

Inquiétudes sur le "crédit privé" : "une odeur de 2008 dans l'air" ?

Sommes-nous à l'aube d'une crise majeure du capitalisme financiarisé ? Le 16 mars dernier, l'économiste hétérodoxe Frédéric Lordon publiait sur son blog un article intitulé « *La crise financière qui vient* », qui a par la suite fait l'objet d'un *long entretien sur la chaîne ELUCID*. Le 5 avril, l'économiste néokeynésien étatsunien Paul Krugman, publiait sur son blog un article intitulé « *Le crédit privé et*



le nouveau risque financier mondial - une odeur de 2008 dans l'air ». Malgré les éditoriaux rassurants de la presse financière, qui cherche à orienter les anticipations des investisseurs-ses, des doutes quant à la stabilité du système financier refont surface, et ce jusque dans les bureaux des banques centrales. Les faramineuses valorisations boursières des entreprises liées à l'IA, déconnectées des perspectives estimées de rentabilité dans le secteur, orientaient jusque-là les regards vers le possible éclatement d'une bulle spéculative classique sur le marché des actions (voir [ici](#) notre traduction de l'article de Michael Roberts sur la question). Désormais, l'attention se concentre sur un compartiment très spécifique du système financier : le *private credit*, dont la capacité à entraîner avec lui tout le reste est discutée.

Qu'est-ce que le *private credit* ?

D'un total estimé à hauteur de 1500 à 1800 milliards de dollars aux États-Unis, le « crédit privé » est une pratique qui consiste à accorder des prêts à des entreprises qui n'ont pas accès aux marchés financiers (trop petites pour être cotées en bourse) ni accès au crédit bancaire (elles sont déjà trop endettées pour que les banques conventionnelles, soumises à la régulation bancaire, s'engagent à la financer). Le caractère privé (*private*) du crédit ne s'oppose donc pas linguistiquement à un crédit étatique mais aux opérations de financement conventionnelles. Les entreprises financières (« fonds ») comme *BlueOwl*, *Blackstone*, *Apollo*, ou *Ares* qui pratiquent le « crédit privé » se sont considérablement développées à partir des années 2010, au moment où le capital financier cherchait à échapper aux nouvelles régulations internationales concernant les banques. Il s'agit d'une partie de ce qui est appelé le *shadow banking* (« finance de l'ombre »), qui regroupe l'ensemble des activités financières qui ne sont pas directement opérées par les banques. À la différence des banques - qui créent de la monnaie lorsqu'elles accordent un crédit - les fonds mentionnés plus haut prêtent de la monnaie préexistante : ils collectent l'épargne des riches pour la prêter ensuite aux entreprises mentionnées ci-dessus. L'épargne

est rendue *illiquide* (on ne peut pas la retirer rapidement en cash), et les fonds promettent en contrepartie de verser d'alléchants intérêts. Chaque épargnant n'est ainsi autorisé à retirer que 5% de son épargne par trimestre. Les fonds de *private credit* profitent par ailleurs de ne pas être (contrairement aux banques) tenus de publier le détail de leurs crédits pour faire des investissements très risqués, mais très rémunérateurs en intérêts. En temps normal, tout cela fonctionne plutôt bien, puisque les épargnants ne retirent pas leur épargne en même temps.

Un parfum de panique aux guichets des fonds de *private credit*

Sauf que, depuis quelques mois, les retraits se font de plus en plus massifs auprès des fonds de *private credit*, laissant penser qu'ils pourraient être exposés à une banqueroute, un *run*, c'est-à-dire une ruée de leurs clients qui viendraient récupérer leur argent au guichet. Ces retraits se sont d'abord accrus avec la faillite de petites entreprises financées par le « crédit privé » liées au secteur de l'automobile. Mais, comme l'a affirmé à ce propos Jamie Dimon, patron de JP Morgan Chase, la plus grande banque des États-Unis : « *Quand vous voyez un cafard, il y en a probablement d'autres* ». Et comme l'explique Frédéric Lordon, les riches clients des fonds ont du souci à se faire : les fonds du *private credit* ont énormément prêté à des entreprises éditrices de logiciels, désormais menacées par l'intelligence artificielle. Les clients peuvent alors craindre que leur argent soit placé dans des prêts qui déboucheront en réalité sur des défauts de paiement. Les données du *Financial Times* indiquent que les demandes de retraits ont bondi au quatrième trimestre 2025, passant de 2 à 5,8 milliards de dollars. Pire, au premier trimestre 2026, près de 2 milliards de dollars de demandes de retraits sont refusées par les fonds, incapables de fournir ces liquidités sans prélever dans leur propre caisse.

Une possible transmission vers le système bancaire et donc vers l'« économie réelle ».

Lors de la crise de 2008, l'effondrement des titres *subprimes* a directement impacté le système bancaire, parce que les titres en question étaient utilisés comme garanties liées à des prêts (« collatéraux »), déposées par des emprunteurs auprès des banques. Une telle transmission apparaît moins évidente en ce qui concerne les fonds du *private credit*. Et pourtant : ces fonds ne prêtent pas uniquement à partir de l'épargne individuelle de leurs clients, ils empruntent aussi massivement auprès des banques. Ainsi, des faillites dans ce compartiment de la finance occasionneraient des défauts de paiement sur des emprunts contractés auprès des banques. Une telle transmission est tout à fait envisageable puisqu'aux États-Unis, les grandes banques ont prêté pour 180 milliards de dollars à ces fonds. Mais l'effondrement des fonds du *private credit* peut-il à lui seul mettre en difficulté le système bancaire ? Frédéric Lordon semble le penser, même s'il élargit par ailleurs la focale sur le tableau d'ensemble. De son côté, Paul Krugman précise que ce compartiment du *private credit*, bien qu'en croissance rapide, est trop petit pour constituer *en tant que tel* (« et ce qualificatif est important », écrit-il) une crise financière. Le « risque systémique » consisterait ici plutôt dans la

juxtaposition de multiples « risques financiers » présents dans différents compartiments. Comme en 2007, lorsqu'il avait été dit que le crédit *subprime* ne constituait pas un « risque systémique », c'est la vision d'ensemble qui manque encore aujourd'hui aux commentateurs rassuristes : en contaminant dans un premier temps d'autres marchés en tension (Bitcoin, IA, dérivés...), l'effondrement des fonds du *private credit* pourrait alors indirectement entraîner, comme en 2008, une contraction généralisée du crédit : la confiance est rompue, les banques ne se prêtent plus entre elles sur le marché interbancaire, et interrompent le crédit aux ménages et aux entreprises. En l'absence de toute intervention de l'État et des banques centrales, c'est alors tout le processus de circulation du capital qui est interrompu.

Le capital peut-il encaisser le choc ?

Ce genre d'effets de transmission ne se réalise généralement pas lorsque les « fondamentaux » (c'est-à-dire la rentabilité du capital, le rythme de l'accumulation) sont « solides », c'est-à-dire lorsque les contradictions du capitalisme ne sont pas exacerbées. Le krach monumental de 1987 n'a par exemple eu que peu d'impact sur le reste de l'économie, parce qu'il est survenu au moment où le taux de profit se trouvait dans une phase ascendante malgré son déclin à long terme. Dans ce genre de configurations, la contraction du crédit (« credit crunch ») est moins probable, parce que les banques, même si la valeur de certains actifs présents dans leur bilan part en fumée, n'anticipent pas de défauts de paiement du côté des ménages et des entreprises. En ce qui concerne la crise de 2008, elle est survenue au contraire à un moment où le taux de profit de la plupart des économies était en phase descendante après un pic atteint en 2006. Or, selon les données dont nous disposons, c'est exactement la situation dans laquelle nous sommes aujourd'hui : le rattrapage post-covid, boosté par les soutiens apportés par les États aux profits, est passé, et le taux de profit, ainsi que la masse des profits [1], repartent à la baisse. De façon plus structurelle, la déconnexion entre la valorisation du capital fictif [2] et la valeur réellement créée dans l'économie n'a jamais été aussi grande, notamment parce que les injections massives de liquidités monétaires opérées par les banques centrales depuis 2008 pour maintenir le système à flot ont été en grande partie orientées vers la spéculation financière. Cette déconnexion est la source de brusques turbulences : on se souvient par exemple des sueurs froides des banquiers centraux lors de la crise du « repo » en 2019, [sur laquelle nous avons écrit](#). Le président de la Fed avait alors dû mettre sur la table une injection quotidienne de 75 milliards de dollars pour calmer les esprits, éviter un *credit crunch* et faire circuler ainsi le capital.

Les marges de manœuvre des États et des banques centrales en question

Justement : l'intervention des banquiers centraux et des États suffira-t-elle cette fois-ci pour éviter la transmission ? Rien n'est moins sûr, parce que le tableau d'ensemble est noirci par un élément supplémentaire, sur lequel Frédéric Lordon insiste : l'impact de

la guerre en Iran sur les prix du pétrole fait grimper les coûts de production des entreprises. C'est donc une situation de stagflation et d'incertitude radicale que rencontrerait le *credit crunch* mentionné plus haut. Dans un tel contexte, il est fort à parier que de nouvelles injections de liquidités et recapitalisations bancaires, même en arrosant y compris les plus solides, mette du temps à faire repartir la circulation du capital, ce qui implique donc d'en passer par une véritable récession. Aussi, l'État américain peut être quelque peu limité sur le plan budgétaire par des taux d'intérêts qui augmentent du fait que les pays du Golfe commencent à se débarrasser des bons du Trésor américain.

Le scénario de la rétroaction de l'économie réelle

Frédéric Lordon va plus loin : une telle situation rend selon lui possible une crise qui ferait en quelque sorte des « allers-retours » entre la sphère financière et l' « économie réelle », avec des logiques de transmission qui iraient dans les deux sens. Par exemple, la hausse des prix de l'énergie détériore les perspectives de profit estimées dans le secteur de l'IA, puisque les *datacenters* qui constituent sa base matérielle sont très énergivores. Des défauts de paiement sur les crédits liés à l'IA, ou un éclatement de la bulle IA pourrait s'en suivre, brisant dans le système bancaire une confiance déjà entamée par les difficultés liées au *private credit*. Quel que soit le bout par lequel « ça pète », un tel scénario serait alors celui d'une crise majeure de l'ensemble du système capitaliste, plus violente que celle de 2008. Il s'en suivrait probablement une accélération des tendances historiques à l'œuvre sur le plan des rivalités entre grandes puissances impérialistes. En effet : si, comme le dit Paul Krugman, il y a bien une « odeur de 2008 dans l'air », il y a aussi une odeur de poudre à canon.

Notes

[1] Voir notamment le dernier graphique présent dans cet article de Michael Roberts, sur la croissance de la masse des profits aux Etats-Unis :

<https://thenextrecession.wordpress.com/2026/04/14/inflation-and-the-central-banks/>

[2] Le capital fictif est une notion utilisée par Karl Marx dans le livre III du Capital, pour désigner l'ensemble des titres financiers qui représentent, dans la sphère financière, un investissement dans le procès de production réel, mais dont la valeur peut varier sur les marchés financiers indépendamment de la valeur créée par cet investissement. Voir notamment ce passage dans la section V du livre III : "*Les papiers-valeurs sont les titres de propriété de ces capitaux fusionnés. Les actions de chemins de fer, de charbonnages, de sociétés de navigation représentent un capital réel, soit le capital engagé et fonctionnant dans ces entreprises, soit l'argent avancé par les participants pour y être dépensé comme capital (ce qui n'empêche évidemment pas qu'elles puissent également reposer sur la fraude). Mais ce capital n'existe pas deux fois, une fois comme capital dont la valeur réside dans les titres de propriété, dans les actions, et une fois comme capital engagé ou à engager réellement dans ces entreprises. Il existe sous cette dernière forme seulement, et l'action est simplement un*

titre de propriété donnant droit à une part proportionnelle de la plus-value qui sera réalisée dans l'entreprise. Peu importe que A vende son action à B et que celui-ci la cède à C; ces transactions n'auront d'autre conséquence que de permettre à A et B de transformer en capital leur titre de propriété et à C de convertir son capital en un titre de propriété lui donnant droit à une plus-value éventuelle à obtenir du capital des actions."

Rémi Grumel, le 28 avril 2026