

Coronakrach



William Holbrook Beard. — "The Bulls and Bears in the Market", 1879.

Donc c'est reparti pour un tour ? En réalité, avec la mondialisation financière, on sait bien que le manège ne connaît pas la pause : la convulsion y est de droit et la tranquillité d'intervalle. Depuis belle lurette on voit venir la crise d'après — elle est désormais la crise présente.

Il ne faut cependant pas se tromper quant à sa nature. Dans la plupart des cas, les krachs proprement *boursiers* (c'est-à-dire n'impliquant que le compartiment des *actions*) sont davantage à grand spectacle qu'à grands effets. Celui de 1987 avait été absorbé comme une fleur, celui de la bulle Internet en 2001 était passé moins facilement, mais sans commune mesure avec les dévastations d'une crise de *dette* comme celle des *subprimes*. Au reste, sauf à tout confondre, la dégringolade des valeurs bancaires (c'est-à-dire du cours de leurs actions) n'a en soi aucune conséquence sérieuse : elle n'affecte que les détenteurs de ces valeurs, sans avoir en tant que telle le moindre effet sur la conduite des opérations des banques — et donc n'est, en soi, l'indice d'aucune nécessité de "*sauver les banques*". Que BNP Paribas perde 50 % en trois semaines, c'est totalement anecdotique, et n'inquiète que la direction qui voit sa boutique tellement dévalorisée en Bourse qu'elle en devient une cible affriolante pour une OPA.

Dans les marchés d'action ou dans les marchés de taux ?

Une crise financière ne devient réellement sérieuse que lorsqu'elle gagne les *marchés de taux*, les marchés de la dette (qu'on appelle aussi, à tort mais de manière parlante, les marchés de gros du crédit¹), où elle initie une vague de défauts en chaîne qui remonte inmanquablement aux banques — puisqu'elles sont les principales créancières. Là, on peut commencer à paniquer. Le canal du crédit est atteint : les banques réagissent dans la crise avec la brutalité symétrique de leur laxisme dans le boom : elles prêtaient n'importe comment, elles ferment le robinet n'importe comment, dès qu'elles réalisent combien leurs créances sont douteuses, et restreignent toutes les lignes de financement dont la continuité est vitale pour les entreprises. Mais plus encore, les banques sont unies entre elles par des liens de dettes-créances d'une densité sans équivalent dans le reste de l'économie, si bien que la propagation des défauts de paiement au sein de cet isolat particulier prend immédiatement des proportions nucléaires.

Un risque systémique est matérialisé sitôt qu'une banque se trouve mise en défaut, qui, à elle seule, peut faire diverger tout le réacteur du marché interbancaire, puis tous les marchés de gros du crédit, et sans même avoir besoin d'être très grosse — par sa taille de bilan, *Lehman*² était une entité relativement modeste, on connaît la suite (car ce n'est pas la taille, mais le degré d'interconnexion qui fait le plus à l'affaire). Or le risque systémique est, à part l'hyperinflation, la forme maximale du désastre

¹ À tort en effet puisque le crédit est une opération purement *scripturaire*, effectuée *ex nihilo* par une banque, alors que sur les marchés (obligataires) ne s'échangent que des *titres*, dont la souscription suppose une épargne préalable.

² Dont la faillite précipita la crise financière de 2008 ; lire "[Le jour où Wall Street est devenu socialiste](#)", *Le Monde diplomatique*, octobre 2008.

économique. Car, indépendamment de toute transmission à l'économie de production par le canal du crédit, ce sont les banques qui conservent les encaisses monétaires du public et gèrent l'infrastructure des paiements. Il s'en suit, si le système bancaire va à terre (et le problème est qu'à son niveau d'interconnexion interne, il y va, non pas par morceaux mais *dans un bel ensemble*) : plus de liquide au distributeur, plus d'accès à ses comptes, plus de paiement par chèque, retour au potager pour ceux qui en ont un et au stock de pâtes pour les autres. Indice parfait de ce que les élites néolibérales sont déterminées à ignorer les leçons les plus évidentes et les plus violentes de la réalité pour aller au bout du bout du profit, déterminées à ignorer le désastre environnemental qui vient comme le désastre financier qui revient, on se voit aujourd'hui à réécrire exactement ce qu'on écrivait il y a douze ans au moment de la crise des subprimes...

Pour l'heure nous n'en sommes pas là, très bien. Mais "*l'heure*", c'est combien de temps ? Ça n'était pas pour des nêfles que fleurissaient dès avant le virus les anticipations de crise bien cognée. Pour faire simple : la situation d'ensemble de la finance est la même qu'en 2007 *en pire*. Les volumes de liquidité en circulation sur les marchés n'ont cessé de croître depuis, les bulles ont enflé comme il fallait, merci ; les bilans bancaires sont loin d'avoir été tous nettoyés des suites des subprimes (en Italie, en Allemagne...), il reste donc de fameux points de fragilité au cœur de la race des seigneurs (*Deutsche Bank* notamment) ; le mouvement de "*consolidation*" (reprises et fusions...) post-2008 dans le secteur bancaire laisse les régulateurs avec sur les bras des institutions financières privées encore plus *too big to fail*.

On est fonds de pension, on doit servir des retraites capitalisées, et tout ce qu'on trouve autour est du 1 %, comment on fait ? Eh bien on fait comme d'habitude : l'acrobate

Là-dessus, l'aberration des taux zéro (ou négatifs), ajoute au charme général de la situation : car les taux zéros sont la condition du soutien à bout de bras des marchés financiers... mais ne laissent, du coup, aux investisseurs que des rendements misérables — or on veut être soutenu *et* faire son beurre : on est fonds de pension, on doit servir des retraites capitalisées, et tout ce qu'on trouve autour, c'est du 1 %, comment on fait ? Eh bien on fait comme d'habitude : l'acrobate. Ici l'acrobatie consiste d'une part à aller chercher les titres risqués (ceux qui offrent les plus hauts rendements), et d'autre part à pratiquer plus intensivement la leviérisation, équivalent des stéroïdes pour la rentabilité financière (voir l'encadré *en fin de texte*).

Or les titres risqués sont certes plus rentables, mais ils sont... plus risqués. Quant à la leviérisation, elle consiste à mettre beaucoup de dette dans le financement des opérations spéculatives, évidemment sous l'hypothèse que celles-ci tourneront bien et qu'on remboursera à l'aise — mais si elles tournent mal ? Si elles tournent mal, il y aura défaut de paiement, puisque les actifs acquis se mettent à moins valoir que la dette qui a permis de les acquérir — défaut à encaisser par la banque qui avait aimablement proposé ses services pour leviériser (prêter).

Propagation des crises de liquidité

La question est maintenant de savoir combien d'agents financiers vont se retrouver incapables de rembourser leurs leviers — et, à l'autre bout, combien de banques le bec dans l'eau et pour quels montants. La réponse dépendra en grande partie de la suite de la conjoncture boursière, du volume des pertes, de l'horizon temporel où elles pourraient être rattrapées, et de la capacité des agents

spéculateurs à refinancer entre temps leurs impasses... c'est-à-dire (plutôt) du bon vouloir des banques, compte-tenu de leurs propres anticipations et de la décision qu'elles prendront en conséquence : soit prendre le parti de voir au-delà de la fluctuation et d'accorder les crédits-relais à qui de besoin, soit estimer, vu la suite probable des événements, qu'il vaut mieux arrêter les frais et prendre ses pertes avant que tout ne s'écroule (et, arrêtant les frais, entraîner que tout s'écroule — délicieuses logiques de la finance).

Il est vrai que, question suite des événements, le gosse se présente par le siège. Car les tensions de liquidités vont apparaître dans tous les coins : pas seulement les agents exposés de la finance, mais aussi (surtout ?) ceux de l'économie réelle, et à tous ses étages. Celui de l'activité de proximité évidemment, commerces, PME, mais aussi l'étage "haut" de l'échange international. Où la mondialisation, en quatre décennies, a consisté en un immense processus de restructuration de la division internationale du travail, avec redistribution géographique des spécialisations et des activités, et repolarisations régionales — ainsi de la Chine, devenue sous-traitant industriel mondial. Mais précisément : si le sous-traitant est en carafe ? Les donneurs d'ordre restent avec leurs ordres sur les bras — des dépenses engagées mais rien à vendre à la fin. Par le jeu des répercussions de proche en proche, le potentiel de désorganisation de l'activité mondiale est considérable.

Là encore toute la question est celle de la durée de la fluctuation. Tant qu'elle dure, les trésoreries vont être mises à rude épreuve, et leurs demandes de refinancement vont venir se totaliser dans le système bancaire qui lui-même n'est pas exactement flambard — devant déjà faire face à celles qui proviennent des marchés d'action... et aussi des marchés de matières premières, pétrole notamment, où tout va également pour le mieux. Comme de juste, les tensions sur la liquidité des agents non-bancaires sont adressées aux banques, par là converties en tension sur la liquidité bancaire, elle-même allant chercher sa résolution auprès de l'institut d'émission, prêteur en dernier ressort. En d'autres termes, les demandes de refinancement, dans un premier temps concentrées dans le système bancaire privé sont redirigées pour validation ultime à la banque centrale.

Si l'épidémie a le bon goût de ne pas trop durer et de serrer un peu dans le temps son échelonnement géographique, ça peut passer sans trop de casse. Mais ça peut aussi ne pas

Il est difficile d'imaginer que cette dernière ne s'y prête pas. Pour autant, toute marge de manœuvre épuisée du côté des taux, il ne lui reste plus que le registre des mesures quantitatives : augmentation des volumes de refinancement, extension de leurs échéances, détente des critères d'éligibilité des collatéraux³ — bref, tout doucement, nous voyons se profiler à nouveau les mesures pudiquement dites "non conventionnelles" qui avaient fait les riches heures de la crise des subprimes... Si l'épidémie a le bon goût de ne pas trop durer et de serrer un peu dans le temps son échelonnement géographique, ça peut passer sans trop de casse.

Mais ça peut aussi ne pas. Car si le choc en lui-même est théoriquement absorbable, il survient sur une structure financière globale très dégradée et déjà structurellement instable. Nul ne connaît la carte des engagements des banques, et nul ne peut exclure qu'il ne s'en trouve certaines en des points du treillis où viennent se cumuler des défauts de toutes sortes (spéculateurs levierisés dans les marchés spéculatifs, agents de l'économie réelle) qui les mettront bientôt en situation d'illiquidité.

³ On appelle "collatéraux", les titres que les banques privées apportent en gage à la banque centrale en contrepartie d'un refinancement transitoire. Usuellement, seuls les titres de qualité supérieure (titres souverains triple A) sont éligibles auprès de la banque centrale, mais en situation de crise cette dernière peut se voir obligée d'en élargir la gamme vers des titres de moindre qualité.

Dans les marchés de gros du crédit, où elles sont très actives, et plus encore dans ce compartiment réservé qu'on appelle le marché interbancaire, on commencera bientôt à se regarder de travers pour jauger le risque de crédit, et plus largement le risque de contrepartie de chacun, c'est-à-dire pour supputer avec qui on peut dealer et avec qui on ne peut pas.

Mais la suspicion quand elle se réveille finit toujours par se trouver un objet. Sitôt que la rumeur soupçonneuse convergera sur l'un, comme ça avait été le cas avec *Bear Stearns* puis *Lehman*, le malheureux n'échappera pas aux rendements croissants de la mouscaille : on lui facturera le crédit plus cher, lui demandera davantage de collatéraux dans les appels de marge, bref on lui fera la vie cumulativement plus difficile à mesure qu'elle lui est déjà difficile ! Quand il est pris dans le feu croisé des soupçons, l'intéressé est cuit : certain d'aller à terre, car rien ne peut s'opposer à une opinion polarisée déchaînée, qui plus est se donnant raison à elle-même — puisque toute la réaction collective à une situation individuelle dégradée a pour effet de la dégrader encore davantage (délicieuses logiques etc.)

Inutile de s'imaginer protégés par une régulation qui aurait depuis
tiré-toutes-les-leçons-plus-jamais-ça

C'est alors que commencent les grandes catastrophes — comme celle de 2007. Inutile de s'imaginer protégés par une régulation qui aurait depuis *tiré-toutes-les-leçons-plus-jamais-ça*. Le chouïa de re-réglementation symbolique consentie à la suite des subprimes est totalement incapable de faire face au tsunami s'il se produit ; on se souvient avec quel talent la "loi de séparation bancaire" de Hollande n'a rien séparé du tout (il s'agissait de cloisonner banques d'investissement et banques de dépôts), de sorte qu'à nouveau les encaisses du public se trouveront exposées ; quant aux rêves en couleur de "l'union bancaire européenne", ils étaient surtout fait pour enjoliver les nuits *eurocroyantes*, et le fonds de garantie des dépôts, institué par cette union, a levé à peine quelques dizaines de milliards d'euros quand les montants à garantir sont de l'ordre du millier de milliards... Tout. Va. Bien.

Vers un krach général ?

Jusqu'à présent cependant, les crises financières se présentaient comme des événements propres à leur sphère seulement — la sphère des marchés, des banques, etc. Or la situation présente offre ce caractère remarquable, et inédit, que la crise financière y est, non pas "isolée", mais comme la métonymie d'une multitude de crises sectorielles arrivant à synchronisation : les crises du néolibéralisme, en cours de fusion-totalisation ; l'ensemble de la construction au bord du syndrome chinois.

L'hôpital, l'école, la recherche : tout comme à propos de la finance, on peut dire que le virus est le choc de trop survenant sur des institutions tellement démolies — par le néolibéralisme — qu'un supplément de tension les menace d'effondrement. S'il y a *coronakrach*, il ne s'agira pas "simplement" de krach financier : mais de krach général : tout était déjà au bord de craquer, tout va craquer pour de bon.

C'est bien sûr l'hôpital, en avance sur la finance, qui offre le spectacle le plus saisissant⁴ du krach général. Le néolibéralisme y a concentré ce qu'il avait de meilleur. La désorganisation est totale, la rationalité néo-managériale à son sommet d'irrationalité, tout a été *méthodiquement* détruit. Comme

⁴<https://www.monde-diplomatique.fr/2019/10/PIERRU/60490>

l'explique une tribune récemment parue⁵, le *bed management* dont s'enorgueillissait Agnès Buzyn il y a peu encore, qui soumet l'organisation au seul critère des flux tendus et du zéro-lit-libre — comme une entreprise *lean* recherche le zéro-stock, puisqu'il est de soi que *gérer des flux de malades* (les malades sont des particules de flux) ou de pièces détachées, c'est *idem* —, le *bed management*, donc, fait connaître toutes ses vertus : *lean* mais incapable de reprendre le moindre choc de charge.

Bien avant le virus, le monde hospitalier se criait déjà au bord de l'effondrement ; on imagine avec. Il ne faut pas se faire la moindre illusion : le gouvernement ne récupérera ni les 3 milliards d'ISF⁶ ni quelque partie des 10 milliards de CICE⁷ pour les donner à l'hôpital, mais on peut parier tout au contraire que, l'épidémie passée, et quelques tapes dans le dos distribuées devant les caméras, l'agonie managériale reprendra son cours à l'identique.

Le cas de la recherche, bien sûr est différent, mais pas moins illustratif : on a pu lire ce témoignage de Bruno Canard, spécialiste au CNRS des coronavirus⁸, qui raconte les merveilles de la gestion de la recherche "par projet" : incapable de continuité de long terme, soumise aux aléas des sujets "sexy" et aux fluctuations de la mode, soumettant les chercheurs à l'inepte bureaucratie des appels d'offre. Bref : sa recherche sur les coronavirus entamée au début des années 2000 a été mise en cale sèche, privée de financement par le revirement des tendances du glamour académique-institutionnel.

En matière de recherche, par définition, on ne sait jamais quoi débouche quand comment, mais on se dit tout de même qu'avec quinze ans de continuité on en saurait un peu plus. Comme à l'hôpital : sitôt la parenthèse fermée, la destruction managériale poursuivra, c'est-à-dire : on surréagira en mettant le paquet sur les coronavirus, mais en asséchant d'autres recherches dont l'utilité perdue n'éclatera que dans une décennie.

L'école, c'est encore autre chose. Normalement lieu de l'éducation à la prophylaxie en temps d'épidémie, les enseignants s'interrogent pour savoir si ce serait trop demander que de disposer de savon et d'essuie-main...

À propos de lavage de mains, on pense aux injonctions médiatiques quotidiennes, alors qu'il n'y a plus nulle part un flacon de gel hydro-alcoolique, la main invisible du marché doit avoir momentanément de l'arthrite, ou alors avoir été requise ailleurs.

Pendant ce temps le gouvernement se refuse à fermer les écoles, quitte à ce que les mioches porteurs sains aillent répandre le virus un peu partout, et non pas parce qu'il importe de maintenir la vie sociale dans une approximation de normalité mais parce qu'il importe surtout que les salariés restent rivaux à leur poste, exposés ou pas, malades ou pas, ça n'est pas la question.

Moyennant quoi Blanquer explique benoîtement devant des journalistes qui ont le répondant d'une chambre à air que les écoles restent ouvertes "parce qu'il faut que les infirmières puissent aller soigner les gens" — les infirmières : 2% de la population active, bravo Jean-Michel.

⁵ https://www.lemonde.fr/idees/article/2020/03/11/coronavirus-l-hopital-ne-peut-pas-fonctionner-comme-une-clinique-privee-qui-choisit-ses-patients-pour-optimiser-sa-plomberie_6032559_3232.html

⁶ <https://blog.mondediplo.net/2017-10-03-Le-service-de-la-classe>

⁷ <https://www.monde-diplomatique.fr/2018/02/BRIE/58360>

⁸ Lire son article sur le virus Ebola, "[Des treillis sous les blouses blanches](#)", *Le Monde diplomatique*, décembre 2014.

Coronakrach, le roi de tous les krachs

C'est l'état de démolition générale qui a installé depuis longtemps les conditions du krach général. On attendait juste la secousse, la voilà. Sans doute, comme à son habitude, la finance se distinguera-t-elle dans l'ampleur des destructions. Mais cette fois elle pourrait ne pas tomber seule, et l'ensemble fera alors un joli spectacle. Entre le scandale des candidats à la réa recalés faute de respirateur, et celui d'un nouveau sauvetage des banques à douze ans d'intervalle, la population ne manquera pas d'occasions de méditer sur les bienfaits de quatre décennies néolibérales. Et sur ses bienfaiteurs aussi.

En tous les sens du terme le coronavirus est un accusateur

En tous les sens du terme le coronavirus est un *accusateur*.

Il accuse — révèle, souligne — les effets des politiques néolibérales, leur nuisance désorganisatrice, leur toxicité générale.

Mais il accuse également, au sens plus courant du terme, tous ceux qui les ont conduites, et spécialement ceux qui les conduisent aujourd'hui — sans mauvais jeu de mots : à tombeau ouvert.

Ceux-là, qui ont porté l'ignominie politique à des niveaux inédits, ne perdent rien pour attendre. Il est vrai que le coronavirus leur achète un peu de temps. Car l'épidémie ne disloque pas que les institutions : également les conditions élémentaires de la politique de combat qui, comme toute politique, et même plus encore, suppose la co-présence compacte des corps. Cette dislocation-là heureusement n'est qu'une parenthèse.

Bientôt nous en sortirons, la tête pleine de souvenirs très frais et piquants... Joie de reprendre sans réserve l'espace public — et de tous ces nouveaux lieux à visiter, où adresser la note : sièges bancaires, salles de marché, ministères aux portes encore vierges, médias de service.

L'Élysée bien sûr, toujours.

Ici on pense inmanquablement à *La guerre des mondes* où de terribles puissances extraterrestres mettent l'humanité et la planète à sac, résistent aux armes les plus sophistiquées, mais sont vaincues sans crier gare par d'infimes créatures : microbes et virus précisément.

Se peut-il que le coronavirus, son pouvoir *accusateur*, son potentiel de scandale, soit l'agent inattendu de la chute du monstre ?

Coronakrach, le krach couronné, le roi des krachs, pourrait-il être d'une généralité qui étende son pouvoir de destruction jusqu'à emporter les destructeurs ?

☐ Effet de levier

On appelle levierisation la stratégie qui consiste à s'endetter pour financer une opération spéculative afin d'en obtenir une rentabilité financière démultipliée.

Soit un actif $A = 100$ de rentabilité intrinsèque $r_i = 10\%$. Cet actif livre donc un profit intrinsèque de 10.

Il est possible de financer pour partie l'acquisition de A moyennant une dette D , par exemple 80, elle-même contractée au taux d'intérêt $t = 5\%$. La rentabilité financière r_f , se distingue de la rentabilité r_i en ce qu'elle rapporte le profit net — net des charges d'intérêt — non à la valeur totale de l'actif (100), mais à celle seulement des capitaux propres entrés dans son financement, soit $100 - 80 = 20$. Les charges d'intérêt étant de $80 \times 5\% = 4$. Le profit net est donc $10 - 4 = 6$. La rentabilité financière vaut alors $6/20 = 30\%$.

À partir d'un actif de rentabilité intrinsèque 10 %, la levierisation a permis de dégager une rentabilité financière (rentabilité des capitaux propres) de 30 % (magique !).

Frédéric Lordon