétrole fait tomber l'inflation de 0,3 point de pourcentage. Il s'ensuit que la chute du prix du pétrole et des autres matières premières renforce le risque d'une dépression économique globale.

Surtout, l'extension de la pandémie en Afrique aurait des conséquences dramatiques. Certes la jeunesse du continent est un atout face à la propagation du virus. Mais il manque cruellement des moyens médicaux pour y faire face et des moyens financiers pour les acquérir, d'autant que les exportations de matières premières s'effondrent. Le besoin d'une aide financière internationale massive est très urgent.

L'étranglement du crédit et la course à la liquidité

Dans un grand nombre de secteurs, les entreprises sont frappées simultanément par un choc d'offre, à cause de la désintégration des chaînes de valeur, et de demande, par contraction de la consommation des biens et des services. De nombreuses entreprises cherchent à réduire leurs dettes en même temps, en tirant sur leurs dépôts bancaires pour éviter la dégradation de leurs notations et les défauts qui pourraient s'ensuivre.

Mais, comme on l'a vu plus haut, la structure de l'endettement a beaucoup changé depuis 2009. Des investisseurs financiers non bancaires ont acheté des obligations d'entreprise dans le monde entier, des *leveraged loans*, et ont eu recours au crédit privé (non intermédié par les banques). D'après la BRI, l'exposition combinée de ces intermédiaires aux prêts à hauts rendements consentis aux entreprises non financières atteignait 600 milliards de dollars en 2018. Ce sont les fonds de *private equity* qui jouent le premier rôle dans l'intermédiation du crédit privé, notamment pour l'étendre aux PME.

La recherche du cash est ainsi devenue la préoccupation exclusive de toutes les catégories d'investisseurs financiers qui ont vendu massivement des obligations publiques en dollars dites sûres, obligeant la Réserve fédérale à prendre en charge le marché de gros de la liquidité, comme elle l'avait fait en 2008.

■ Les moyens d'action des autorités publiques

Les banques centrales ont fait preuve de promptitude face à la pénurie de liquidités. Mais les gouvernements, notamment européens, ont agi dans la dispersion face à la menace du virus, tandis que les États-Unis, dépourvus de système public de protection sociale, ont commencé à agir avec beaucoup de retard. Les mesures prises évoluent très vite. Nous allons essayer de dégager les principes d'action qui ont émergé et qui pourraient devenir les fondements d'un nouveau régime de croissance.

Comme l'a souligné Mario Draghi⁵, la coordination des banques centrales et des États doit être totale pour amortir les séquelles structurelles durables d'une récession profonde et inévitable. Les dettes publiques vont fortement augmenter et rester à des niveaux élevés. Cela implique des principes de politique économique rétablissant le leadership de la puissance publique sur l'économie, donc fort différents de ceux qui ont été forgés par le néolibéralisme.

Les banques centrales, acheteurs de titres en dernier ressort

Toutes les banques centrales des pays à monnaie convertible ont dû faire face à la ruée sur le cash. Les banques commerciales sont incitées à réintermédier le crédit et, pour préserver le plus possible les flux d'échanges

4. Bank for International Settlement (2020), a rude awakening for investors, *BIS Quarterly Review*, mars, 1-15.

5. Draghi, M. (2020), We must mobilize as if for war, *Financial Times*, 27 mars.

internationaux, la Réserve fédérale (Fed) a dû rétablir le réseau de swaps en dollars contre monnaie nationale avec les banques centrales partenaires. Ce réseau a été étendu à 14 partenaires. Toutefois, l'économie mondiale est devenue beaucoup plus multipolaire qu'en 2008. Il serait souhaitable que ce réseau soit élargi à la Banque populaire de Chine.

Concernant la politique d'achats de titres par les banques centrales, elle va considérablement augmenter pour absorber les surcroûts de dette publique. Sans doute, le besoin d'acheter des titres d'entreprise, obligations et peut-être actions, comme cela se fait au Japon, va devenir une option envisageable. C'est pourquoi la Fed a monté une facilité de crédit sur ce marché avec la garantie du Trésor.

De son côté, après quelques hésitations, la BCE a dû affronter le durcissement des conditions de crédit et la baisse des valeurs dans toutes les classes d'actifs. Son conseil des gouverneurs a décidé de créer un programme d'achat d'urgence pandémique de 750 milliards d'euros jusqu'à la fin de 2020. Les achats de titres publics dans ce nouveau programme seront flexibles, contrairement au quantitative easing (QE) actuel, pour lutter contre la fragmentation de la finance et les distorsions des prix du crédit.

Quant à la Banque du Japon, comme d'autres banques centrales asiatiques, elle a l'habitude d'acheter directement des actions, mais aussi des ETF, pour faire baisser les primes de risque et maintenir la stabilité financière. Pour faire face aux conséquences économiques de la pandémie, elle va établir une nouvelle facilité afin de prêter directement aux entreprises sans intérêts en prenant leur propre dette en collatéral.

Les États sommés d'assumer un leadership

Les gouvernements sont placés devant un dilemme. Ils veulent stopper au plus vite la crise épidémique, mais cela a pour conséquence d'accroître l'amplitude et peut-être la durée de la récession⁶. La liquidité des banques centrales et les stabilisateurs automatiques n'y suffiront pas. Il faut nécessairement s'engager dans des politiques discrétionnaires ambitieuses ; ce à quoi on a renoncé dans le régime néo-libéral.

Aux États-Unis, un compromis a été finalement trouvé au Congrès sur un plan de sauvetage de 2000 milliards de dollars. Mais l'absence de système public de protection sociale rend incertaine la manière dont il va être utilisé.

En Europe, même si la suspension des règles du Pacte de stabilité a été actée, la question de la charge ultime de la dette publique supplémentaire

est toujours ouverte. Comment va-t-elle se répartir entre les pays membres, la BCE et l'Union agissant collectivement ? Parmi les solutions possibles, celle qui témoignerait d'une avancée de l'intégration européenne serait l'émission d'euro-obligations⁷.

En France, au sein des 45 milliards pour soutenir l'économie paralysée par la pandémie, 15 milliards viennent aider les entreprises. Cela comporte le report des charges fiscales et sociales des entreprises, le dispositif de chômage partiel, le paiement des indemnités journalières pour les salariés contraints de s'arrêter de travailler et le fonds d'indemnisation des indépendants et commerçants.

■ Pas de solution aux problèmes globaux sans approche politique commune

Le néolibéralisme a imposé une économie de marché généralisée dans un monde politiquement fragmenté qui ne perçoit pas sa dépendance à la nature. Or les marchés ignorent les biens communs et leur détérioration en maux communs. La dégradation des écosystèmes par la destruction des habitats naturels conduit à la dissémination de virus qui vivent dans des espèces animales résilientes.

En raison de la globalisation de la pandémie, son endiguement implique une coopération mondiale des politiques publiques qui ne reproduisent pas les erreurs de 2008 : créer plus de dettes pour résoudre une crise financière provoquée par un excès de dettes. Il faut protéger les citoyens par des apports directs de monnaie et les PME par un moratoire temporaire sur l'endettement. La solidarité internationale est cruciale. Sans moratoire international et sans subventions, les pays en développement les plus pauvres, frappés par la contraction du commerce international et la fuite des capitaux, vont s'effondrer. En Europe, il faut une émission urgente d'euro-obligations, ciblées sur l'urgence sanitaire, en vue d'une politique budgétaire commune. Le monde d'après crise ne sauvera la globalisation que si les élites politiques du G20 comprennent qu'il faut nécessairement à cette dernière un système de règles multilatérales suscitant la coopération. Un Green New Deal Global est le seul avenir possible de la mondialisation.

Michel Aglietta & Sabrina Khanniche*
michel.aglietta@ceprii.fr

6. Gourinchas, P.O. (2020), "Flattening the pandemic and recession curve", *IMF Policy Brief*, (23), mars.

7. Claeyss, G., & Wolff, G.B. (2020), Covid-19 fiscal response: what are the options for the EU council?, Bruegel Blog Post.

* Michel Aglietta est conseiller scientifique au CEPRII, professeur émérite de science économiques à l'Université de Paris X Nanterre et ancien membre du Haut Conseil des Finances Publiques. Sabrina Khanniche est économiste senior à Pictet Asset Management (Genève).

La Lettre du



© CEPRII, PARIS, 2020

RÉDACTION :
Centre d'études prospectives
et d'informations internationales
20, avenue de Ségur
TSA 10726
75334 Paris Cedex 07

Tél. : 01 53 68 55 00
www.ceprii.fr – @CEPRII_Paris

RÉDACTRICES EN CHEF :
Isabelle Bensidoun
Jézabel Couppey-Soubeyran

DIRECTEUR DE LA PUBLICATION :
Sébastien Jean

RESPONSABLE DES PUBLICATIONS :
Isabelle Bensidoun

REALISATION :
Laure Boivin

La Lettre du CEPRII
est disponible en version électronique
à l'adresse :
<http://www.ceprii.fr/LaLettreDuCEPRII>

Pour être informé de chaque nouvelle parution,
s'inscrire à l'adresse :
<http://www.ceprii.fr/Resterinforme>

ISSN 0243-1947 (imprimé)
ISSN 2493-3813 (en ligne)
CCP n° 1462 AD

Avril 2020
Imprimé en France par le CGSP
Service Reprographie

Cette Lettre est publiée sous la
responsabilité de la direction du CEPRII.
Les opinions qui y sont exprimées sont
celles des auteurs.

RECHERCHE ET EXPERTISE
SUR L'ÉCONOMIE MONDIALE

