

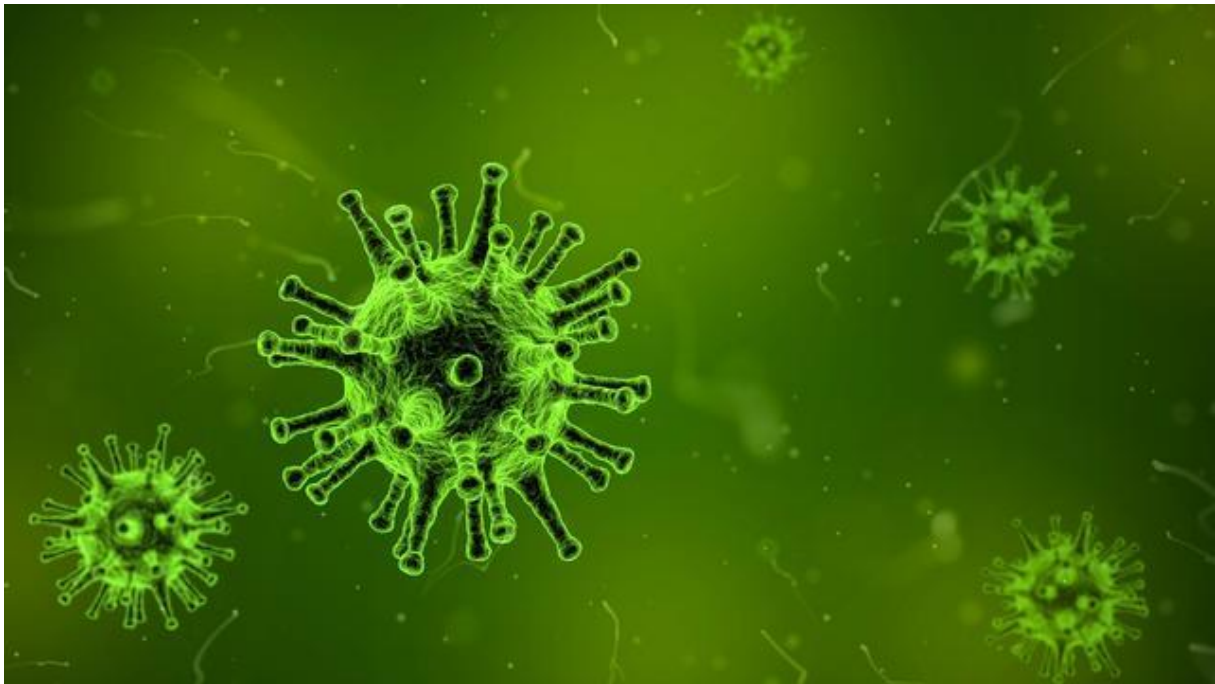
# LA CRISE...confinée

N°47, Avril 2020

*Lettre plus ou moins trimestrielle, gratuite et sans abonnement !*

## VIRUS MODE D'EMPLOI : *Economie politique du désastre !*

*Résumé : On s'attendait à une nouvelle crise financière, se diffusant ensuite dans l'économie réelle. On a une crise totale : le sanitaire affecte l'économie réelle qui diffuse sur la finance dont les fragilités intrinsèques menacent de faire sauter le système. La totale ! En termes économiques et sociétaux, le coronavirus est multifonctions : il fait des miracles en rendant possible ce qui était impensable hier ; il nous invite à revisiter nos concepts, véritable réinitialisation heuristique ; enfin, il va venir dévorer les patrimoines comme les termites peuvent le faire des vieilles maisons en bois... mais tant qu'il y a de la vie il y a de l'espoir !*



**Le coronavirus, nommé pour l'Oscar du meilleur acteur de la démondialisation**

- |  |              |
|--|--------------|
| <b>1. Un virus miraculeux : l'impossible est pour aujourd'hui</b>                        | <b>p. 3</b>  |
| <b>2. Un virus heuristique : revisitons nos concepts</b>                                 | <b>p. 6</b>  |
| <b>3. Un virus termite : <i>Et mes sous dans tout ça !</i></b>                           | <b>p. 14</b> |
| <b>Annexe : De la double vie des obligations : entre le beurre et l'argent du beurre</b> | <b>p.18</b>  |

Ici nous ne parlerons ni de chauves-souris ni de pangolin. Par contre, dans la symbolique du monde animal, un énorme cygne noir a conçu un plan machiavélique ! Nombreux sont ceux, et moi le premier, qui se grattaient l'occiput depuis des mois, voire des années, pour essayer d'imaginer d'où viendrait le prochain épisode sévère trop prévisible de la Très Grande Crise Multidimensionnelle : d'un dysfonctionnement financier lié aux produits dérivés, initié par des défauts sur la dette titrisée, automobile ou étudiante ? De la faillite de la Deutsche Bank ou d'une banque italienne ? De l'effondrement du château de cartes financier chinois ? D'un emballement des dérèglements climatiques ? Que nenni ! Bien trop classique comme raisonnement. La réalité est bien plus imprévisible que la fiction, et mon imagination de chroniqueur bien pâle face au scénario qui s'est mis en place. Un cygne noir total, absolu, vient encore prendre tout le monde de court en sortant un virus microscopique qui vient paralyser et chambouler l'énorme économie mondiale. Et c'est bien l'économie mondiale qui va nous occuper ici, pas le virus !

Jusqu'à la mi-mars je préparais tranquillement ce numéro 47 de LA CRISE pour parution courant mai. Il était supposé être entièrement consacré au thème de la démondialisation, à laquelle je ne crois pas violemment ! Mais le virus bouscule les programmations et s'impose comme le thème incontournable du moment, tant par sa dimension macroéconomique que par sa dimension microéconomique ou patrimoniale.

La dimension macroéconomique s'impose doublement :

- elle relève, d'une part, de la mise en perspective de faits, de positions, d'opinions qu'on n'imaginait même pas concevables il y a encore un mois, d'où l'idée que ce virus fait des miracles ! Ces miracles seront-ils durables ou relèvent-ils de la parenthèse ? *Wait and see* !
- elle relève, d'autre part, de la relecture des concepts habituels (dont celui de mondialisation) que nous articulons dans nos raisonnements, souvent par habitude, sans en remettre en cause la portée et la pertinence. Relecture à faire à la lumière des événements actuels.

La dimension patrimoniale à la façon *Et mes sous dans tout ça* repartira du numéro précédent ([Un temps à ne pas mettre un sou dehors !](#)) dans lequel je donnais des bons et des mauvais points aux différents types de placement, et les réexaminera à la lumière des événements et évolutions de ces dernières semaines. En toute modestie, je n'ai pas été trop mauvais... même s'il faut laisser du temps au temps pour que le paysage s'éclaircisse, que les déconfitures encore cachées apparaissent au grand jour et que la course à la liquidité fasse échapper les taux aux souhaits des Autorités monétaires, compromettant alors la solvabilité de beaucoup d'agents économiques. Gros dégâts en perspective.

Essayons de rigoler un peu en commençant sur un ton léger (indispensable dans la période actuelle, un peu anxigène !) ... mais ça ne durera pas plus de deux ou trois pages. On redeviendra presque totalement sérieux pour la deuxième partie sur les grands enjeux sociétaux, et on essaiera de ne pas être trop catastrophiste pour la troisième partie (*Et mes sous dans tout ça*) ... mais ça va être compliqué, il va falloir se retenir pour ne pas sombrer dans la morosité !

## **1. Un virus miraculeux : l'impossible est pour aujourd'hui.**

Lourdes est actuellement fermé pour cause de pandémie, et j'imagine que de par le monde bien d'autres lieux de pèlerinages à fort potentiel miraculeux le sont aussi : une vraie catastrophe pour les marchands de bondieuseries ainsi que pour les fabricants chinois de statuette de la Vierge Marie ! Néanmoins, rassurez-vous, les miracles vont bon train et il n'y a pas besoin d'être expert ès-miracles pour en attester tant ils sont évidents et vous sautent aux yeux ! LA CRISE en a sélectionné cinq pour ses lecteurs. Toutefois, après examen approfondi, un des miracles a été disqualifié par la commission de vérification.

### **- L'hélicoptère monétaire a décollé.**

Après avoir été repeint et resigné, un détournement en quelque sorte, l'hélicoptère monétaire est désormais en plein vol pour la mission prévue, même si les modalités de navigation sont plus complexes qu'envisagé. L'hélicoptère monétaire est un conte pour grands enfants imaginé par un économiste pourtant très sérieux (Milton Friedman) et relayé par un Président de la FED tout aussi sérieux (Ben Bernanke). Dans la grande frayeur d'un retour de la dépression des années 30, pour relancer la demande des Ménages frappés par le chômage et remettre en route le circuit économique (Production – Offre / Demande – Consommation), Friedman imaginait que les Banques centrales pourraient affréter des hélicoptères qui feraient des lâchers de billets au-dessus des populations. Jamais je n'aurais pensé assister pour de vrai à un tel envol, et pourtant c'est fait. Aux Etats-Unis les ménages à moins de 75.000 \$ de revenu annuel voient des chèques tomber dans leurs boîtes à lettres. En Europe de nombreux pays remplacent des revenus d'activité par des revenus d'inactivité sous forme d'indemnisation de chômage partiel, évitant ainsi aux firmes de licencier afin de garder leur potentiel productif prêt à redémarrer.

On remarquera néanmoins qu'il s'agit beaucoup plus d'un hélicoptère budgétaire que d'un hélicoptère monétaire : ce n'est pas la Banque centrale qui est en première ligne de la distribution mais l'Etat via son budget, même si en dernier ressort c'est la Banque centrale qui assure le financement en achetant inconditionnellement des bons du Trésor Public et donc en gonflant son bilan par de la création monétaire mise à disposition de l'Etat.

### **- Trump a découvert l'Etat Providence.**

Trump passe-t-il ses soirées, en cachette, à lire et relire Keynes et Beveridge ? Connaissant le personnage, l'hypothèse est peu probable ! Cependant il faut bien reconnaître qu'avec un plan de soutien de l'économie américaine à 2000 milliards \$, soit 10% du PIB américain, un puissant souffle keynésien est passé sur la Maison Blanche. Toutefois je m'élève avec vigueur contre l'idée que Trump vienne juste de découvrir l'Etat Providence : la découverte et la mise en pratique sont bien antérieures au Covid 19. L'Etat Providence existe déjà aux Etats-Unis... pour les plus riches, mis en place par la réforme fiscale de Trump qui permet à un milliardaire de payer proportionnellement moins d'impôt sur le revenu qu'un employé de la classe moyenne !

Mais si Trump devient keynésien... le temps d'une campagne électorale (il est vrai qu'il est prêt à devenir n'importe quoi, même moine bouddhiste, si ça doit lui permettre d'être réélu !) il est loin de s'être rallié au [rapport Beveridge](#) – posant les fondements du système anglais de Sécurité Sociale, 1942 – comme en témoigne sa hâte à démanteler l'Obamacare. Faire décoller l'hélicoptère monétaire en envoyant des chèques pour éviter des émeutes, c'est une chose. Faire accéder la population aux soins médicaux (au-delà du diagnostic Covid, gratuit dit-on, à vérifier dans la pratique du système sanitaire américain) est un autre problème quand on sait que le chômage explose et qu'un chômeur américain est un individu qui perd l'assurance santé liée à son travail antérieur et qui n'a pas les moyens de s'en payer une autre à titre privé. Donc un miracle de façade : chassez le naturel et il reviendra au galop ! Ce n'est pas demain que les Etats-Unis se convertiront à un système de Sécurité Sociale à l'europpéenne, que Trump ou Biden soit réélu ou élu. Par contre si la primaire démocrate s'était déroulée six mois plus tard... pas évident que Sanders le Rouge ou Pocahontas-Warren ne l'aurait pas gagnée, portés par un engouement viral !

### **- Vers une réduction des inégalités de patrimoine.**

L'ONG Oxfam ne manque pas chaque année d'attirer notre attention sur l'augmentation des inégalités de patrimoine. Je voudrais ici leur envoyer un message d'espoir ! [Le rapport 2020 d'Oxfam](#) (en date janvier 2020) annonce que :

« Les richesses des 1 % les plus riches de la planète correspondent à plus de deux fois la richesse de 90 % de la population (6,9 milliards de personnes). Les milliardaires du monde entier, c'est-à-dire seulement 2 153 personnes, possèdent plus de richesses que 4,6 milliards de personnes, soit 60 % de la population mondiale ».

Je ne vais pas chipoter sur la méthodologie d'Oxfam que d'aucuns critiquent, mais au contraire rassurer Oxfam et les lecteurs de son rapport annuel inquiets de l'explosion des inégalités. Il est probable que la chute des cours boursiers va radicalement changer la donne. Seuls les riches vont subir cette saignée patrimoniale. Les pauvres, ne détenant pas d'actifs financiers, vont être épargnés par cette calamité. Le monde n'est-il pas merveilleux et une justice immanente ne veille-t-elle pas sur nos sociétés ?

### **- Miracle non validé à ce jour par la commission de vérification : L'Europe aurait ravalé son bulletin d'austérité !**

Dans un tel environnement miraculeux, certains observateurs ont cru voir un miracle spécifiquement européen. Des indices plaidaient assurément dans ce sens. L'Allemagne vient de se convertir au déficit budgétaire : depuis le temps qu'elle n'en avait pas eu, on pensait le cas désespéré, contrairement à la France qui le pratique avec assiduité depuis une bonne quarantaine d'années ! Par ailleurs, l'Union Européenne (UE) met entre parenthèses le pacte de stabilité : plus de règle de déficit limité à 3% du PIB, plus de limite de l'endettement des Etats à 60% du PIB. Mais plus que d'un miracle, cela relève d'un principe de réalité ! Pourquoi demander ce qui est encore plus impossible dans la situation actuelle ?

Pour conclure à un Miracle européen, il faudrait au minimum qu'une aurore boréale d'inspiration divine inscrive dans le ciel de Bruxelles le mot EURO BONDS et que les ministres des finances allemand et néerlandais en tombent à genoux, subjugués par la grâce divine. On entend par Eurobonds un système d'obligations européennes mis en place par l'UE elle-même, dont le remboursement engagerait solidairement les pays de l'UE et dont les encours seraient utilisés pour le financement d'actions communes en faveur de régions ou pays soumis à un choc particulier. Ce serait le début d'un fédéralisme budgétaire sans lequel on sait pertinemment que l'Euro ne sera pas durablement viable. A l'inverse, la mise en place d'un tel système renforcerait le rôle de monnaie internationale de l'Euro en offrant à terme une alternative aux bons du Trésor américain. Mais peut-être le miracle va-t-il venir dans les semaines à venir. Peut-être pourrais-je en attester dans le prochain numéro de cette chronique : l'espoir fait vivre !

Et enfin, *last but not least*, j'ai gardé le plus énorme miracle pour la fin ! La commission de vérification suggère une intervention divine quasi-certaine :

### **- Le patronat français se déclare favorable aux nationalisations !**

Quand j'ai lu ça (ci-dessous), j'ai failli avoir une crise cardiaque, mais par les temps qui courent il est très mal vu d'encombrer les urgences, donc je me suis retenu :

Pour aider certaines entreprises, il faudra peut-être en passer par la nationalisation. "*Il faut ne pas avoir de tabou en la matière*", a déclaré Geoffroy Roux de Bézieux<sup>1</sup>. "*On est face à un phénomène qui est totalement unique. Il ne s'agit pas d'une crise financière comme on a pu le connaître en 2008. En 2009, les Américains ont nationalisé General Motors.*"

"*À un moment, le capital privé ne peut plus faire face à l'arrêt de l'économie. Si je prends Air France par exemple, elle n'a plus de chiffre d'affaires ou quasiment plus. Donc, elle va épuiser sa trésorerie en quelques mois et il est légitime que l'État français, qui est actionnaire, vienne à son secours, a estimé le président du Medef. Il faudra que l'État soit là, si besoin, pour venir au secours des entreprises qui seraient dans une situation financière ou de trésorerie difficile.*"

(Source : [France Info](#)).

Au secours Mitterrand ! Reviens, tu vas bien te marrer, le patronat veut des nationalisations ! A ce compte-là, si ça continue, le Pape va finir par nous dire qu'il est athée. Auquel cas je ne manquerai pas de lui envoyer mon T-shirt préféré, à vue d'œil ma taille XL devrait lui convenir : sur la poitrine « *Je suis athée... Dieu merci* », dans le dos « *Plus athée que moi tu meurs... et tu vas direct en enfer* » !

---

<sup>1</sup> Geoffroy Roux de Bézieux est le Président du MEDEF, organisation du patronat français.

## 2. Un virus heuristique : revisitons nos concepts.

Contrairement aux numéros antérieurs, dans celui-ci vous ne trouverez pas d'encadrés hyper sérieux, avec des tableaux et des graphiques en provenance des grandes institutions ou des Banques centrales. L'heure n'est pas à la mesure des phénomènes mais à leur identification, à la réinitialisation des concepts dans un univers bousculé par un phénomène inattendu. Nous allons donc être dans les tendances, dans les pistes de recherche, dans les hypothèses de travail.

Trois pistes principales vont nous occuper, autour des thématiques suivantes :

- mondialisation / démondialisation, au plus près de l'économie réelle ;
- monnaie, Banques centrales, inflation : au cœur de la lutte entre keynésiens et « autrichiens » ;
- libéralisme / social-démocratie : entre crucifixion et résurrection.

Je vais commencer par le débat mondialisation / démondialisation car c'est le thème qui est actuellement le plus mis en avant et qu'en plus c'était celui auquel je m'étais attelé depuis plusieurs semaines pour ce N°47, en hésitant encore à la mi-mars entre deux titres qui en disent long sur le fond de ma pensée sur cette thématique : « Démondialisation, la grande illusion » ou « Démondialisation : chronique d'un mirage ». Mais c'était avant que le virus ne vienne changer la programmation de cette chronique et ne m'oblige à remodeler complètement ce numéro pour en élargir la thématique et y inclure notamment une partie « *Et mes sous dans tout ça !* » et son annexe, pas prévues à l'origine. En période calme *Mes sous* une fois par an est un bon rythme pour ne pas tomber dans l'obsessionnel (il n'y a pas que ça dans la vie !), mais en période agitée il n'est pas inutile de faire le point plus souvent. Et il est probable qu'il sera nécessaire d'y revenir à l'automne lorsqu'on aura un panorama complet des dégâts en cours.

### **Mondialisation, démondialisation, remondialisation**

Dans un article publié il y a tout juste dix ans (2010) par l'Institut de la Méditerranée de Barcelone (Iemed), intitulé *La Méditerranée entre globalisation, déglobalisation et reglobalisation* (disponible en version française [ici](#) et anglaise [là](#)) j'écrivais les lignes ci-dessous auxquelles, si c'était à refaire ... je ne changerais rien :

*Par globalisation, il ne faut pas seulement entendre le processus d'élimination des barrières tarifaires et non tarifaires à la circulation des marchandises et à la mobilité internationale des services, conduit dans le cadre du GATT jusqu'en 1994 puis de l'OMC depuis 1995. En effet, la globalisation ne se cantonne pas à la formation d'un espace commercial mondial. Elle est aussi la formation d'un espace financier mondial, sous la houlette d'une monnaie dominante (le dollar), espace qui se décline sous ses deux dimensions de collecte d'épargne et d'investissements à l'échelle mondiale, avec des désajustements notoires à l'échelle nationale (excédent ou déficit des balances). Elle est aussi la montée en puissance d'acteurs globaux*

*opérant sur plusieurs régions du monde. Pour l'essentiel ces acteurs globaux sont des firmes multinationales, investissant à l'échelle mondiale des capitaux collectés mondialement, organisant au mieux de leurs intérêts une décomposition internationale des processus de production, multipliant les flux commerciaux internationaux de biens intermédiaires, produisant ou faisant produire ici et là et assemblant ailleurs, pour vendre partout. Les Etats ont été largement dépecés de leurs prérogatives traditionnelles de contrôle des flux commerciaux et financiers et ont dû abandonner de plus en plus une part significative de leur souveraineté judiciaire dans leurs relations avec des firmes multinationales qui réclament, en cas de conflit avec un Etat, le recours à des mécanismes d'arbitrage internationaux, se méfiant – non sans raisons - de la partialité des tribunaux nationaux. Globalement, les logiques de marché l'ont emporté sur les régulations étatiques. Certes, les Etats ont bien essayé de reprendre la main en mettant en place des accords préférentiels, sous forme de processus régionaux de proximité géographique (ALENA, Euromed, Mercosur, ASEAN) et de très nombreux accords bilatéraux transcontinentaux, mais la logique multilatérale de désarmement commercial, surtout après l'adhésion mal gérée de la Chine à l'OMC (2001), a surdéterminé l'évolution de la division internationale du travail vers une dérive asiatique incontrôlée et incontrôlable dans le système monétaire international en vigueur, avec une monnaie chinoise collée au dollar par un taux de change administré. En s'engouffrant dans une faille de la gouvernance économique mondiale - la double commande entre régulation commerciale (OMC) et régulation monétaire (FMI)- la Chine a cru trouver la voie royale de son développement... sur le dos de multiples pays en développement qui avaient besoin de se faire une place au soleil de la division internationale du travail. En fait, sûre d'elle-même et dominatrice, dans la certitude d'une souveraineté inébranlable héritée de temps immémoriaux, la Chine ne fait que précipiter la fin de la globalisation telle que nous la connaissons actuellement.*

*En effet, la globalisation est en crise, parce qu'elle est intenable, ingérable du fait de déséquilibres ne contenant pas leurs propres mécanismes correctifs. Le duo infernal que constituent les Etats-Unis et la Chine conduit le monde au bord du gouffre. La crise financière mondiale et la crise de l'économie réelle qui en résulte sonne le glas de la globalisation actuelle. Certains en déduisent hâtivement que nous allons vers un processus de déglobalisation, qu'ils appellent de leurs vœux, pour pouvoir organiser des zones régionales moins ouvertes. La tentation et l'espoir de la déglobalisation sont forts chez les plus déterminés des partisans d'Euromed. Pourtant, au risque de les décevoir, je considère que la bonne grille de lecture ne va pas être celle de la déglobalisation mais bien plutôt de la reglobalisation. Toutefois, cette reglobalisation pourrait offrir une nouvelle fenêtre d'opportunité à une construction euro-méditerranéenne et aux économies du sud de la Méditerranée (après l'occasion manquée des années 70 et 80), pour autant que les nomenklaturas et oligarchies de ces pays sauront échapper aux logiques rentières et développer d'authentiques logiques entrepreneuriales.*

N'ayant fondamentalement pas changé d'opinion en dix ans, vous comprendrez que je ne crois toujours pas à la démondialisation, slogan populiste par excellence qui surfe sur l'idée d'un

âge d'or antérieur et se dispense de toute perspective historique et d'analyse concrète de la pérennité des dynamiques qui ont conduit en plusieurs siècles à la mondialisation que nous connaissons aujourd'hui, en perpétuelle évolution. La mondialisation n'est pas un équilibre stable mais une dynamique évolutive en renouvellement incessant : telle un fleuve elle n'est jamais pareille, recevant ici un affluent à la couleur différente, subissant là l'onde contraire d'un mascaret, se mélangeant à l'eau de mer dans l'estuaire, luttant contre la force supérieure de la marée qui le pénètre, le freine puis le libère. Dire qu'une démondialisation est en cours ou va advenir, c'est réduire la mondialisation à un état momentané de la seule DIPP (division internationale des processus productifs, souvent abordée dans cette chronique) qui pourtant ne peut être que transitoire, au gré des évolutions des avantages comparatifs et compétitifs des pays et des firmes qui y sont installées. Or la mondialisation est un phénomène multidimensionnel : une DIPP qui évolue certes, des technologies diverses qui la porte en réduisant ou abolissant les distances (transports, télécoms), des stratégies entrepreneuriales diverses d'investissement international (stratégies horizontales de pénétration des marchés pour bénéficier d'une demande ou stratégie verticale de DIPP pour minimiser les coûts dans une logique de compétitivité de l'offre), des flux financiers tous azimuts qui ne sont pas seulement spéculatifs mais qui financent aussi l'économie réelle à travers le financement export par exemple. Plus généralement la mondialisation est le résultat d'un calcul économique rationnel qui vise à minimiser les coûts et à maximiser les recettes sous des contraintes diverses, elles-mêmes en perpétuelle évolution (contraintes réglementaires, taux de change, évolutions technologiques...). Bref, parler de démondialisation, c'est regarder l'économie mondiale à travers le prisme très étroit d'un seul critère. Une firme européenne ou américaine qui rapatrie une activité antérieurement localisée en Chine, ce n'est pas de la démondialisation, c'est un épisode du reformatage permanent de la mondialisation, de ses flux et reflux incessants.

Pour autant il n'est pas impossible, voire probable, que nous soyons à la veille d'un reformatage sérieux de la mondialisation telle que nous la connaissons actuellement. C'est en ce sens que je parle de *remondialisation* ou de *reglobalisation*. Ce reformatage va conduire à exclure du champ de la division mondiale du travail des activités vitales, au sens le plus strict du mot vital, c'est-à-dire relatif à la préservation de la vie. La santé sera bien sûr au cœur de la nouvelle quête de souveraineté et d'indépendance, à des échelles nationales ou régionales. Les épisodes pathétiques de détournements de masques sanitaires pèseront suffisamment lourd dans les inconscients collectifs pour une exigence de production de proximité gommant toute préoccupation de coût de production. Si par malheur cette crise sanitaire était suivie d'une crise alimentaire entraînant des pénuries plus ou moins ponctuelles dans les pays riches et des disettes ou famines dans les pays pauvres, il est évident qu'un tel épisode remettrait sur le devant de la scène les politiques d'autosuffisance alimentaire. La politique agricole commune (PAC) européenne que les libéraux voulaient enterrer et que les écolos voulaient hérissier de critères exclusivement environnementaux retrouverait les exigences productives de ses débuts, et par conséquent l'impérative nécessité ne pas se priver des pesticides au-delà du raisonnable et encore moins des nouvelles biotechnologies. Les souhaits des libéraux d'un libre-échange agricole plus intense s'évaporerait, tout comme les rêves ricardiens des



Brexiters anglais visant à une Angleterre nourrie à faible coût par son ancien Empire. Car une courgette conventionnelle andalouse sera toujours plus vite rendue à Londres qu'une aubergine OGM du Bangladesh, et certainement moins chère qu'un concombre bio du Groenland ! Ainsi, les logiques de proximité sont susceptibles de reprendre le dessus pour certaines productions (quelques points de PIB mondial). Par contre votre smartphone ou votre voiture et plus généralement l'essentiel des produits manufacturés resteront mondialisés, avec de multiples localisations productives partielles finalement assemblées en un dernier lieu, le tout en permanente évolution.

Toutefois je n'exclus pas totalement un scénario de déglobalisation. Mais je ne vous souhaite pas qu'il se mette en place, et je pense même que la crise actuelle devrait contribuer à en diminuer la probabilité d'occurrence. Il s'agit du scénario de déglobalisation conflictuelle que j'évoquais à la fin du N°45, Sept 2019, *[L'Après-guerre est vraiment fini](#)*, numéro que je vous invite à lire ou relire si vous vous intéressez à cette problématique globalisation / déglobalisation.

Cette crise sanitaire pourrait être salutaire ! Elle le serait assurément si elle venait réduire les velléités unilatéralistes de certains et les pratiques unilatérales douteuses d'autres ! Je vise bien sûr les Etats-Unis de Trump et leurs pratiques commerciales récentes tout comme leur mépris pour la maîtrise du réchauffement climatique, mais aussi la trop faible transparence de la Chine dans le développement de l'épidémie de Covid 19 sur son territoire, qui va nous valoir des dizaines de milliers de morts en Europe et aux Etats-Unis, sans parler des chiffres que nous ne connaissons jamais dans le reste du monde. Et elle serait encore plus salutaire si elle convainquait largement des bienfaits du multilatéralisme : la théorie des jeux nous enseigne que les logiques de coopération sont meilleures pour tout le monde que les logiques d'affrontement. La lutte que l'ensemble de la communauté des nations doit mener contre un ennemi commun puisse-t-elle inspirer les dirigeants de tous les pays ! Et au-delà de la lutte sanitaire, n'oublions pas la maîtrise climatique : deux bonnes raisons de booster le multilatéralisme.

## **Monnaie, Banques Centrales, Inflation : rifici entre keynésiens et autrichiens.**

J'ai introduit dans la première partie la notion d'hélicoptère monétaire. Certains d'entre vous se demandent peut-être si finalement ce ne serait pas la même chose que le QE c'est-à-dire le *Quantitative Easing* en bon français (*Assouplissement quantitatif* en québécois) dont j'ai souvent parlé dans des numéros antérieurs ? Pas du tout, c'est très différent même si, dans les deux cas, cela relève de la politique monétaire et plus précisément de la création monétaire. Le QE vise à fournir des liquidités aux banques commerciales pour qu'elles puissent prêter aux entreprises et aux Ménages, sous leur propre responsabilité et en fonction de leur appréciation de la capacité de remboursement des emprunteurs. L'hélicoptère monétaire va directement, ou indirectement (en transitant par le budget de l'Etat), de la Banque centrale aux ménages via des dotations exceptionnelles non remboursables, pour stimuler la demande, sans

influence préalable sur l'offre de biens et services, voire alors même que la production réelle diminue (ce que nous vivons actuellement).

Ces développements monétaires suscitent des débats intenses entre économistes, opposant keynésiens et autrichiens. Vous savez tous ce qu'est un keynésien, ou au moins qu'on les appelle ainsi en référence à John Maynard Keynes, grand économiste anglais du XXe siècle dont le nom est associé à la crise des années 30 et aux politiques pour en sortir. Les autrichiens (école minoritaire) sont sans doute plus mystérieux pour vous. Carl MENGER est le lointain fondateur (fin XIXe) du courant autrichien en tant qu'une des branches du marginalisme (JEVONS, Anglais, et WALRAS, Suisse, sont les deux autres têtes de file du marginalisme). Mais pour les thèmes que nous abordons ici (cycles et crises, monnaie) les deux auteurs à retenir quant au courant autrichien sont Ludwig Von MISES (1881-1973) et Friedrich HAYEK (1899-1992).

Avant de revenir sur le QE et l'hélicoptère monétaire voyons d'abord ce que sont ces autrichiens et ces keynésiens.

L'autrichien est volontiers libertarien. Il n'est pas seulement économiste (d'ailleurs il est allergique aux mathématiques), il est avant tout philosophe, dans la lignée d'un Adam SMITH qui a écrit une *Théorie des sentiments moraux* avant de publier sa *Richesse des nations*. L'autrichien déteste l'Etat, qui le prive de libertés, qui lui déleste les poches d'impôts illégitimes alimentant le tonneau des Danaïdes de dépenses publiques inefficaces faisant vivre grassement un *deep state* parasitaire, qui lui impose une monnaie fiduciaire qui s'apparente à de la fausse monnaie sachant qu'il n'y a qu'une vraie monnaie, l'or. Pour l'autrichien, les monnaies fiduciaires étaient tolérables quand elles étaient rattachées à l'or, directement comme le dollar ou indirectement via le dollar. Mais en déconnectant le dollar de l'or, en 1971, Nixon a ouvert la voie à l'émission sans borne de fausse monnaie. Seul le retour à l'étalon or assurera la rédemption économique du monde, le retour aux vraies valeurs : l'effort, le travail, l'épargne comme préalable à l'investissement, loin de la création monétaire *ex nihilo* qui donne l'illusion de la richesse sans en créer les fondements matériels, et ne peut dès lors que dégénérer en inflation. Et aujourd'hui les autrichiens découvrent les cryptomonnaies avec gourmandise, comme moyen de construire un système monétaire échappant aux Etats.

Le keynésien est tout le contraire de l'autrichien. Il adore l'Etat, seul agent économique pouvant rivaliser avec Superman et donc susceptible de venir sauver la planète dans les périodes de crise. Il est fier de disposer de deux manettes conjoncturelles pour gérer la macroéconomie : la politique monétaire de la Banque centrale et la politique budgétaire de l'Etat. Il regarde en permanence son tableau de bord digital qui affiche en temps réel le diagramme IS – LM (ne cherchez pas à comprendre, sauf bac+2 minimum en éco, ou si vous êtes très courageux allez voir [ici](#) sur Wikipedia). Ce diagramme lui permet de suivre l'avancée de sa quête du Graal dans sa croisade vers l'équilibre de plein emploi. Il déteste l'or, « relique barbare » (Keynes) qui devrait servir à « paver les vespasiennes » (ça, ce n'est pas du Keynes

mais du Lénine !) : tout rattachement de la monnaie à l'or ne pourrait signifier que des entraves à la politique monétaire. Même si aux Etats-Unis le keynésien est plus spontanément Démocrate que Républicain, il sera éternellement reconnaissant à Nixon d'avoir débarrassé le dollar de tout ancrage à l'or. Le néokeynésien (espèce dominante aujourd'hui dans la lignée keynésienne) admet de plus en plus que le taux d'intérêt n'est pas seulement une valeur positive ou exceptionnellement nulle mais peut être, voire doit être, négatif (je dois avouer un blocage personnel sur la question, je vais consulter un psy !). D'ailleurs, selon le néokeynésiens, si nous sommes en crise active ou larvée depuis une dizaine d'années, c'est bien parce que les taux ne sont pas assez négatifs ! Quant à l'inflation, le keynésien n'en a pas peur, bien au contraire. Elle permet de régénérer le tissu économique en euthanasiant les rentiers de tous poils, titulaires de revenus fixes, non indexés, dont le pouvoir d'achat va être grignoté par la hausse des prix.

Nous pouvons revenir maintenant sur le QE et l'hélicoptère monétaire. Face aux premiers QE les autrichiens, horrifiés de tant d'audace monétaire, nous promettaient l'enfer inflationniste, voire hyper inflationniste. Leur analyse était trop simpliste : il ne s'est rien passé de significatif en termes d'inflation sur biens et services. La monnaie créée n'atteignait pas, de fait, l'économie réelle et ne boostait pas la consommation, restant dans le monde de la Banque et de la Finance. Il y a bien eu, certes, des hausses de prix, mais sur les actifs financiers et immobiliers, les liquidités déversées par les QE alimentant des bulles qui aujourd'hui éclatent (actifs financiers) ou menacent d'éclater (immobilier). Aujourd'hui, rebelote avec la monnaie hélicoptère, mais cette fois-ci les conditions sont différentes : de la monnaie est distribuée directement aux Ménages, disponible pour la consommation à un moment où la production diminue fortement pour cause de confinement. Que va-t-il se passer en matière d'inflation ? Pas grand-chose sans doute si l'hélicoptère ne fait qu'un petit vol d'essai puis rentre bien sagement au hangar. Par contre si l'expérience devait se prolonger longuement... les paris sont ouverts ! Pour le moment le score à la mi-temps est à Autrichiens 0 – Keynésiens 1, mais on ne peut pas exclure un match nul au final !

En Europe nous avons assez peu d'autrichiens (sauf 9 millions de vrais Autrichiens de nationalité autrichienne, confinés en Autriche !) : certes, pour ce qui concerne la France, nous avons quelques cas importés (par exemple à la [Chronique Agora](#), alias la bande à Bonner) ou autochtones ([Bruno Bertez](#)) mais peu contagieux dans l'ensemble jusqu'à présent, sachant que la plupart des économistes européens ou américains ont biberonné au keynésianisme (moi le premier, de culture keynésienne... mais ni croyant ni pratiquant) et sont surdotés en anticorps les protégeant du virus autrichien. Toutefois en cas de forte inflation sur les biens et services, on peut s'attendre à de fortes contaminations au virus autrichien qui pourraient entraîner de violentes poussées de fièvre aurifère et des expectorations sévères de monnaie fiduciaire se traduisant par des syndromes de *bank run* (*panique bancaire* en québécois) que les services de réanimation bancaire auront les plus grandes difficultés à contenir, au risque d'un collapsus bancaire fatal. Nous aurions sans doute droit chaque soir à une conférence de presse conjointe (en visio-conférence) de Jérôme Powell (FED) et Christine Lagarde (BCE) faisant le point sur le nombre de banques contaminées, en réanimation, décédées et les mesures à prendre pour

redonner de l'oxygène aux banques via des hausses de taux, avec néanmoins un risque collatéral évident de dégâts majeurs sur toutes les entreprises zombies qui ne survivaient que grâce à des taux très faibles, entraînant des faillites induisant elles-mêmes une explosion des créances douteuses des banques, conduisant à les remettre durablement sous respirateur artificiel. Et si on décidait que tous les agents économiques ont un compte à la Banque centrale, et basta ! Ah non... pas possible, beaucoup trop de chômeurs dans le secteur bancaire, ce qui nous éloignerait de l'équilibre de plein emploi. Que faire alors ? Tout ce que vous voulez... mais surtout pas d'économie planifiée centralisée : on finirait par manquer tantôt de papier toilette, tantôt de pâtes, tantôt d'œufs, alors même qu'on en trouve sans trop de difficultés actuellement, pourtant avec des circuits productifs et logistiques sous tension !

### **Libéralisme, social-démocratie : entre crucifixion et résurrection**

Quittons le terrain strict de l'économie pour nous consacrer, plus brièvement cette fois-ci, au terrain politique. On peut s'attendre en effet à ce que l'épisode très douloureux que nous vivons vienne rebattre les cartes dans la lutte idéologique entre les deux grands courants de pensée qui dominent la vie démocratique de l'Occident depuis les années 50. Jusqu'à il y a quelques semaines la social-démocratie était supposée être moribonde : il suffit de regarder l'état du PS français comme du SPD allemand pour s'en convaincre. Un nouveau miracle du virus sera peut-être de la ressusciter et simultanément de crucifier le libéralisme.

Le libéralisme c'est : le marché + la dérégulation, donc le moins d'Etat + la liberté d'entreprendre sans limites + le « chacun pour soi et Dieu pour tous ». Il va à merveille avec l'arrière-plan philosophique de l'école autrichienne que nous venons d'évoquer. Donald Reagan et Margaret Thatcher l'ont parfaitement incarné : ils y croyaient et méritent notre respect... même s'il est critique. Donald Trump en est la caricature à vomir, en dépit de sa très récente et provisoire conversion au keynésianisme ! Les Etats-Unis en sont la terre d'élection.

La social-démocratie c'est : le marché + la régulation, donc l'Etat fort + une liberté d'entreprendre encadrée par des lois sociales + la redistribution à travers des régimes sociaux obligatoires et des services publics associés, financés par les cotisations sociales. Le keynésianisme en est l'oriflamme économique. Les syndicats réformistes en sont la meilleure incarnation sociétale. Les pays scandinaves en ont été la terre d'élection, mais globalement toute l'Europe occidentale en est imprégnée, jusque dans les partis de Centre droit. Même si ces derniers ont eu tendance à virer au libéralisme, ils reviendront facilement aux valeurs de solidarité et de redistribution sous la pression d'un électorat marqué par le choc hospitalier que nous subissons et ce qu'il révèle de délaissement des services publics.

L'épreuve actuelle va conduire à une demande de plus d'Etat protecteur, plus de régulation des activités vitales et plus de souveraineté dans la production de biens essentiels à la sécurité sanitaire et alimentaire, bref à une inflexion sociale-démocrate et un recul libéral.

La réanimation de la social-démocratie ne sera pas trop difficile en Europe : le terrain est encore assez chaud pour accueillir de nouvelles graines, même si manquent actuellement des figures charismatiques pour incarner une social-démocratie qui ne sombre pas dans une écolobologie de la décroissance, ce qui nous conduirait au chômage de masse, aux antipodes de la vision keynésienne !

Par contre l'implantation de l'idéologie social-démocrate aux Etats-Unis sera beaucoup plus problématique : elle ne pourra passer que par un ralliement massif du Parti Démocrate à l'idée de construire un Etat-Providence avec le système de protection sociale afférent. Ce n'est pas gagné d'avance, même si on peut penser que les thèses Sanders-Warren vont gagner du terrain avec l'épreuve qui s'annonce, pour autant qu'on puisse en juger en ce début avril. A court terme, des millions d'Américains vont devoir arbitrer entre *Et ma vie dans tout ça* et *Et mes sous dans tout ça* : dilemme d'autant plus insoluble que s'ils n'ont plus de sous... ils n'ont plus droit à la vie ! Pourtant, le droit à la vie n'est-il pas un principe de base du libéralisme, un des trois droits naturels selon John Locke (droits à la vie, à la liberté et à la propriété) ?

### 3. Un virus termite des patrimoines : *Et mes sous dans tout ça !*

#### Avertissement

Inutile de m'écrire pour me demander des conseils de placements, je ne répondrai pas ! Ce n'est pas mon job, je ne suis pas conseiller patrimonial. De plus, le conseil patrimonial suppose de bien connaître la situation de la personne à qui on prodigue un conseil ou une recommandation. Ceux qui ont la solution miracle pour tout le monde, sans tenir compte de l'âge, de la situation professionnelle, du statut fiscal et du niveau de la tranche marginale d'impôt sur le revenu, des droits à la retraite déjà accumulés, des contraintes et des projets de chacun... sont forcément des charlatans ou trop intéressés à vendre un produit précis... qui leur rapporte une commission ! Moi, je n'ai rien à vendre... même pas cette lettre, dont le plaisir de la documentation, de la conception et de l'écriture est ma seule rémunération ! La rubrique "Et mes sous dans tout ça" vise plus à interpeler et à faire réfléchir qu'à conseiller. Ensuite, à chacun de prendre ses responsabilités.

Il est possible que certains de mes lecteurs soient choqués de me voir parler de nos sous alors que des milliers de morts sont enregistrés chaque jour en Europe et en Amérique et que peut-être certains de ces lecteurs ont perdu un proche. Je prends mes responsabilités et j'assume ! Concevoir, articuler et rédiger ce numéro en quatre jours de travail intensif, c'est ma façon à moi de monter au front : je ne vais pas me porter volontaire pour aller dans les champs ramasser les asperges ou cueillir les fraises (merci pour mes lombaires septuagénaires !). Par contre je me fais un devoir de mettre à votre disposition mon expertise économique indépendante et ma capacité à la rendre plus ou moins accessible à un lectorat non spécialiste. Et je préfère vous savoir en train de lire cette chronique plutôt qu'à parcourir des blogs manipulateurs (et pour une fois je ne citerai pas mes sources) visant à vous orienter vers tel ou tel placement, à vous précipiter dans des *bank run* en vidant vos comptes bancaires par des retraits massifs aux distributeurs de billets, à vous faire investir toutes vos liquidités sur de l'or.

#### Bref, voici ce que vous ne lirez pas ici :

- que tous vos actifs financiers et immobiliers vont être anéantis dans l'année qui vient avec des pertes de 70 à 90%... dans le meilleur des cas.
- que toutes les banques vont s'effondrer et que les soldes de vos comptes vont partir en fumée
- que tous les objets de valeur que vous entreposez dans des coffres bancaires seront saisis et vendus aux enchères pour renflouer les caisses de l'Etat.
- que l'or sera bientôt à 10.000 \$ l'once (1650 \$ ce 8 avril).

- que vos pièces et lingots d'or doivent au minimum être enterrés dans votre jardin ou, encore mieux, confiés à un spécialiste suisse non bancaire qui les mettra en sûreté dans ses coffres hyper-sécurisés au plus profond des Alpes suisses.

Le principe de ces affabulateurs-manipulateurs-complotistes est qu'à force de raconter n'importe quoi, il finira bien par en rester quelque chose qui servira leurs intérêts, en espérant que leurs prophéties seront autoréalisatrices.

Par contre, **voici ce que vous avez pu lire dans [le dernier numéro de cette chronique](#)** :

- « Le mieux ne serait-il pas de faire la grève des placements financiers, de rester cash en attendant des jours meilleurs, d'accepter tranquillement de perdre 1% par an plutôt que de voir ses avoirs en assurance-vie ou bloqués ou de perdre 20, 30 ou 50% sur des actifs risqués : la paresse financière ne serait-elle pas actuellement la forme suprême de la sagesse patrimoniale ? ».

- « Mon charcutier disait « il faut savoir perdre un peu sur le boudin pour gagner beaucoup sur les saucisses ». Pour moi la devise du moment est : il faut savoir perdre un peu sur le monétaire pour éviter de perdre beaucoup sur le financier. Nageons donc dans la monnaie, vautrons-nous sans retenue dans la trappe à liquidité et fuyons la trappe à spéculation des marigots boursiers où les crocodiles de la Finance vous guettent pour mieux vous dévorer le moment venu ».

Au-delà de ces généralités, qui s'avèrent néanmoins pleines de sagesse, il est bien trop tôt pour faire un bilan prospectif des impacts patrimoniaux de la crise inédite que nous vivons. Il nous faudra des mois pour proposer un premier bilan documenté mais très provisoire, et il appartiendra aux historiens, en temps utile, de dresser un bilan définitif. Dans l'ensemble je maintiens mes analyses avancées dans le dernier numéro quant aux actifs à avoir (cash, immobilier, métaux) ou à ne pas avoir (actions, obligations / assurance-vie, cryptomonnaies). Je crois plus que jamais à l'actualité de mon titre du N° 43, janvier 2019 : [Pour vos actifs... fuyez le passif!](#) J'imagine qu'on se retrouvera à l'automne pour une actualisation sur ces thématiques et une première synthèse – nécessairement dramatique – des faillites, du chômage, des défauts de paiement des Ménages, entreprises et même Etats : tout cela est inéluctable, prévisible comme une courbe de contamination virale. Les Etats vont limiter les dégâts sans toutefois pouvoir les empêcher, au prix d'un endettement colossal dont nous tous paierons le prix dans les années à venir, d'une manière ou d'une autre, en tant que contribuables essorés<sup>2</sup>, épargnants spoliés, retraités tondu (ces situations étant cumulables, profitez bien du cumul !).

A plus court terme, dans les semaines et les mois à venir il faudra suivre prioritairement deux dossiers : l'Euro et les taux d'intérêt.

---

<sup>2</sup> N'oubliez pas de réviser le principe d'équivalence ricardienne : [voir ici](#)

**L'Euro survivra-t-il au coronavirus ?** Je suis un fervent partisan de l'Euro, je souhaite bien sûr qu'il poursuive son chemin, mais je ne suis pas du genre à prendre mes désirs pour des réalités. Nous sommes à la croisée des chemins : si la formule est éculée, elle rend néanmoins bien compte de la situation actuelle. Ou bien l'Union Européenne fait un saut qualitatif, ou bien elle recule, et l'Euro avec. Le saut qualitatif attendu consiste en la mise en place d'un fédéralisme budgétaire se traduisant par une forte augmentation du budget européen (actuellement 1% du PIB) permettant de mutualiser les risques et les investissements structurant, par un front uni face aux marchés financiers (mise en place des Eurobonds, le miracle tant attendu mais pas encore constaté). Si l'objectif est atteint à l'occasion du choc actuel, non seulement l'Euro sera sauvé mais en plus il en sortira renforcé en tant que monnaie internationale de paiement et de réserve. S'il n'est pas atteint, l'Euro disparaîtra (éclatement total de la zone et retour aux monnaies nationales) ou se ratatinera (sortie des pays du Sud). Dans les deux cas c'est un suicide collectif. Les pays du Sud qui sortiraient se retrouveraient avec une monnaie nationale qui se dévaloriserait à grande vitesse sans pour autant gagner en compétitivité des productions nationales : hausse des prix des biens importés y compris des masses considérables d'intrants de biens ensuite exportés, forte hausse des taux d'intérêt, explosion de la dette contractée en Euros mais désormais en monnaie nationale dévaluée, défaut de paiement probable ; bref, l'apocalypse ! Les pays du Nord individuellement ou une zone Euro réduite se porteraient-ils mieux ? Un peu moins mal peut-être mais ce ne serait pas la grande forme : l'Euro réduit ou le Nouveau Mark deviendrait une monnaie refuge, surachetée et donc surévaluée, ce qui nuirait aux exportations. Certes la compétitivité allemande est plus une compétitivité qualité qu'une compétitivité prix, mais le raisonnement a ses limites : il arrive un moment où on n'a plus les moyens de se payer la qualité. Affaire à suivre.

**Les taux bas vont-ils résister à l'ascension de la dette ?** Avant même la pandémie, les taux commençaient à frétiller à la hausse : les taux négatifs à 10 ans pour certains Etats tendaient à devenir moins négatifs, les taux des emprunts immobiliers des Ménages amorçaient un redressement. Aujourd'hui la demande de cash explose partout, c'est l'actif le plus désirable. Les entreprises en ont dramatiquement besoin pour survivre à une période sans recettes. Les plus grandes entreprises raflent le cash par milliards d'Euros ou de Dollars. Les Etats émergents ou en développement, en manque de moyens de paiements internationaux, en sont à vendre leurs réserves en bons du Trésor américain pour se procurer du cash en dollar, à tel point qu'ils en menacent l'équilibre de ce marché, pourtant le plus vaste et le plus liquide au monde. La FED doit ainsi improviser un système de prise en pension de ces bons du Trésor contre le prêt de leur valeur, pour éviter les ventes et leur impact en termes de remontée des taux résultant de la baisse des cours. C'est ce cash aussi qui va permettre de mener des raids boursiers pour avaler des sociétés aux cours amoindris par la crise boursière (banques, pétrole, transport aérien). Bref, tout le monde veut du cash. En dépit de la volonté des Banques centrales de maintenir les taux bas, d'inonder les banques commerciales de liquidités pour qu'elles puissent prêter aux entreprises, il est plus que légitime de se demander si les digues ne vont pas céder et les taux grimper très vite. A titre d'exemple, on rapportait la semaine dernière que le croisiériste américain Carnival, certes dans une activité sinistrée, en manque



de trésorerie, n'a pas pu se procurer de liquidités à court terme à moins de 12% : de quoi avoir le vertige ! Si les taux montent fortement et durablement, au-delà d'une fièvre passagère, les conséquences patrimoniales seront très notables : marché immobilier freiné avec prix en baisse, impact majeur sur les obligations, assurances-vie et produits de retraite offrant une option de sortie en capital. Je consacre une annexe de trois pages à cette catégorie de placement : de quoi vous initier à la double vie des obligations, entre beurre et argent du beurre... et sans le sourire de la crémière !

---

Au terme de ce numéro, conçu et rédigé dans l'urgence pour vous offrir de la lecture en période de confinement, il ne me reste plus qu'à vous fixer rendez-vous à l'automne pour un numéro (le 48° donc) dont je ne connais pas le titre mais dont je crains de savoir déjà la thématique et les lignes de force. Toutefois n'anticipons pas : il y a déjà eu tellement de miracles qu'on a bien le droit d'en attendre d'autres !

Et pour finir, deux questions. Qu'est-ce qui a déclenché le plus de troubles cardiaques dans le monde ces derniers jours : la chloroquine prise en automédication préventive ou bien les variations violentes des cours boursiers ? Quelle est la surmortalité chez les retraités américains indemnes de toute contamination au Covid 19 mais confrontés à l'effondrement de leurs fonds de pension ?

Portez-vous bien (jamais la formule n'a été aussi pertinente).

Le 8 avril 2020  
Henri REGNAULT  
Economiste-jardinier-cuisinier confiné  
[henri.regnault@univ-pau.fr](mailto:henri.regnault@univ-pau.fr)

## **Annexe 1.**

### **De la double vie des obligations : entre le beurre et l'argent du beurre, ou pourquoi votre assurance-vie va être confinée !**

Depuis la mise en ligne du précédent numéro j'ai reçu plusieurs messages de lecteurs me disant ne pas comprendre mes réticences face aux placements en assurance-vie : les contrats dits en Euros ne sont-ils pas garantis, avec un effet de cliquet qui interdit que la valeur acquise puisse diminuer. Certes, mais la garantie ne s'applique que tant que l'assureur peut honorer son engagement, tant qu'il ne fait pas faillite. Et pour comprendre pourquoi l'assureur risque la faillite il faut être bien conscient de la nature véritable des obligations.

Dans les idées reçues qui transparaissent dans les discours standards des gestionnaires de patrimoine, une différence supposée évidente entre les actions et les obligations est que les obligations sont beaucoup plus pépères que les actions, nettement moins risquées et tout à fait conseillées pour le portefeuille de placements des futurs proches retraités. L'idée mérite au minimum d'être nuancée !

Les actions (titres de propriété) sont connues, à juste titre, pour mener une vie de patachon ! Vues d'Europe, elles commencent leur *movida* à Tokyo dès poltron minet, poursuivent la java à Londres ou Paris et veillent bien tard à New-York, souvent dans une euphorie bruyante qui peut interroger sur le breuvage ou la poudre qui anime leurs chevaliers servants, les traders ! Avec une vie pareille, pas étonnant qu'elles finissent régulièrement avec une bonne gueule de bois ni même qu'elles souffrent à intervalles réguliers d'arrêts cardiaques prolongés. Bref, on sait comment elles fonctionnent et on en connaît le mode d'emploi : pas de mauvaises surprises possibles si ce n'est pour des naïfs invétérés... qui se souviendront de la période actuelle... on ne les y reprendra plus !

Par contre les obligations (titres de créance) sont souvent présentées comme des saintes nitouches à qui notre Sainte Mère l'Eglise pourrait donner le Bon Dieu sans confession<sup>3</sup> et que votre assureur-vie ou gestionnaire de fonds de pension vous vante pour leur sûreté. Méfiez-vous des apparences ! En fait, les obligations mènent une double vie dont la plupart des épargnants n'ont pas la moindre idée : ils pourraient avoir bien des déconvenues quant à la vertu des dites saintes nitouches ! C'est à cette double vie des obligations que je vais essayer de vous initier ici... en tout bien tout honneur... et avec autant d'humour que possible !

Au cours des dernières décennies, les obligations ont cumulé le beurre et l'argent du beurre. Désormais il n'y a plus de beurre, il faut rembourser l'argent du beurre et l'addition va être tout aussi salée que le beurre du même nom ! Et il n'y a guère d'espoir d'avoir le sourire de la crémière comme lot de consolation !

---

<sup>3</sup> . Par contre les plus hautes autorités musulmanes ne sauraient recommander, en tant que placement dont la rémunération est régie par un taux d'intérêt prédéterminé.

Toute obligation a une valeur comptable et une valeur de marché. La valeur comptable (*book value*) est la valeur nominale ou faciale, le montant qui sera remboursé à l'échéance stipulée à l'avance. Il suffit d'attendre le terme de l'échéance pour être sûr et certain de se voir rembourser ce montant (sauf défaut de l'émetteur, entreprise ou Etat). Cette valeur comptable est une constante, qui ne variera jamais. A l'inverse la valeur de marché (*market value*) est la valeur à laquelle vous (ou votre banquier-assureur) pourrez revendre cette obligation avant son terme, sur le marché secondaire, à un agent économique qui souhaiterait acheter une telle obligation et se substituer à vous dans l'attente du remboursement final par l'émetteur, en fin de vie de cette obligation. Cette valeur de marché est variable. Son évolution dépend fondamentalement de celle des taux d'intérêts obligataires depuis l'émission de votre obligation. Si les taux ont baissé, vous revendrez plus cher que vous n'avez acheté, car vous feriez un « cadeau » à l'acheteur si vous vendiez à la valeur comptable de remboursement alors qu'il obtiendrait un moindre rendement en achetant de nouvelles obligations à l'émission avec un taux plus faible. Vous feriez donc une plus-value. A l'inverse, si le taux monte, le prix de marché va baisser et vous feriez une moins-value par rapport à la valeur comptable à l'occasion d'une vente sur le marché secondaire, donc sans attendre le remboursement final.

Depuis plus de trente ans les taux baissent, pour les emprunts d'Etat (Bons du Trésor) comme pour ceux des entreprises (obligations *corporate* en bon français, obligations d'entreprises en québécois). Les détenteurs d'obligations ont ainsi pu bénéficier du beurre (l'intérêt, très élevé au départ puis en diminution au fil des nouvelles émissions) et/ou de l'argent du beurre (les plus-values), dans de savants arbitrages entre beurre et argent du beurre assistés par des logiciels de mathématiques financières. En accumulant des plus-values sur une partie du portefeuille obligataire, votre assureur-vie et votre gérant de fonds de pension ont pu accumuler des réserves dont ils peuvent vous faire bénéficier en les répartissant sur plusieurs années. La longue période de baisse des taux est terminée. Ces taux sont au plus bas, tendant vers zéro, parfois négatifs sur des emprunts d'Etats européens considérés comme particulièrement sûrs (Allemagne, France) : d'une part il n'y a plus de beurre, d'autre part il n'y a plus d'argent du beurre à gratter, si ce n'est à la marge.

La prochaine évolution des taux ne peut être qu'à la hausse. La couche de beurre va progressivement (ou très brusquement) augmenter sur la tartine obligataire. Mais d'argent du beurre... il n'y en aura plus ; bien au contraire ceux qui voudront vendre leurs anciennes obligations devront rembourser l'argent du beurre, c'est-à-dire subir des moins-values.

Sur votre assurance-vie, bourrée d'anciennes obligations à faible taux, à travers un rendement famélique vous pouvez mesurer l'extrême finesse de la couche de beurre. Vous pourriez être tenté, dans les mois et les années à venir, d'aller voir ailleurs si le beurre est plus épais. Ainsi vous liquideriez votre actuel contrat pour passer sur de nouveaux contrats non encombrés des générations d'obligations émises à très bas taux, ou sur d'autres produits, ou rester cash en attendant de voir venir. Si vous êtes le seul à faire ça, pas de problème. Votre assureur vous remboursera sans difficulté la valeur garantie, fondée sur la valeur comptable des obligations de son portefeuille. Il le fera avec d'autant moins de difficultés que ce remboursement se fera non pas en vendant une partie du portefeuille mais en piochant dans le volant de liquidité alimenté en permanence par les flux entrants des nouvelles souscriptions. L'opération sera plus difficile s'il n'y a plus de nouvelles souscriptions, tout le monde fuyant ces anciens

contrats : il faudra gérer avec les flux entrants des remboursements des obligations en fin de vie. Et cette opération sera tout bonnement impossible si de nombreux souscripteurs veulent sortir en même temps. Dans ce dernier cas le gestionnaire serait obligé de vendre son portefeuille obligataire à sa valeur de marché décotée alors qu'il vous a promis de vous rembourser la valeur comptable. La garantie du capital acquis est par conséquent intenable. Il n'y a qu'une solution : vous empêcher de sortir, vous enfermer dans un [corralito](#) (petit clin d'œil à mes amis argentins qui ont de l'expérience en la matière !), vous sapiniser comme je disais dans le précédent numéro, en faisant référence à la loi Sapin II qui prévoit le gel des contrats d'assurance-vie. Mais aujourd'hui, pour être tendance, il faut dire que votre assurance-vie va être confinée, pour son plus grand bien et celui de l'assureur. Vous vous consolerez en répétant chaque jour une formule que j'affectionne depuis des années : la misère du rendement (le beurre) vaut mieux que la ruine du capital (l'argent du beurre). Donc beurre rationné et pas touche à l'argent du beurre !

Avant que vous ne m'écriviez pour me demander ce qu'il en est de votre fonds de pension, plan d'épargne retraite ou que sais-je encore supposé vous assurer un revenu lorsque vous cesserez votre activité professionnelle...je vous réponds tout de suite (et ça vaut mieux car je ne peux pas vous promettre des réponses individuelles... les journées n'ont que 24h, même pour le retraité que je suis, surtout au printemps avec tout ce qu'il y a à faire dans le jardin !). La réponse dépend des options de sorties de votre produit. S'il prévoit une possibilité de sortie en capital, la problématique est la même que pour l'assurance-vie : attendez-vous donc au confinement de votre épargne. S'il ne prévoit qu'une sortie en rente viagère, pas de souci, rien ne change pour vous : il s'agit de versements étalés sur une longue période (votre espérance de vie, plus éventuellement une réversion sur votre conjoint survivant) qui peuvent être assurés par le remboursement des obligations en fin de vie, donc à leur valeur comptable. Mais pas d'illusions à avoir, attendez-vous à vérifier le bien-fondé de mon pronostic en fin du dernier numéro : « votre retraite par capitalisation dont vous espériez foie gras et homard vous permettra tout juste hareng et boudin ». Néanmoins le hareng fumé pomme à l'huile et le boudin aux pommes sont des mets excellents. Bonne idée pour un menu confiné. Pour accompagner : Morgon ou Cahors, quel dilemme ! Disons Morgon, et réservons le Cahors pour le bœuf bourguignon du lendemain, qui mijote déjà au coin du feu. Et vous... combien de kilos pendant le confinement ?

---