

## Le jour des morts vivants



Le capitalisme est un système darwinien. Certains entrepreneurs réussissent ; leur dynamisme porte la croissance de l'économie. Les plus faibles finissent par périr ; leurs actifs sont repris par des entreprises plus solides ou plus agiles, leurs salariés sont contraints de chercher un nouvel emploi. Le système est cruel pour l'entrepreneur failli, qui a pu subir les aléas de la conjoncture, ainsi que pour les salariés, qui ne sont pas responsables des erreurs stratégiques commises par leurs dirigeants. Mais, dans ce monde en mouvement, la réallocation permanente du capital et du

travail vers les entreprises les plus dynamiques se traduit au global par une plus grande productivité, garante sur le long terme du progrès économique.

Cette théorie « schumpetérienne » commence toutefois à avoir du « plomb dans l'aile ». Certes, les plus entreprenants, tels Jeff Bezos, Jack Ma ou Elon Musk, ont réussi à percer en quelques années ou dizaines d'années. Mais les plus faibles deviennent de plus en plus résilients, refusant de mourir, pesant sur la vitalité des économies.

Ces « zombies » des temps modernes sont apparus après l'implosion de l'économie japonaise au début des années 1990. Les banques nippones, trop nombreuses et insuffisamment capitalisées, ont préféré continuer à prêter à des entreprises incapables de générer la trésorerie suffisante pour rembourser à terme le capital, et parfois même tout ou partie des intérêts. Il a fallu une vaste restructuration du système financier à la fin de la décennie pour assainir la situation.

Profitant de l'assouplissement monétaire depuis le début du siècle, les « zombies » ont proliféré dans le monde. Selon la Banque des Règlements Internationaux, avant la pandémie, une entreprise sur six pouvait être qualifiée de « zombie » dans les pays développés (contre une sur 20 dans les années 1980). Les investisseurs sanctionnent ces entreprises. Leur capitalisation boursière est nettement inférieure à leur valeur comptable.

### **Pourquoi une telle accélération ?**

Les banques sont moins contraintes par la nécessité de faire le ménage dans leurs portefeuilles de crédit depuis que les taux d'intérêt sont devenus proches de zéro. Le coût de portage de la mauvaise dette est moins douloureux. Ce d'autant que la réglementation sur les faillites ne permet parfois pas aux créanciers de se rémunérer sur la vente des actifs (par exemple en Inde ou en Italie). Les investisseurs sur les marchés recherchent du rendement et sont moins regardants quant à la qualité du crédit. Enfin, la pression des salariés et de l'opinion publique conduit les pouvoirs publics à inciter les créanciers à ne pas « appuyer sur le bouton ».

L'économie a pâti de cette situation. Les entreprises les plus agiles n'ont pu recruter les salariés les plus performants sous-employés par des concurrents moins productifs. Celles qui vivent sous perfusion ne rattrapent généralement pas leur retard, investissent moins, évincent les plus dynamiques sur les marchés financiers et pèsent sur les marges opérationnelles. Selon la Banque des Règlements Internationaux, une hausse de 1 % de la part des entreprises « zombies » se traduirait par un déclin de 1% dans les dépenses d'investissement. Au final, la productivité déclinerait de 0,3%.

## **Puis vint la pandémie ...**

La crise du Covid-19 va aggraver la situation : les chiffres d'affaires et les profits de la plupart des entreprises chutent, les prêts garantis par l'Etat et autres prêts participatifs subventionnés vont injecter de la morphine aux plus faibles, la mise en naphtaline de l'économie en Europe va scléroser l'économie.

S'agissant du crédit, la morphine est d'autant plus grisante pour les entreprises qu'elle fait suite à des années euphoriques où les conditions d'octroi attachés aux prêts ont été allégées. Généralement, les banques qui financent des rachats ou des restructurations d'entreprises exigent dans des « covenants » intégrés dans les contrats de prêt d'avoir un droit de regard sur les sociétés en cas de dégradation de la situation financière. Elles y ont renoncé avant la pandémie. Elles doivent ainsi attendre l'échéance du crédit avant de pouvoir constater la défaillance de leurs clients.

Par ailleurs, le marché des obligations à risque (« high yield »), réservé aux émetteurs dont la qualité de crédit est la moins bonne, s'est fortement développé depuis la grande crise financière de 2008. Il aurait dû s'assécher avec la pandémie. Mais le soutien apporté par la Banque Centrale Américaine, qui s'est engagée à racheter sur le marché ce type d'obligations, lui a permis de redémarrer rapidement.

## **Les ambiguïtés du chômage partiel de longue durée**

La généralisation du chômage partiel en Europe est inspirée du système allemand « Kurzarbeit » mis en œuvre avec succès en 2008. Les entreprises avaient alors conservé leurs salariés durant la récession et transféré une partie de la charge salariale sur le budget de l'Etat germanique. Elles ont pu disposer ainsi d'une main d'œuvre compétente et fidélisée lorsque l'économie est devenue plus vigoureuse.

L'adoption du système de chômage partiel paraît d'autant plus justifiée aujourd'hui que d'une part, la cause de nos problèmes provient de restrictions imposées par les autorités (elles-mêmes contraintes par la pandémie) et d'autre part, chacun espère que nous maîtriserons la propagation du virus rapidement, soit par la médication, soit par la vaccination.

On voit bien que la situation est plus compliquée. La « seconde vague » nous frappe déjà. Nous vivons avec l'espoir d'un vaccin qui finira bien par arriver. Mais, dans le meilleur des cas, il ne commencera à couvrir une partie significative de la population mondiale qu'à la fin de l'année

prochaine. Sauf miracle en termes de médicaments, la pandémie va donc durer.

Par ailleurs, il est clair aujourd'hui que, nonobstant la pandémie, des secteurs importants de l'économie sont en déclin durable. Le commerce traditionnel perd inexorablement des parts de marché. Le transport aérien, l'énergie fossile et l'hébergement vont souffrir des actions entreprises pour lutter contre le réchauffement de la planète.

Dans ce contexte, la pérennisation du chômage partiel est-elle la bonne solution ?

A quelle date l'ingénieur employé par un équipementier aéronautique pourra être réemployé efficacement par son entreprise ? Ne serait-il pas plus utile pour notre économie qu'il soit réaffecté dans, par exemple, une entreprise du secteur numérique ?

Les Etats Unis, dont le capitalisme est plus brutal, ont choisi une voie différente. Ils ont soutenu l'économie et leurs travailleurs en injectant en une fois des aides directes considérables. Mais maintenant, les entreprises comme les salariés doivent s'adapter à la nouvelle donne.

### **Les trois clés pour maîtriser la situation**

En tout état de cause, le nombre d'entreprises « zombies » va progresser. Comment maîtriser cette prolifération et éviter qu'elle n'entrave la reprise économique à long terme ?

Le comportement de trois acteurs va être décisif.

Les banques centrales mondiales seront-elles contraintes de rester durablement accommodantes ?

Le système financier est-il suffisamment capitalisé pour comptabiliser les pertes consécutives aux défaillances des entreprises insolubles (les investisseurs en doutent, leur capitalisation boursière est en moyenne inférieure à la moitié de leur valeur comptable) ?

Les pouvoirs publics sauront-ils trouver l'équilibre entre la préservation de notre tissu économique et sa nécessaire mutation ?

Dans le film « le jours de morts vivants », les militaires sont partisans d'une élimination totale des zombies alors que les scientifiques recherchent un moyen d'éradiquer la contamination... Nous vivons le même type de dilemme aujourd'hui.

**Pour plus d'informations :**

- Téléphone : 01.42.85.80.00
- Courriel : [info@maubourg-entreprise.fr](mailto:info@maubourg-entreprise.fr)