

Mais il faut aussi, désormais, mesurer les facteurs de vulnérabilité des États-Unis.

D'abord, il faut noter la faiblesse de son système de santé, la minceur de l'indemnisation du chômage alors que les entreprises disposent de toute liberté pour réagir très brutalement en cas de difficultés, en taillant dans l'emploi. Et les défauts sur crédits immobiliers vont beaucoup augmenter avec le chômage, de même que pour ce qui concerne la dette étudiante.

Par ailleurs, les entreprises y sont surtout financées par le marché obligataire et nombre d'entreprises surendettées, notamment pétrolières, se retrouvent cotées sur le marché dit du « high yield »⁸ ou « haut rendement », très spéculatif.

Or, l'encours d'obligations dans le bilan des entreprises non financières, outre-Atlantique, est déjà passé de moins de 20 % en 2007 à près de 30 % en 2019, et dans cet ensemble l'encours des obligations d'entreprise à « haut rendement » a été multiplié par près de 4 entre le troisième trimestre 2008 et aujourd'hui. L'encours approche les 1 100 milliards de dollars sur

un total de 10 000 milliards de dollars de dettes d'entreprises. Or, dans la situation actuelle, les taux de défaut ne cessent d'augmenter sur ce marché « high yield ».

Par ailleurs, l'énorme dette publique des États-Unis va plus que jamais solliciter la liquidité du dollar à un moment où tous les endettés en dollar du monde vont eux-mêmes se précipiter pour la solliciter. Les risques sur le dollar vont augmenter.

Alors que la Chine s'est montrée capable d'endiguer la pandémie due au coronavirus en mettant entre parenthèses les exigences de profit, y compris des multinationales étrangères qui y sont implantées, le bras de fer économique et financier va se doubler d'un bras de fer sur le modèle de développement et les systèmes de valeur, avec la question cruciale des services publics et des pouvoirs des salariés et populations sur l'utilisation de l'argent.

Au lieu d'entrer dans une guerre d'attraction des capitaux avec les États-Unis, en faisant un bond en avant dans le fédéralisme et la soumission à la dictature des

marchés financiers, l'Europe devrait au contraire préserver et développer comme jamais son modèle social, contre le modèle anglo-saxon, en utilisant autrement la BCE et l'euro, et se rapprocher de la Chine pour imposer une alternative à l'hégémonie du dollar *via* une monnaie commune mondiale de coopération.

Quoi qu'il en soit, tout semble indiquer que l'on va vers des convulsions violentes.

Si reprise il y a, une fois le coronavirus terrassé, du fait d'un rattrapage de dépenses ajournées, celle-ci risque d'être extrêmement précaire et menacée par la guerre monétaire-financière entre États et entre multinationales.

Le déclenchement d'un super krach pourrait faire basculer le monde entier dans une dépression durable dont la conjuration exigera des luttes pour des changements très profonds chacun chez soi et avec les autres. La prétendue « démondialisation » est moins que jamais la solution. ■

8. Il rassemble les émissions obligataires des entreprises bénéficiant d'une notation allant de BB+ pour les mieux notées à D pour celles en situation de défaut. En raison des risques qu'elles comportent, elles offrent ainsi un rendement supérieur à ceux pratiqués sur le compartiment « Investment Grade » (valeurs disposant d'une notation allant de AAA à BBB-).

Crise mondiale : du déconfinement à la déconfiture

Yves Dimicoli

1. PEM, avril 2020.

Nous nous contentons ici de présenter une mise à jour du diagnostic de conjoncture au 20 mai 2020 et des prévisions du mois d'avril, toutes demeurant soumises à de fortes incertitudes.

Vers une récession mondiale historique

Dans le meilleur des cas, avertit le FMI, l'économie mondiale devrait connaître une forte contraction économique de 3 % cette année, « soit un recul bien plus marqué que lors de la crise financière de

2008-2009 »¹. Rappelons que la croissance mondiale avait ralenti avant la pandémie : 3,6 % en 2018 et 2,9 % en 2019.

Les pays avancés seront très affectés : États-Unis (-5,9 %), zone euro (-7,5 %), Royaume-Uni (-6,5 %), Allemagne (-7 %), France (-7,2 %), Italie (-9,1 %), Espagne (-8 %). Seule l'Asie par-

viendrait à afficher une légère croissance positive, 1,2 % pour la Chine et 1,9 % pour l'Inde, insignifiante en regard des besoins immenses de leurs populations.

Avant la crise sanitaire, l'OIT estimait déjà à 25 millions le nombre d'emplois supprimés en 2020. Ce sera largement dépassé : 38 % de la population active

2. *Ibid.*

3. Organisation de Coopération et de Développement Économique qui fournit des études économiques à ses 37 pays membres, lesquels sont considérés comme « développés » et ont en commun un système de gouvernement considéré comme démocratique et une économie de marché de type capitaliste. Pour les données sur le chômage, voir le communiqué du 13 mai 2020 sur <www.oecd.org>.

4. Oxfam : *Le prix de la dignité*, 9 avril 2020, 21 p. <www.oxfam.org>.

5. OMC, *op. cit.*, *ibid.*

6. <www.oecd.org>. Paris, 12 mai 2020.

7. E. Ribakova, B. Hilgenstock et J. Fortun : « Macro Notes : 2020 Capital Flows Outlook for Emerging Markets » Institute of International Finance (IFI), 8/04/2020, <www.iif.com>.

8. Bureau national des statistiques, 17 mai 2020.

9. E. Ribakova et alii, *op. cit.*

10. *Les Échos*, 5 mai 2020.

11. *Ibid.*, 6 avril 2020.

12. *Op. cit.*, *ibid.*

13. Banque mondiale, *Un choc à nul autre pareil : La pandémie de Covid-19 ébranle les marchés des produits de base*, 23 avril 2020, <www.banque-mondiale.org>.

14. FAO, *Les prix mondiaux des denrées alimentaires baissent de nouveau en avril*, 7 mai 2020, <www.fao.org>.

15. <www.boursedirecte.fr>.

mondiale (1,25 milliard de personnes) sont directement menacés car « intervenant dans un des secteurs paralysés par la pandémie »², notamment au Moyen-Orient et en Asie.

Le chômage devrait croître de 40 % dans la zone euro cette année, selon le FMI : 9,2 % de la population active en 2020 contre 6,6 % en 2019. Il pourrait tripler aux États-Unis. De fait, le taux de chômage dans la zone OCDE³ était en hausse à 5,6 % en mars 2020 (contre 5,2 % en février 2020), soit 37 millions de chômeurs (+2,1 millions). Les premières données d'avril recueillies par l'organisation « reflètent une hausse sans précédent », notamment aux États-Unis où le taux de chômage atteindrait 14,7 % (4,4 % en mars).

Selon un rapport d'Oxfam⁴, ces chocs sur l'emploi pourraient faire basculer un demi-milliard d'habitants dans la pauvreté, « effaçant les progrès enregistrés ces dix à trente dernières années ».

Le FMI prévoit, par ailleurs, que le commerce mondial s'effondrerait de plus de 10 %. L'Organisation mondiale du commerce (OMC) prévient, elle, que, « dans le scénario le plus optimiste », le volume des échanges mondiaux de marchandises se contracterait de 13 % cette année. Si la pandémie perdure, il chuterait de « 32 % ou plus »⁵.

Quel que soit le scénario retenu, assure l'OMC, toutes les régions du monde subiront une baisse à deux chiffres des flux. Elle reconnaît que, dès avant la pandémie, le commerce mondial avait fléchi.

Les dernières données de l'OCDE témoignent d'un « effondrement sans précédent des indicateurs composites avancés dans la plupart des grandes économies »⁶. En Chine, cependant, l'indice global (ICA) suivi par l'Organisation pour le secteur manufacturier « présente des signes d'une possible inflexion positive ; les données du mois d'avril et une importante révision du mois de mars sont à l'origine de cette inflexion positive ».

Fragilité des pays émergents

Pandémie et chute des prix du pétrole y auraient provoqué « les sorties de fonds les plus importantes jamais enregistrées au premier trimestre 2020, dépassant les pires moments de la crise de 2008-2009 »⁷. Selon la même source, les entrées totales de capitaux étrangers n'y atteindraient cette année que 444 milliards de dollars, très en deçà des 937 milliards de dollars de 2019. La Chine elle-même n'enregistrerait qu'une entrée de 304 milliards de dollars, le plus bas niveau depuis 2004, alors que son économie a connu, pour la première fois depuis plus de quarante ans, un repli au 1^{er} trimestre (- 6,8 % sur un an)⁸.

Cela pourrait interdire à de nombreux émergents « de continuer d'enregistrer d'importants déficits des comptes courants »⁹, contraints alors, soit de puiser dans leurs réserves, soit de faire appel à l'aide multilatérale. Ainsi, ceux d'entre eux qui se sont beaucoup endettés en dollars voient le service de leur dette croître à mesure que leurs monnaies nationales se déprécient. Les spéculateurs tapent surtout sur celles des pays dont la dette extérieure est jugée supérieure à leurs réserves de change. C'est loin d'être le cas de la Chine dont le yuan résiste au choc¹⁰.

Le FMI prévoit que le ratio mondial de la dette publique au PIB passerait de 105,2 % en 2019 à 122,4 % en 2020, du fait de la récession et des plans de sauvetage des États, ce qui expose à de très graves déconvenues en cas de remontée des taux d'intérêt.

Mais, « pour parer l'avenir » et tant que les taux d'intérêt sont faibles, les endettements privés, surgonflés depuis 2008-2009, s'emballent aussi. La dernière semaine de mars, les entreprises américaines ont emprunté plus de 110 milliards de dollars sur le marché, après un record de 109 milliards la semaine précédente. En France, les entreprises ont émis, la même semaine, pour 40 milliards d'euros d'obligations, ce qui est habituellement le volume constaté sur tout le mois¹¹. Les investisseurs

dont les poches débordent de *cash* se ruent sur ces dettes nouvelles, ne sachant de quoi sera fait demain.

Pourtant, malgré ce panorama catastrophique, le FMI prévoit une atténuation de la pandémie au second semestre 2020 et un relâchement progressif des efforts d'endiguement tels que « l'économie mondiale devrait croître de 5,8 % en 2021 grâce au soutien des pouvoirs publics ». Il note tout de même que « les risques de conséquences encore plus graves sont considérables »¹²....

Cyclone sur les marchés de matières premières

Pour la Banque mondiale, le choc subi par ces marchés est « à nul autre pareil »¹³.

Le prix du baril de pétrole Brent a chuté jusqu'à 15,98 dollars le 21 mars du fait de l'ampleur de la mévente et des limites du stockage. Depuis, la remontée est lente. La Banque mondiale prévoit un prix moyen du baril à 35 dollars cette année, (-43 % sur 2019).

Les marchés agricoles sont aussi frappés. Selon l'Organisation des Nations unies pour l'alimentation et l'agriculture (FAO), les prix mondiaux des denrées alimentaires ont baissé pour le troisième mois consécutif en avril¹⁴ à un niveau inférieur de 10 % à celui de janvier.

Dans ce contexte, les pays d'Afrique du Nord et du Moyen-Orient, qui comptent pour un tiers des importations mondiales de blé, mais aussi ceux d'Afrique noire, sont particulièrement vulnérables. En effet, malgré une production record, les prix du blé et du riz, denrées de base les plus consommées dans le monde, ont beaucoup grimpé¹⁵. Craintes de pénuries et de l'inflation, perturbations des rizeries et spéculations expliquent ces embardées.

Selon le Programme alimentaire mondial (PAM)¹⁶ de l'ONU, 265 millions de personnes, dans les pays à faible et moyen revenus, seront au total menacés de « crise alimentaire aiguë » cette année, 135 millions de personnes supplémentaires y étant confrontées désormais.

Embellie sur les marchés financiers

Du 30 mars au 1^{er} mai, 30 millions d'Américains se sont inscrits au chômage. Mais, sur la même période, Wall Street a gagné 13 %, sa meilleure performance depuis 1987. Les places européennes ont suivi plus modestement : l'EURO STOXX 50, indice boursier de la zone euro, a gagné 5 %, le DAX allemand a pris 9 % et le CAC 40 a augmenté de 4 %.

Alors que les États-Unis sont le nouvel épicode de la pandémie Covid-19, que faillites et suppressions d'emploi s'y multiplient, le ratio « capitalisation boursière/PIB » (*Buffett Indicator*) a dépassé, début mai, 156 %, à comparer aux 66,7 % enregistrés en moyenne en 2009¹⁷.

Les marchés exercent donc une formidable pression à la hausse des profits des entreprises au moment-même où celles-ci se heurtent aux pires difficultés. Et le pire c'est qu'ils gardent confiance. Deux raisons à cela.

D'abord, outre-Atlantique, les règles sont si peu protectrices pour les salariés que les actionnaires peuvent compter sur un ajustement rapide et violent

pour effondrer la part des salaires dans la valeur ajoutée. Malgré tout, grâce aux luttes, cela demeure encore moins simple en Europe.

Mais il y a, deuxièmement, la confiance perverse dans le fait que l'État américain et, surtout, la Banque centrale (Fed) vont tout faire pour maintenir à flot la mécanique des profits financiers.

C'est aussi le cas en Europe. De fait, les banques centrales, Fed, BCE, Banque d'Angleterre et Banque du Japon (BoJ) en tête, ont fait en quelques semaines ce qu'elles avaient fait en un an pour éteindre l'incendie sur les marchés en 2008. Leurs interventions vont porter à plus de 12 % du PIB mondial la masse des liquidités fournies, contre 8,3 % avant le choc sanitaire. Les deux tiers de cette avalanche d'argent frais viennent de la Fed, d'où cette indécente euphorie à Wall Street.

La Fed usurier en dernier ressort du monde

Les banques centrales redoublent dans le rôle de coupe-feu qui avait été le leur en 2008-2009. En 2007, le bilan des trois

principales banques centrales occidentales (Fed, BCE, BoJ) totalisait 3 400 milliards de dollars. Il était de 14 600 milliards de dollars en février dernier, juste avant la pandémie.

Quand celle-ci s'est déclarée, la Fed a acheté en deux mois pour 2 000 milliards de dollars de titres sur les marchés, surtout de la dette US, en contrepoint du très coûteux plan de soutien des profits et de l'économie décidé par Trump¹⁸.

La BCE, quant à elle, aura injecté pour 1000 milliards d'euros sur l'ensemble de l'année, 750 milliards s'ajoutant, le 18 mars, à d'autres plans en cours. Elle détient 20 % des dettes publiques de la zone euro et cela pourrait grimper jusqu'à 25 % en 2020, malgré les atterrissements de la Cour constitutionnelle de Karlsruhe¹⁹.

Ainsi, les banques centrales, transgressant à bas bruit leurs objectifs monétaristes, « monétisent » de fait les dettes accumulées par les États sur les marchés financiers pour empêcher un effondrement des économies réelles pillées par la finance de marché. Un cycle infernal!

Dès 2009, *Économie et Politique* avait repéré combien ce

16. Rapport mondial sur les crises alimentaires, 20 avril 2020, <fr.wfp.org>.

17. J. Mislin, « Market Gap to GDP: An Utilization Look at the Buffet Valuation Indicator », *Advisor Perspectives*, 5/04/2020, <www.advisorperspectives.com>.

18. Validé par le congrès, il se monte à 2000 milliards de dollars, soit environ 10 % du PIB ou la moitié du budget fédéral annuel. Selon le chef des sénateurs républicains, « c'est un investissement digne d'un temps de guerre pour notre pays », *Le Monde*, 26 mars 2020.

19. Dans son jugement rendu le 5 mai, la Cour constitutionnelle allemande a demandé au Conseil des gouverneurs de la BCE de démontrer que les objectifs de politique monétaire de son programme d'achat de titres du secteur public ne sont pas disproportionnés par rapport aux effets de politique économique et budgétaire de ce programme.



système prétendant lutter contre la déflation généralisée, en tentant d'endiguer d'abord celle du marché financier, conduisait à l'essor de comportements accentuant les causes de déflation réelle (spéculations, rachats d'actions, fusions&acquisitions, orgie de dividendes, surendettement, investissements contre l'emploi...).

Aujourd'hui, prétendant tirer les leçons de ces biais, les Banques centrales cherchent à diversifier les bénéficiaires de leurs liquidités, sans du tout en changer les critères d'allocation (obligations d'entreprises, même mal notées, et de municipalités). En outre, en Europe surtout, les objectifs de ces opérations vont se faire sous couleur verte, l'intention écologique tapageusement affirmée étant contredite par le respect des mêmes critères d'attribution des fonds et le maintien du même système de pouvoirs sur leur utilisation.

Comme le relève la rédaction du journal *Les Echos*²⁰, « Nous répliquons un modèle qui vient de révéler ses limites avec la pandémie, un modèle d'endettement et de bulles ». Et cela, sous l'étendard du dollar.

Dès avant la pandémie, en effet, une course au billet vert, dont la part dans les échanges (swap) de devises est massive, révélait un risque de pénurie de cette devise perturbant les marchés financiers en dollars²¹. Après le choc pandémique, la course s'est transformée en ruée, provoquant une raréfaction du dollar comme en témoigne la flambée du coût de ces échanges contre du billet vert²². Ce phénomène tient aux besoins très accrus de refinancement en dollar des investisseurs institutionnels (sociétés d'assurance, fonds de pensions, gestionnaires d'actifs) face à un assèchement de l'offre de dollars des banques et fonds monétaires.

Comme le note une étude récente²³, « Endossant le rôle de prêteur en dernier ressort global que lui confère son statut d'émetteur de la monnaie d'échange et de réserve internationale [...] la Fed a réactivé les accords de swap [...] conclus en 2008 avec 14 autres banques centrales » dont la BoJ et la BCE ont été les plus friandes à ce jour. L'étude ajoute : « En pratique, ces tirages contri-

buent très largement au refinancement des banques résidentes aux États-Unis... Quel besoin d'une véritable monnaie commune mondiale pour s'émanciper de ce système mortifère !

La zone euro enlisée dans la finance

Selon les prévisions de printemps de la Commission européenne (6 mai), le PIB de la zone euro reculerait de 7,7 % cette année et celui de l'UE de 7,4 % (-9 points par rapport aux prévisions d'automne). Quatre des pays membres verraient leur PIB dévisser : la Grèce (-9,7 %), l'Italie (-9,5 %), l'Espagne (-9,4 %) et la France (-8,2 %). D'autres limiteraient un peu la casse : la Finlande (-6,3 %), l'Allemagne (-6,5 %), les Pays-Bas et le Portugal (-6,8 %). En zone euro, le taux de chômage grimperait à 9,6 % en fin d'année, (+2 points par rapport à fin 2019) et dépasserait 10 % en France, contre 8,5 % à fin 2019.

L'INSEE a confirmé l'ampleur des difficultés françaises : l'activité aura baissé de 33 % selon son évaluation publiée le 7 mai, un frémissement infime par rapport aux 36 % évalués le 9 avril. L'institut estime d'ailleurs que, pour la croissance, « l'impact négatif restera supérieur à 6 points de PIB annuel, car la reprise sera progressive ». Déjà, au 1^{er} trimestre, le PIB avait chuté de 5,8 %.

Ce violent recul de l'activité s'est traduit par la destruction nette de 453 800 emplois, soit une chute de 2,3 % de l'emploi salarié, avec un très lourd tribut payé par l'intérim et les services marchands.

Aussi, l'hypothèse d'une baisse de croissance de 8 % retenue dans la loi de finances rectificative du 25 avril apparaît-elle peu crédible²⁴. Ce scénario suppose que les Français, qui disposaient d'une épargne forcée de 55 milliards d'euros en fin de confinement, se mettent à consommer comme des fous, alors que le climat est à une perte majeure de confiance dans l'avenir. Sans désépargne, la baisse de croissance du PIB se chiffrerait à 11 % et la dette publique dépasserait 121 % du PIB.

Mais l'inquiétude concerne toute la zone euro. L'Italie est particulièrement vulnérable avec une dette

publique qui dépasserait 150 % du PIB cette année, ce qui, par le jeu des agences de notation, fait courir le risque d'une fragmentation nord-sud de la zone. Mais outre-Rhin l'heure n'est pas plus à la sérénité. Selon le ministre de l'Économie : « Nous allons vivre la pire récession de l'histoire de la République fédérale d'Allemagne. »

Après que chaque État eut décidé de commencer par dépenser, au total et en ordre dispersé, 120 milliards d'euros et jusqu'à 2000 milliards d'euros à fin mai, pour soutenir les profits domestiques, la Banque centrale a ouvert un nouveau programme d'intervention de 750 milliards d'euros

Puis, les dirigeants européens se sont accordés, non sans frictions nord-sud, sur la mise en place d'un filet de sécurité de 540 milliards d'euros pour les États membres (qui soutiennent les profits domestiques), *via* le mécanisme de surveillance des marchés, pour les entreprises (qui maximisent leurs profits) *via* la Banque européenne d'investissement et pour le chômage partiel (qui maintient la demande finale nécessaire aux profits), *via* le nouvel instrument de la Commission européenne, SURE. Tout cela par appels accrus aux marchés financiers.

Mais inquiétudes et divisions n'ont pas reculé. Aussi l'Allemagne et la France ont-elles décidé de soutenir la création d'un « Fonds de relance » de 500 milliards d'euros en dépenses budgétaires de l'UE pour les secteurs et régions les plus touchés. Financé par la Commission européenne *via* des emprunts sur les marchés financiers au nom de l'UE, il sera mis en œuvre « sur une base juridique respectant pleinement le traité européen, le cadre budgétaire de l'UE et les droits des parlements nationaux [...] Il s'agira d'un complément exceptionnel avec un volume et une date d'expiration clairement spécifiés, et qui sera lié à un plan de remboursement contraignant (...) sur le budget de l'UE »²⁵.

On est loin des « Coronabonds » et même de l'idée de Fonds fédéraliste de Macron, mais c'est un petit pas vers une forme temporaire, ciblée et, en fait, conditionnelle de fédéralisme budgétaire pour rassurer les marchés financiers, y emprunter toujours pour attirer les capitaux et soutenir les profits. ■

20. R. Hiault, « Nous sommes entrés dans une économie de bulles et de dettes », *Les Échos*, 17 et 18 avril 2020.
21. Y. Dimicoli, « Une monnaie commune mondiale pour s'émanciper du dollar », *Économie et Politique*, janvier-février 2020 (786-787), p. 65-68.
22. S. Avdjiev, E. Eren et p. McGuire : « Dollar funding costs during the Covid-19 crisis through the lens of the FX swap market », *BIS Bulletin* N° 1, 1^{er} avril 2020, 6 p.
23. C. Choulet, « La Fed, prêteur en dernier ressort global », *Eco-*