

LA CRISE

N°49, Décembre 2020

Lettre plus ou moins trimestrielle, gratuite et sans abonnement !

COVID : l'impact d'une guerre mondiale ?

Résumé : La violence sociétale de la pandémie de Covid-19 peut suggérer une comparaison de l'évènement avec une guerre mondiale. L'extension géographique du phénomène et sa mortalité, la paralysie de la production, l'envol de la dette peuvent militer en ce sens. Nous allons donc nous interroger dans un premier temps sur la pertinence d'une telle comparaison : une portée réelle mais aussi bien des limites. Puis nous commencerons à réfléchir au « monde d'après », du point de vue de la gestion de patrimoine : un « monde d'après » qui, pour nos sous, ressemble fort au « monde d'avant » mais en pire et qui nécessite donc gestes barrières et distanciation sociale !



Le triomphe de la mort, Brueghel 1562, Museo del Prado

1. COVID / Guerre mondiale : portée et limites d'une comparaison	p.3
1.1. Le Covid, évènement mortifère majeur	p.4
1.2. Le Covid, perturbateur de la production	p. 7
1.3. Le Covid, incubateur de dettes	p. 10
2. « Et mes sous dans tout ça ! » dans le « monde d'après »	p.14
2.1. La dette publique entre équivalence ricardienne et équivalence bolchévique	p.14
2.2. La dette privée ou la voltige sans filet : plus dure sera la chute	p.18
2.3. Patrimoine et distanciation sociale : soyons propriétaires, pas créanciers	p.21

Ce N°49 de LA CRISE était plus ou moins prévu pour la mi-janvier 2021, au gré des envies d'écrire... et des libations de fin d'année ! Le voici donc très en avance, effet collatéral de la deuxième vague du Covid-19. En effet, rien de tel que l'écriture pour s'échapper mentalement du confinement et de l'insupportable assignation à résidence dans une France occupée par le virus où chacun doit remplir son *ausweis* avant de sortir de chez lui. France occupée, *ausweis*... mais voilà qui évoque une toute autre période historique, celle de la dernière Guerre mondiale. Le rapprochement est peut-être audacieux, mais je ne suis pas le premier à l'oser : sans doute, au détour de vos lectures au cours des derniers mois, avez-vous vu des comparaisons entre la période actuelle et les grandes guerres ou au moins des allusions à des impacts comparables. J'ai même entendu un Président de la République dire « nous sommes en guerre » ! Ce n'est donc pas par hasard que j'ai choisi comme illustration de la première page de cette chronique le percutant tableau de Brueghel, « Le triomphe de la mort », qui peint la peste noire européenne du XIV^e siècle dans une véritable scène de guerre.

Pour autant, ne soyons pas prisonniers des images qui s'imposent trop facilement et gardons notre esprit critique face à un parallèle dont la validation éventuelle mérite plus ample enquête ! Le Covid 19 est assurément un événement mondial majeur dans l'histoire contemporaine, et même au-delà. Avec 1,4 million de morts (fin novembre 2020), il s'inscrit d'emblée dans le Top 10 des événements les plus mortifères qu'ait dû affronter l'humanité, certes bien loin de la Deuxième Guerre mondiale avec ses 60 millions de morts. Mais dépasser le million de morts et se diriger assurément vers les deux millions ne confère pas automatiquement une légitimité indiscutable à une comparaison avec une guerre mondiale, même s'il faut bien reconnaître qu'une telle démarche suggère des déclinaisons qui permettent d'analyser les impacts effectifs du Covid sur nos sociétés. Dans les deux cas, la guerre et la pandémie, ne s'agit-il pas d'un événement mortifère majeur ? D'un perturbateur de la production ? D'un incubateur de dettes ?

Nous allons donc consacrer la première partie de cette chronique à l'analyse de la portée et des limites de la comparaison des événements Covid et Guerre mondiale. Mais il faut aussi s'interroger sur les conditions de sortie de l'évènement : elles sont tout autant profondément différentes. Nous aurons sans aucun doute à en traiter, dans les prochains numéros, pour éclairer le monde d'après et ses nouveaux paradigmes au carrefour des innovations technologiques et des contraintes du changement climatique. Mais, pour l'heure, nous allons nous limiter à traiter du « monde d'après » du seul point de vue de nos sous. Et ce n'est ni dans la joie ni dans l'optimisme que nous allons le faire, car pour nos sous, le « monde d'après », c'est comme le « monde d'avant » mais en bien pire... ce qui n'est pas peu dire. Pour lutter contre la pandémie de défauts de paiement sans réanimation possible des agents atteints, il va falloir adopter des gestes barrières patrimoniaux et pratiquer la distanciation sociale vis-à-vis des placements reposant sur des créances. Plus que jamais il va falloir se convaincre qu'il vaut mieux être propriétaire que créancier, même si c'est plus compliqué, plus exigeant. La propriété de biens réels ne peut pas mentir alors que, dans la période actuelle, la créance a de fortes chances de trahir en s'évanouissant !

1. COVID / Guerre mondiale : portée et limites de la comparaison

Une référence plus ou moins explicite à la Guerre mondiale, à une situation jamais vue depuis de la fin de la Seconde Guerre mondiale, s'est donc développée au fil des derniers mois pour rendre compte de la dynamique et des impacts de la pandémie de Covid. D'aucuns, de tendance écolo, nous ont gratifié d'une vraie Guerre mondiale, *new-look*, entre l'humanité et la nature¹, étant entendu, bien sûr, que c'est l'humanité qui a déclaré la guerre et que la nature ne fait que se défendre ! Rappelons toutefois que bien avant que la nature ne soit « agressée » par l'homme et ses révolutions industrielles, elle avait sauvagement attaqué une humanité « innocente » par des pandémies de peste, de choléra, de fièvre jaune, ou par des tremblements de terre et autres éruptions volcaniques. Laissons donc les écologues purs et durs à leurs délires paranoïaques et venons-en à des analyses moins sensationnelles mais plus opérationnelles dans le cadre de notre comparaison ! En effet, d'autres approches nettement plus intéressantes et stimulantes considèrent que les impacts démo-socio-économiques de la pandémie s'apparentent à ceux de la dernière Guerre mondiale, et, à première vue, elles n'ont peut-être pas tort, car l'évènement est d'importance, secouant toutes les sociétés dans le monde entier. Mais si l'idée d'une telle comparaison est parfaitement légitime, je reste très partagé quant à sa pertinence : *in fine* je ne suis pas certain qu'elle soit féconde car les phénomènes considérés (guerre, pandémie) sont trop différents pour induire un parallélisme dans les effets. Toutefois, la démarche n'en reste pas moins heuristique, en suggérant des déclinaisons qui permettent d'analyser les impacts effectifs du Covid en tant qu'évènement mondial majeur. Dans les deux cas il s'agit :

- d'un évènement mortifère majeur. Oui, mais avec des morts différents dont les profils respectifs conduisent à des impacts démo-socio-économiques contrastés.
- d'un évènement destructeur de PIB. Oui, mais sans comparaison possible quant à l'impact sur l'appareil de production. Dans un cas, il est détruit ou profondément modifié et il faut le reconstruire ou le réorienter. Dans l'autre cas, il est à l'arrêt (ou en activité restreinte) et il faut juste le redémarrer, sous réserve d'un autre défi à gérer simultanément (réchauffement climatique). Quant à la population active elle n'est pratiquement pas affectée dans son potentiel productif vu que les décès concernent essentiellement des personnes âgées inactives.
- d'un incubateur de dette. Oui, mais les deux Guerres mondiales alimentent à elles seules une montée vertigineuse de la dette alors que le même résultat n'est aujourd'hui atteint qu'en surajoutant la dette Covid à celle issue de la crise financière de la décennie précédente. Le Covid a bon dos pour faire oublier les turpitudes d'une Finance qui ne s'est pas réformée depuis et qui menace plus que jamais de rajouter une troisième couche de dette, probablement la goutte d'eau qui fera déborder le vase !

Examinons un à un ces trois points : mortalité, chute du PIB, dette.

¹ C'est ainsi que [Pivetta et Colmant](#) écrivent : « avec le Covid-19, il s'agit de la Première Guerre moderne à laquelle est confrontée l'humanité: celle de la Nature contre l'"hubris" de l'Homo (techno) sapiens sapiens ». Avril 2020, L'Echo.

1.1 Le Covid, un évènement mortifère majeur.

Pour bien prendre en compte la juste importance de la pandémie de Covid 19, j'ai confectionné le Top 10 ci-dessous des grands évènements mortifères (guerres et pandémies) des deux derniers millénaires, évènements plus ou moins bien documentés et chiffrés suivant la période d'occurrence.

Top 10 des grands évènements mortifères

Evènement	Période	Nombre de morts Estimation moyenne
1. Deuxième Guerre Mondiale	1939 - 1945	60 millions
2. Grippe espagnole H1N1	1918 - 1919	50 millions
3. SIDA	1980 – 20??	33 millions à fin 2019... et ce n'est pas fini !
4. Peste noire Europe	1347 - 1353	25 millions
5. Première Guerre mondiale	1914 - 1918	18 millions
6. Peste Antonine (Empire Romain)	166 - 190	10 millions
7. Grippe asiatique H2N2	1957 - 1958	4 millions
8. Guerre du Vietnam	1955 - 1975	3 millions de Vietnamiens 58.000 Américains
9. Génocide Khmers rouges	1975 - 1979	1,7 million
10. Covid 19	2019 - 20??	1,4 million à fin novembre 2020

Sources diverses dont notamment Wikipédia

NB : la peste de Justinien (peste bubonique clairement identifiée alors que les pandémies antérieures qualifiées de « peste » peuvent être de nature incertaine, éventuellement variole ou fièvre jaune) n'a pas été retenue dans ce Top 10, en tant qu'évènement s'étalant sur deux siècles (541-767) et donc non comparable à des évènements sur quelques années ou décennies. Elle est néanmoins annoncée entre 25 et 100 millions de morts : on pardonnera aux historiens leur imprécision !

Sur les 10 évènements recensés, 4 sont des guerres internationales ou civiles (Deuxième et Première Guerres mondiale, Guerre du Vietnam, Génocide Khmer rouge) et 6 des pandémies. Le Covid s'inscrit en 10^e place avec 1,3 million de morts, devançant désormais le génocide arménien 1915-16 (1,2 million) et la Grippe de Hong-Kong des années 1968-70 (1 million), mais très loin derrière la Grippe asiatique des années 1957-58 (4 millions) et a fortiori des grandes pandémies de Grippe espagnole (50 millions) et de SIDA (33 millions), cette dernière étant toujours active. De plus il faut relativiser les chiffres en rapportant le nombre de décès à la population mondiale de l'époque : la mortalité de la grippe espagnole a été évaluée, suivant les estimations, entre 2,5 et 5% d'une population mondiale de 1,75 milliard ; en cette fin 2020 la mortalité du Covid 19 est de l'ordre de 0,02% d'une population mondiale de 7,5 milliards. Pour le moment donc, à l'échelle de l'humanité, la mortalité Covid reste un épiphénomène... même si chacun d'entre nous préférerait ne pas avoir une tête d'épiphénomène !

Une différence majeure entre la mortalité Covid, d'une part, et aussi bien les Grandes guerres que les pandémies de Grippe espagnole ou de SIDA, d'autre part, tient à la structure par âge des décès. Les pandémies grippales sont généralement associées à une mortalité concernant essentiellement les personnes âgées, mais cela n'avait pas été le cas avec la Grippe espagnole dont on estime que 60% des victimes avaient entre 20 et 60 ans. De même le SIDA, dont la létalité a considérablement diminué au rythme des progrès dans le traitement, a frappé des tranches d'âges jeunes, se rapprochant ainsi des profils de mortalité des guerres. Par contre le Covid 19, comme en témoigne le tableau ci-dessous relatif à la France, dessine une mortalité centrée sur les tranches d'âge les plus élevés. C'est ainsi qu'en France les plus de 70 ans représentent 14,7% de la population mais 81,6 % des décès, et si on rajoute la tranche 60-69 ans on arrive à 93,4%. C'est dire que les décès associés au Covid touchent une population inactive, retraitée pour l'essentiel, et n'affectent donc pas le potentiel productif des nations.

Number of cumulative deaths due to COVID-19 in France													
Coverage: COVID-19 tested deaths occurred in hospital by 10-year age groups and sex													
Warning : the data provided below are imperfect and incomplete. Please consider them with caution.													
Footnotes													
Age Group	Population on 01.01.2020						Reported cumulative COVID-19 deaths by date						
							29/10/2020						
	Males	%	Females	%	Both sexes	%	Males	%	Females	%	nknowoth sexe	%	
0-9	3 957 228	12,2	3 798 527	11,0	7 755 755	11,6	2	0,0	1	0,0	0	3	0,0
10-19	4 266 196	13,2	4 062 792	11,7	8 328 988	12,4	2	0,0	2	0,0	0	4	0,0
20-29	3 737 191	11,5	3 733 717	10,8	7 470 908	11,1	18	0,1	10	0,1	0	28	0,1
30-39	4 025 803	12,4	4 262 454	12,3	8 288 257	12,4	67	0,5	46	0,5	0	113	0,5
40-49	4 233 782	13,1	4 350 667	12,6	8 584 449	12,8	189	1,4	109	1,1	3	301	1,3
50-59	4 294 564	13,3	4 490 542	13,0	8 785 106	13,1	712	5,3	354	3,6	5	1071	4,6
60-69	3 792 182	11,7	4 207 424	12,1	7 999 606	11,9	1979	14,3	827	8,5	6	2812	11,8
70-79	2 598 072	8,0	3 095 588	8,9	5 693 660	8,5	3754	26,3	1683	16,9	23	5460	22,4
80-89	1 251 693	3,9	1 992 850	5,7	3 244 543	4,8	5309	36,4	3888	38,4	40	9237	37,2
90+	240 468	0,7	671 963	1,9	912 431	1,4	2336	15,7	3126	30,8	31	5493	22,0
Total known	32397179	100	34666524	100	67063703	100	14368	100	10046	100	108	24522	100
Total unknown	0		0		0		93		40		4	137	
Total	32397179		34666524		67063703		14461		10086		112	24659	

Source : INED, [La démographie des décès par Covid 19](#)

Encadré N°1

Covid et comptes sociaux : quel impact ?

Chers jeunes lecteurs, si vous croyez que je ne lis pas dans vos pensées cyniques... c'est raté ! Je sais très bien que, sans le dire, vous voyez dans le Covid une vraie bénédiction pour les comptes sociaux. Il tue essentiellement des vieux, donc moins de retraites à verser², moins de frais médicaux liés au grand âge dans les années à venir, et donc, pensez-vous, moins de cotisations ou d'impôts à verser pour équilibrer le système. Ne vous réjouissez pas trop vite, bien au contraire... vous n'avez pas fini de payer !

Examinons le cas français en supposant que le Covid fasse 50.000 morts (chiffre déjà dépassé au moment où je boucle cette chronique le 29/11/2020). Supposons que 90% des décès concernent des retraités (soit 45.000), et ne tenons pas compte des pensions de réversion pour les conjoints survivants. Le montant moyen mensuel des retraites est à 1382€ net (après prélèvements sociaux, donnée 2018) ; en retenant cette moyenne on est large car on sait que les profils sociaux des décès relèvent de catégories plutôt défavorisées dans lesquelles les conditions de vie induisent un risque de contamination plus élevé. L'âge moyen constaté des décès Covid est à 81 ans. A 80 ans, l'espérance de vie d'un homme est à 8 ans et à 10 ans pour une femme. Considérons donc, dans un premier temps, qu'en moyenne, un retraité décédé du Covid aurait encore vécu 8 ans. Le montant de retraite économisé sur les années suivantes serait donc de :

$45.000 \times 1382 \times 12 \times 8 = 5,97$ milliards € (on peut retenir un ordre de grandeur à 6 milliards).

Et si nos retraités décédés à 80 ans avaient continué à se soigner pendant 8 ans, combien auraient-ils coûté aux organismes de Sécurité sociale et autres prestataires. Je retiens, pour la tranche d'âge + de 80, une dépense médicale moyenne annuelle de 6000 € par an³ :

$45.000 \times 6.000 \times 8 = 2,16$ milliards € (on peut retenir un ordre de grandeur de 2 milliards).

Donc le Covid, dans le format épidémique qu'on lui connaît en France à fin novembre 2020 ferait économiser aux comptes sociaux $6 + 2 = 8$ milliards sur une période de 8 ans soit un milliard par an⁴. Le chiffre peut sembler significatif, sachant que les déficits des deux dernières années (2018 et 2019) ont été de 1,2 et 1,9 milliards. Mais le déficit anticipé pour 2020, du fait de la chute des cotisations sociales perçues et de l'augmentation des dépenses relatives aux soins Covid⁵ est de l'ordre de 44 milliards ([Cour des Comptes](#)). Economiser 8 milliards tout en perdant 44 n'est pas vraiment une opération grandiose !

Donc, définitivement non, le Covid n'est pas une aubaine pour les comptes sociaux mais bien plutôt un désastre absolu.

² Le journal [El Pais](#) rapporte le 25 novembre que pour la première fois l'Espagne enregistre une baisse du nombre de retraités, du fait des décès dus au Covid.

³ Dans ma recherche documentaire j'ai trouvé 4000 € [ici](#) et 8000 € [là](#) : donc je retiens 6000 € !

⁴ Cette estimation est très « optimiste » ... si l'on peut s'exprimer ainsi sur le sujet qui nous occupe. Car les médecins nous disent que ce sont les patients les plus fragiles qui décèdent du Covid, ceux dont l'espérance de vie à 80 ans est bien inférieure à 8 ans, souvent de quelques mois. Donc l'économie sur les retraites envisagée ci-dessus risque d'être bien plus mince dans la réalité.

⁵ A titre d'exemple, le coût d'une journée en réanimation étant de 4628 € ([donnée APHP](#)), un séjour de trois semaines en réanimation revient à 100.000 € !

1.2. Le Covid, évènement perturbateur de la production.

On convient en général que les pandémies et les guerres ont des effets communs sur la sphère productive, non sans raisons, mais le parallélisme n'est pas absolu. En effet si le sens d'évolution quantitatif mesuré à travers le PIB va bien le plus souvent dans le sens de la baisse dans les deux cas (avec exceptions néanmoins), l'ampleur de l'évolution négative n'est pas nécessairement identique. Par ailleurs, les impacts qualitatifs ne sont pas de même nature.

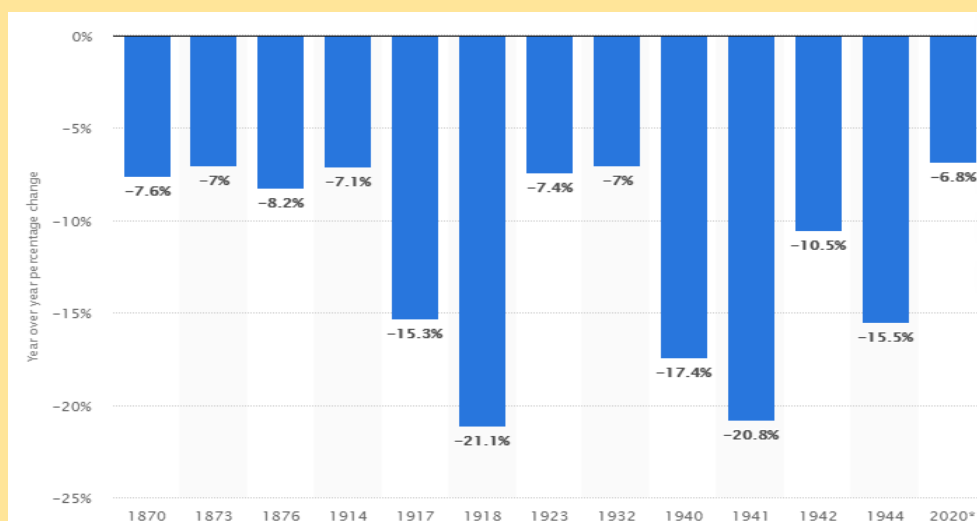
Le Top 10 des évènements mortifères que nous avons examiné dans les pages qui précèdent donnait 6 pandémies pour 4 guerres. Je ne suis pas en état de vous proposer un Top 10 des évènements récessifs car il est impossible de remonter l'histoire avec des chiffres crédibles quant à des évolutions sur de brèves périodes de l'activité économique. Mais le plus probable est que la proportion serait inversée, ou bien il faudrait inclure dans les pandémies les contagions financières qui en dehors de toute guerre peuvent faire fortement chuter les PIB, comme ce fut le cas avec la crise initiée en 1929, ou bien la crise financière dite des *subprimes* en 2008-9 ! Certes vous pouvez lire ou entendre actuellement des chiffres de diminution de l'activité à 20%, mais il s'agit de chiffres trimestriels (un trimestre Covid rapporté au trimestre précédent non Covid) ; les prévisions actuelles en termes d'évolution annuelle pour 2020 tournent plutôt autour de 5 à 10% suivant les pays et leur profil sectoriel plus ou moins affecté par la maladie.

Le premier schéma de l'encadré en page suivante recense pour la France les récessions intervenues entre 1870 et 2020. Les récessions les plus fortes sont celles associées aux deux Guerres mondiales, avec des chutes de PIB pouvant dépasser les 20% en année pleine. Le chiffre anticipé pour 2020 à 6,8% (à vérifier dans les mois à venir, peut-être plus fort avec l'impact de la deuxième vague Covid sur le quatrième trimestre) n'est pas comparable ni avec la Première ni avec la Deuxième Guerre mondiale. Par contre, autour de 7%, on est tout à fait sur le même ordre de grandeur que la Guerre franco-prussienne de 1870 ou les récessions économiques du milieu des années 1870 ou 1930. Donc, par leur ampleur quantitative et par leur étalement sur plusieurs années successives, les récessions imputables aux deux Guerres mondiales sont sans comparaison avec la récession Covid en cours.

Toutefois, relativement aux récessions dues aux Guerres mondiales, une exception notable s'impose : les Etats-Unis pendant la Deuxième Guerre mondiale, comme l'illustre le premier tableau relatif aux Etats-Unis dans l'encadré en page suivante. Contrairement aux pays européens qui subissent directement le choc matériel et humain du conflit, les Etats-Unis connaissent une puissante expansion économique avec un PIB qui passe de 100 à 174 milliards de dollars (\$ constant 1940) entre 1940 et 1944 en tant que base productive arriérée des Alliés, dopée par les dépenses d'armement qui vont représenter entre 70 et 90% de dépenses fédérales elles-mêmes en très forte augmentation.

Encadré N°2 : Les impacts économiques des guerres mondiales

1. Les grandes récessions économiques françaises 1870 – 2020



Source : [Statista](#)

2. L'impact économique de la Deuxième Guerre mondiale aux Etats-Unis

Table 1: Federal Spending and Military Spending during World War II
 (dollar values in billions of constant 1940 dollars)

Year	Nominal GDP		Federal Spending		Defense Spending		
	\$	% increase	\$	% increase	\$	% increase	% of GDP
1940	101.4		9.47	9.34%	1.66	1.64%	17.53%
1941	120.67	19.00%	13.00	37.28%	6.13	269.28%	5.08%
1942	139.06	15.24%	30.18	132.15%	22.05	259.71%	15.86%
1943	136.44	-1.88%	63.57	110.64%	43.98	99.46%	32.23%
1944	174.84	28.14%	72.62	14.24%	62.95	43.13%	36.00%
1945	173.52	-0.75%	72.11	-0.70%	64.53	2.51%	37.19%

Source : Christopher J. Tassava, [The American Economy during World War II](#).

Table 2: Indices of American Manufacturing Output (1939 = 100)

	1940	1941	1942	1943	1944
Aircraft	245	630	1706	2842	2805
Munitions	140	423	2167	3803	2033
Shipbuilding	159	375	1091	1815	1710
Aluminum	126	189	318	561	474
Rubber	109	144	152	202	206
Steel	131	171	190	202	197

Source : Christopher J. Tassava, [The American Economy during World War II](#).

Mais dans notre comparaison pandémie / guerres mondiales, les dimensions quantitatives de l'impact sur le PIB ne sont pas les seules à considérer. Des dimensions qualitatives font aussi la différence. Contrairement aux bombes, on n'a jamais vu un virus détruire des ponts, des voies ferrées, des ports ou des usines. Le virus ferme des usines et des commerces, vide les bars et les restaurants, parfois les écoles. Dans le premier cas, la guerre, il faut reconstruire alors que dans le second, la pandémie, il suffit de redémarrer. Et ce redémarrage peut être tout aussi puissant que le freinage a été brusque : c'est ainsi que le PIB de la zone Euro qui avait reculé de 11,8% au T2 2020 (deuxième trimestre) vient de rebondir de 12,6 % au T3 2020.

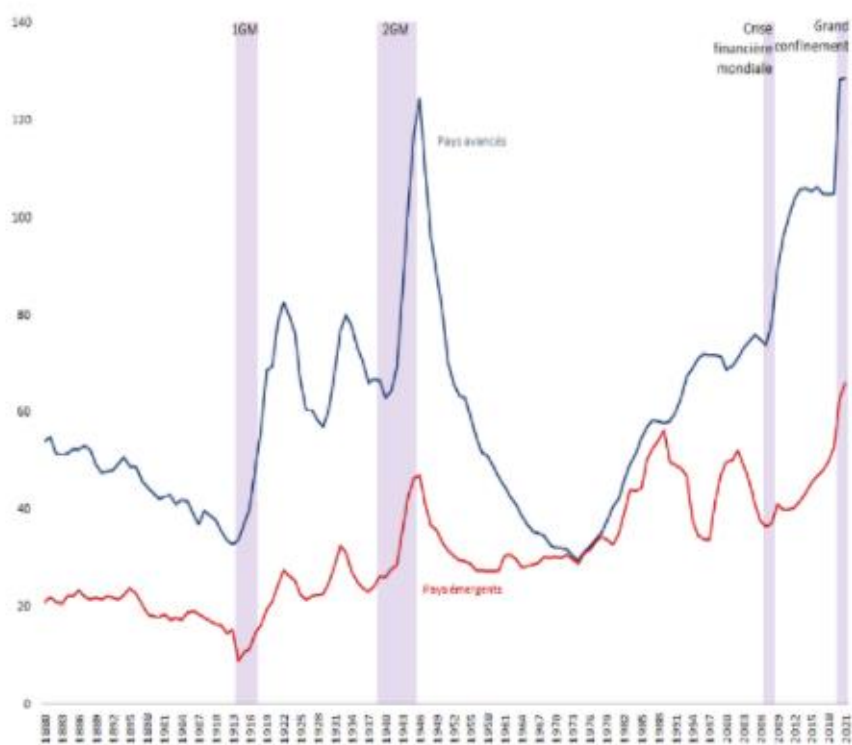
De plus, pendant les deux guerres mondiales non seulement l'appareil productif a été en partie détruit (sauf dans les zones éloignées des combats) mais en plus il a été sectoriellement réorienté vers les industries d'armement. C'est ainsi qu'aux Etats-Unis la production en 1944 de bateaux a été multipliée par 18 par rapport à 1939, la production d'avions par 28 et celle de munitions par 38 (cf. Encadré N°2 en page précédente). Dès lors, la fin de l'épisode belliqueux ne suppose pas seulement la reconstruction de l'appareil productif là où il a été détruit mais aussi sa reconversion vers des productions civiles. A l'inverse, la fin de la pandémie Covid verra la remise en route des activités productives arrêtées, la réouverture des commerces, des bars et restaurants, des salles de spectacles et autres lieux de culture, ou au moins de ceux qui n'auront pas fait faillite pendant l'épisode sanitaire ! C'est là une énorme différence entre guerres et pandémies quant à l'impact sur le tissu économique.

Il faut toutefois apporter quelques nuances quant au redémarrage de l'activité après la pandémie. L'arrêt ou le freinage de l'activité ne s'est pas appliqué à une économie statique, mais à une économie en mouvement, avec des évolutions technologiques et organisationnelles spécifiques à différents secteurs ou liées au principal défi de la période, le réchauffement climatique. Il est probable qu'on s'apercevra, avec un peu de recul, que la pandémie aura été un accélérateur de transitions. Les petits commerces non essentiels vivent très mal leur fermeture et dénoncent la concurrence des grandes plateformes numériques : pourtant la période ne fait que révéler et amplifier le retard numérique du vieil appareil commercial traditionnel, éliminant les plus faibles qui de toutes manières auraient disparu dans les années à venir, tout comme ce sont les hommes et les femmes les plus fragiles qui sont mortellement frappés par la pandémie. De même les Etats peuvent conditionner leurs aides au maintien à flot de grandes entreprises (construction aéronautique et automobile, transport aérien) à des objectifs de réduction des émissions de CO₂ : là encore on assiste à une accélération de transitions inéluctables mais qui auraient été plus lentes sans les répercussions économiques de la crise sanitaire. Enfin le redémarrage pourrait se faire avec une demande modifiée suite à de nouvelles pratiques héritées de la pandémie : on pense notamment aux voyages d'affaire qui pourraient être partiellement remplacés par les télé-conférences, amputant les lucratives recettes des classes Business des compagnies aériennes, mais sans que l'on soit encore capable d'apprécier l'ampleur et la durabilité du phénomène une fois la pandémie surmontée.

1.3. Le Covid, incubateur de dette

Le graphique ci-dessous, issu d'une publication de juillet 2020 sur le blog du FMI, est particulièrement instructif ... sous réserve de la lisibilité des axes. Sur l'axe horizontal les années de 1890 à 2021. Sur l'axe vertical la dette publique en pourcentage du PIB. La courbe bleue retrace l'évolution de l'endettement des pays avancés et la courbe rouge des pays émergents. Les annotations en haut du graphique sont, de gauche à droite : Première Guerre mondiale, Deuxième Guerre mondiale, Crise financière mondiale (celle d'il y a 10 ans), Grand confinement (du Covid).

Une dette publique qui monte en flèche
La dette publique mondiale devrait atteindre 101,5 % du PIB en 2020, soit le plus haut niveau jamais observé.
(en pourcentage du PIB)



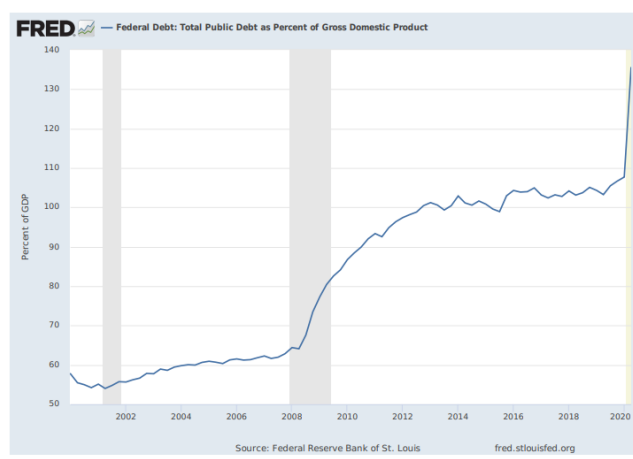
Source : Vitor Gaspar & Gita Gopinath, Des politiques budgétaires pour un monde en transformation, [Blog FMI, 10/07/20](#).

La première conclusion qui ressort de ce graphique est qu'à mi-2020 les pays avancés sont plus avancés que jamais... en matière d'endettement public, dépassant alégrement les 120 % et en ascension rapide vers les 140%⁶. Et il n'est pas impossible qu'après la deuxième vague Covid en cours, ces 140% soient atteints. Les Etats-Unis en tout cas n'en sont déjà pas loin, à la fin du 2^e trimestre 2020, avec 136%, comme l'illustre le graphique suivant, après une montée en flèche

⁶ Il faut noter que dans la période que nous vivons, il est d'autant plus facile de faire monter le rapport Dette / PIB que le numérateur augmente (la dette croît en valeur absolue) et le dénominateur diminue (effet de la récession sur le PIB). En sortie de crise, lorsque le PIB reviendra au niveau initial (fin 2021 ou 2022) le taux d'endettement redescendra mécaniquement, sans même que le montant de la dette ne diminue.

de l'endettement comme on en voit rarement : presque 30% sur un seul trimestre, de 108% à 136%. J'ai vraiment du mal à le croire, mais puisque c'est la FED qui le dit, je ne peux que m'incliner !

La dette publique américaine : 2000 - 2020



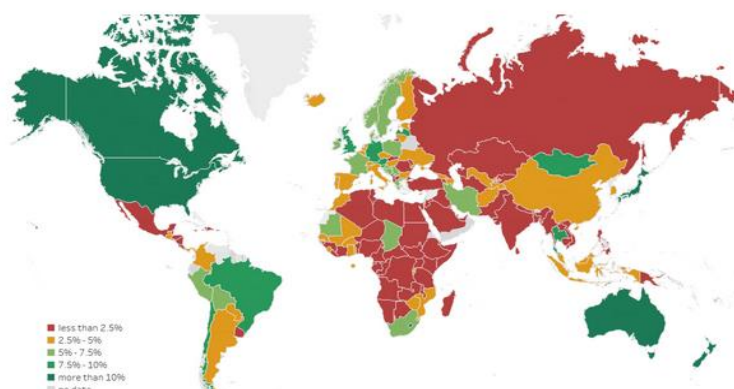
Source : [Federal Reserve Bank of St-Louis](https://fred.stlouisfed.org/)

En arrière-plan de cette puissante montée de la dette aussi bien au niveau mondial qu'à celui de la quasi-totalité des pays, se situent des situations budgétaires extrêmement contraintes, du côté des recettes comme de celui des dépenses : moindres recettes du fait de la moindre activité (moins de TVA par exemple) et plus de dépenses pour soutenir les entreprises (subventions, prêts) comme les salariés (indemnisation du chômage). La carte ci-dessous rend compte de ces impacts en additionnant les dépenses supplémentaires et les pertes de ressources fiscales (en rouge moins de 2,5% du PIB, en vert foncé plus de 10%). Si vous gagnez moins et que vous dépensez plus, la seule variable d'ajustement immédiate est l'endettement.

Additional Spending and Forgone Revenue in Response to the COVID-19 Pandemic

(Percent of GDP)

Budgetary fiscal support to people and firms has varied widely across countries.



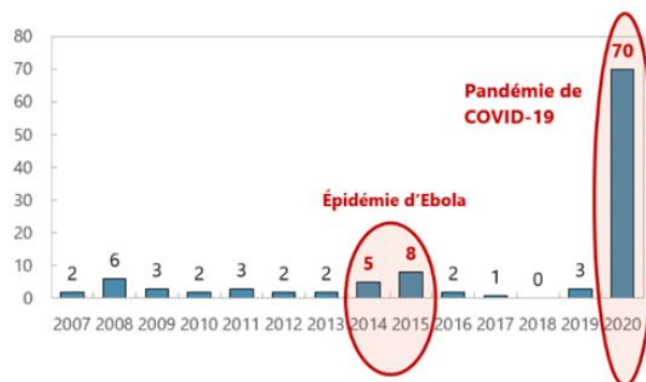
Source : FMI, octobre 2020, [Fiscal Monitor Database of Country Fiscal Measures in Response to the COVID-19 Pandemic](https://www.fmi.org/)

Les pays développés peuvent gérer cette situation, pour autant qu'elle restera limitée dans le temps, en s'adressant aux marchés financiers et en dernier recours à leurs Banques centrales, selon des modalités techniques diverses. Les pays les plus pauvres⁷ n'ont pas accès à ces possibilités, d'autant plus qu'ils doivent emprunter dans des devises internationales (pour payer leurs importations) que leurs systèmes bancaires ne peuvent pas créer *ex-nihilo*, et les marchés financiers ont peu d'appétit pour ce type de pays. Dès lors ces pays doivent se tourner vers des financements d'urgence que met en œuvre le Fonds Monétaire International, sous le nom d'Instrument de financement rapide ou Facilité de crédit rapide. Le schéma ci-dessous montre comment les troubles économiques liés à la pandémie de Covid ont accru dans des proportions auparavant inimaginables le recours à ces instruments d'urgence.

Nombre de pays bénéficiant de l'IFR/la FCR

Le FMI a apporté une riposte sans précédent face à l'urgence de la COVID-19.

(nombre de pays)



Source : suivi des accords avec le FMI.

Note : IFR = instrument de financement rapide ; FCR = facilité de crédit rapide.

Source : [Blog FMI 16/11/2020](#)

Au vu de tous ces graphiques, sans doute pensez-vous que la comparaison Covid / Guerre mondiale est pleinement justifiée et particulièrement appropriée. La dette mondiale n'est-elle pas aujourd'hui plus élevée qu'elle ne l'était au sortir de la Deuxième Guerre mondiale ? C'est formellement vrai, mais les dynamiques d'endettement sont profondément différentes et c'est en cela que la comparaison peut être trompeuse.

Si vous revenez au premier graphique sur la dette, 2 pages en arrière, vous pouvez visualiser que la montée en puissance de la dette des pays avancés s'effectue dans un schéma très différent entre les deux Guerres mondiales d'une part et la période récente d'autre part. Pour les deux Guerres mondiales, il s'agit d'une montée brusque sur quelques années suivie d'une redescente très nette, particulièrement accentuée pour la Deuxième : en 1955 on est revenu au niveau de 1940, de l'ordre de 60% du PIB, et la descente va se poursuivre encore pendant une quinzaine d'années jusqu'à 40%. Depuis le début des années 70, le ratio d'endettement public ne fait que remonter tout au long des 50 dernières années, sans jamais redescendre. Une première phase

⁷ Comme le note l'OMC ([communiqué du 11 novembre 2020](#)) « les pays les moins avancés ... sont durement touchés par le ralentissement du commerce mondial déclenché par la pandémie de COVID-19 : leurs exportations de marchandises ont diminué de 16 pour cent au premier semestre de 2020 ».

d'endettement soutenu et régulier va faire monter le ratio dette / PIB de 40 à 80% jusqu'à 2008. La crise financière initiée par l'épisode des *subprimes* va conduire à une première augmentation vertigineuse de 30% en quelques années et la crise Covid en quelques mois rajoute une nouvelle couche de 30% ! Dès lors, on se doit de considérer que le niveau d'endettement public actuel, s'il vient d'être boosté par un événement conjoncturel précis, relève d'un processus long d'une cinquantaine d'années qui a systématisé le recours à l'endettement comme instrument à tout faire de la politique budgétaire, alors que lors des deux Guerres mondiales il a été l'instrument momentané d'un besoin de financement exceptionnel résorbé par la suite. Reste à s'interroger sur le pourquoi de cette différence fondamentale. La décennie 70 qui démarre le processus n'est-elle pas celle du développement de l'idéologie néolibérale, confirmée et boostée dans la décennie 80 avec l'arrivée au pouvoir de Reagan et Thatcher ? En vertu de cette idéologie, qui va faire exploser les inégalités, les politiques budgétaires vont s'employer à diminuer la charge fiscale des plus riches, leur permettant d'accroître une épargne qui pourra être prêtée aux Etats *via* les marchés financiers, transformant de la ressource fiscale définitivement acquise en endettement qui devra être remboursé et donner lieu au paiement d'intérêts : les « riches » prêtent à l'Etat ce qu'ils ne lui doivent plus (la diminution d'impôts) et touchent des revenus supplémentaires à cette occasion ! Mais de par leurs errements non régulés, les marchés financiers vont déclencher la crise financière dites des *subprimes* à l'issue de laquelle ils seront incapables de venir financer les Etats - qui sont pourtant venus à leur secours - sans que les Banques centrales ne deviennent prêteuses en dernier ressort et qu'on finisse par arriver à la situation actuelle où l'endettement public est indirectement mais largement financé par de la pure création de monnaie par les Banques centrales⁸. Et c'est le genre de situation dont on sait où elle commence mais pas où elle finit, même s'il existe des précédents historiques : chaque situation est spécifique, dans des conditions institutionnelles, économiques, politiques et géopolitiques particulières. Il est donc difficile sinon impossible, à partir des précédents historiques, d'inférer des prévisions fiables : inutile donc de pousser des cris d'orfraie et de hurler à l'hyperinflation prochaine ou à l'effondrement imminent, comme savent si bien le faire des manipulateurs professionnels invétérés qui ont toujours quelque remède miracle à vous vendre ! Bienvenue en terre inconnue par temps d'épais brouillard ... dans un « monde d'après » sans carte ni GPS pour nous guider !

Alors, *in fine*, que faut-il penser d'une comparaison pandémie / guerre mondiale : piste féconde ou pas ? Je ne peux qu'apporter une réponse de Normand : « p'têt ben qu'oui, p'têt ben qu'non ». Du côté du oui, il y a le fait que l'idée d'un éventuel parallélisme entre les deux phénomènes suggère des déclinaisons thématiques qui permettent de décortiquer le phénomène Covid dans ses différentes dimensions démo-socio-économiques, en les confrontant à d'autres événements mondiaux majeurs. Du côté du non, il y a l'évidence qu'en matière démographique, économique ou financière, les modalités dans lesquelles s'expriment les deux types de phénomènes sont radicalement différentes. Donc la démarche comparative n'est pas illégitime... mais à consommer avec modération : suivant votre tempérament, vous pouvez voir un verre à moitié plein ou à moitié vide, tout en restant dans la modération du demi-verre !

⁸ Les lecteurs intéressés par cette thématique pourront utilement se reporter au Policy Brief de l'OFCE en date du 9 novembre 2020, « De la monétisation à l'annulation des dettes publiques, quels enjeux pour les banques centrales ? » disponible [ici](#).

2. « Et mes sous dans tout ça ! » dans le monde d'après

Du point de vue économique en général et patrimonial en particulier, deux des dimensions évoquées précédemment sont importantes : le freinage de la production et l'envol de la dette. L'excès de mortalité est beaucoup plus secondaire, dans la mesure où il touche essentiellement des populations âgées inactives, donc hors force de travail et sans impact sur le potentiel productif.

Les thèmes de la production et de la dette sont étroitement liés : l'enjeu de la dette devient d'autant plus aigu que la production est freinée. Et il ne s'agit pas uniquement de la dette publique dont nous avons traité ci-dessus, mais aussi de la dette privée, sous ses deux formes : dette des entreprises (dette *corporate* en bon français) et dette des ménages. Et si les Etats sont soumis à un double mouvement de baisse des recettes et hausse des dépenses qui les fait s'endetter plus, les entreprises et les ménages sont eux éventuellement soumis à une baisse de leur chiffre d'affaire ou de leurs revenus qui peut les rendre incapables de rembourser les échéances de leur dette et les conduire en situation de défaut de paiement. Et pour la suite des événements, je crains beaucoup plus les défauts de paiement des Entreprises et des Ménages que l'endettement toujours plus élevé d'Etats bénéficiant de l'appui quasi inconditionnel de leur Banque centrale. Nous allons tout d'abord nous pencher sur cette asymétrie dans la dangerosité à court terme des dettes publiques et des dettes privées. Puis nous terminerons cette chronique en essayant de tirer de la situation présente quelques règles prudentielles dans la gestion de nos patrimoines.

2.1. La dette publique entre équivalence ricardienne et équivalence bolchévique.

Connaissez-vous le principe d'équivalence ricardienne ? La réponse est sans doute non pour la plupart des lecteurs de cette chronique, mais ce n'est pas grave car je vais vous briefer en trois lignes. Je vous fais grâce de toute la littérature économique accumulée sur ce thème, depuis les réflexions initiales de David Ricardo au début du XIXe siècle jusqu'à la version moderne dite [Ricardo-Barro](#) et ses implications macroéconomiques en matière de politique budgétaire. Allons donc directement à la substantifique moëlle de cette problématique dans sa dimension la plus triviale mais aussi la plus pertinente pour nos sous :

Principe d'équivalence ricardienne : le montant de la dette publique émise aujourd'hui, augmenté de la somme des intérêts qui seront dus, est égal au montant des impôts supplémentaires qui seront perçus demain. Autrement dit, la dette d'aujourd'hui c'est les impôts de demain, et le pic de la dette d'aujourd'hui annonce un pic d'impôts pour demain... ou après-demain. C'est le contribuable qui finit par payer la dette. Il est possible, voire probable, que cela vous semble aller de soi, une véritable évidence : auquel cas vous manquez cruellement d'imagination ... et de connaissances historiques !

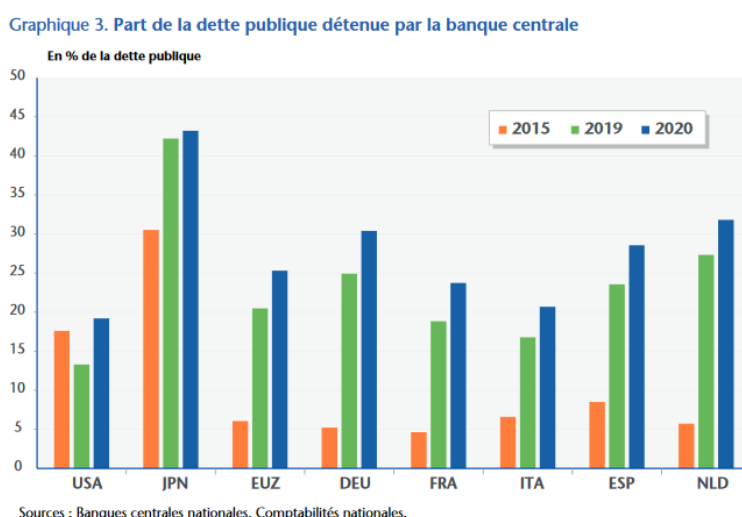
Mais il y a un autre principe d'équivalence, pas du tout validé par le monde académique, n'ayant fait l'objet d'aucune publication avant celle-ci, et dont je revendique la propriété intellectuelle ... même si elle ne me rapportera jamais rien ... comme d'habitude ! C'est le principe d'équivalence bolchévique :

Principe d'équivalence bolchévique : le montant de la dette empruntée est égal au montant de la spoliation que vont subir ceux qui ont souscrit à l'emprunt. Ce n'est plus le

contribuable qui paye ; c'est le créancier, alias l'épargnant, qui paye, en étant totalement spolié de la valeur des emprunts auxquels il a souscrit. C'est l'expérience historique qu'ont notamment vécue les souscripteurs (puis leurs héritiers) des emprunts russes qui ont été répudiés à la suite de la révolution soviétique de 1917, ou des emprunts ottomans qui se sont évaporés après la Première Guerre mondiale, ou des emprunts chinois après l'arrivée du régime communiste.

Mais entre ces deux modalités de remboursement ou de non remboursement de la dette, il peut y avoir des solutions intermédiaires ! On a vu, et on va voir dans les mois et années à venir, des défauts partiels, des restructurations de dettes publiques, des dispenses d'échéances pour des pays parmi les plus pauvres soumis un choc économique issu d'un événement exceptionnel. C'est ainsi qu'en 2020 le Club de Paris, qui regroupe les grands Etats créanciers de pays en développement, a suspendu le paiement de la dette, à hauteur de 1,8 milliard d'Euros, pour 28 des pays (dont 20 pays africains), victimes d'une chute de leurs exportations du fait de la récession économique mondiale liée à la crise sanitaire.

Pour ce qui est des grands pays développés aussi, le choix à court ou moyen terme, heureusement, n'est pas entre défaut de paiement ou augmentation immédiate des impôts à hauteur de l'endettement. Des arrangements avec le Bon Dieu de la Finance sont possibles et on voit depuis plusieurs années les grandes Banques centrales venir au secours des Trésors publics : officiellement elles ne monétisent pas la dette - en finançant directement l'Etat - mais elles la rachètent sur le marché secondaire auprès des acheteurs initiaux (les grandes banques commerciales accréditées) : *in fine* c'est bonnet blanc et blanc bonnet, mais on peut faire semblant de fermer les yeux, et ça permet de maintenir les taux d'intérêt très bas, ce qui est excellent pour les contribuables, même si ce n'est pas enthousiasmant pour ces mêmes contribuables s'ils sont aussi épargnants, contemplant les maigres rémunérations de leurs placements. Le graphique ci-dessous indique la part non négligeable que les Banques centrales détiennent dans les dettes publiques de certains Etats :



Source : OFCE, [Policy Brief N°80](#), 9 novembre 2020, « De la monétisation à l'annulation des dettes publiques, quels enjeux pour les Banques centrales ? »⁹,

Ces rachats de dettes publiques par les banques centrales ont considérablement augmenté au cours des 5 dernières années en Europe où l'on en est entre le quart et le tiers de détention par

⁹ Je ne serais pas surpris que l'acronyme EUZ, non défini, corresponde à la zone Euro !

les Banques centrales. On notera au passage, non sans ironie, que la part de la dette publique détenue par la Banque centrale est plus élevée chez les « frugaux » de l'Europe du Nord (Allemagne, Pays-Bas) que dans le « Club Med » (Espagne, Italie, France). Quels laxistes ces frugaux ! Toutefois on reste loin de la situation japonaise qui se rapproche des 50%.

Mais ces dettes rachetées par les Banques centrales restent néanmoins incluses dans les taux d'endettement des Etats et doivent être remboursées aux échéances prévues, en donnant lieu, bien sûr, à une nouvelle émission de dette qui permet de rembourser la précédente ! Aussi d'aucuns recherchent une solution plus radicale qui leur permettrait de chanter allègrement « Du passé faisons table rase » : l'annulation de la dette des Etats vis-à-vis de leur Banque centrale fait l'objet d'intenses débats et espoirs, chez les chercheurs comme chez certains politiques de gauche. Outre divers problèmes trop techniques pour être développés ici (les fonds propres d'une Banque centrale peuvent-ils être négatifs ?), la question soulève de gros problèmes politiques comme d'immenses questions économiques. Imaginez-vous l'Allemagne acceptant que la BCE annule à tour de bras les déficits budgétaires du Club Med ? Quels seraient les impacts à moyen et long terme d'une création monétaire sans limite. La grande inflation ne serait-elle pas au bout du chemin, même si aujourd'hui la petite inflation se fait encore attendre, bien qu'elle soit ardemment espérée pour booster le PIB nominal et faire ainsi baisser le ratio Dette / PIB comme ce fut le cas après la Deuxième Guerre mondiale ?

Toutefois, au-delà de ces débats, il faut bien admettre que la situation présente en matière de dette publique reste tenable. Il n'y a pas de péril immédiat en la matière, au moins pour les pays développés¹⁰. Pour ces pays avancés, le combat budgétaire contre la crise sanitaire et la crise économique induite ne fait qu'amplifier la situation de la dette initiée avec la Grande Crise financière (2008-2009), il ne la bouleverse pas. Et c'est heureux, car l'inaction budgétaire des Etats créerait un trouble bien plus grand qu'une augmentation du ratio Dette / PIB. Une telle inaction ne pourrait qu'engendrer un effondrement complet de nos économies et nous plonger dans des troubles socio-politiques incommensurables. D'ailleurs, la dette du Japon a dépassé les 200% du PIB en 2009 et atteint les 238% en 2019. Pour autant, les dix plaies d'Egypte ne se sont pas abattues sur le Japon ; le Japon n'a pas été mis au ban de la communauté internationale pour indignité financière et aucun pays n'a rappelé son ambassadeur à Tokyo ! Quant aux Japonais eux-mêmes, détenant 90% de la dette japonaise, ils semblent toujours prêts à prêter à leur propre pays. Et pour finir, l'inflation au Japon en 2019 a été de 0,8% : dépasser 200% de dette publique, de plus détenue à moitié par la Banque centrale, n'implique donc pas *ipso facto* une hyperinflation à la Weimar et lorsque je suis passé au Japon la dernière fois (avril 2019, la belle époque où l'on pouvait encore voyager), je n'ai vu aucun Japonais aller faire ses courses avec une brouette de billets !

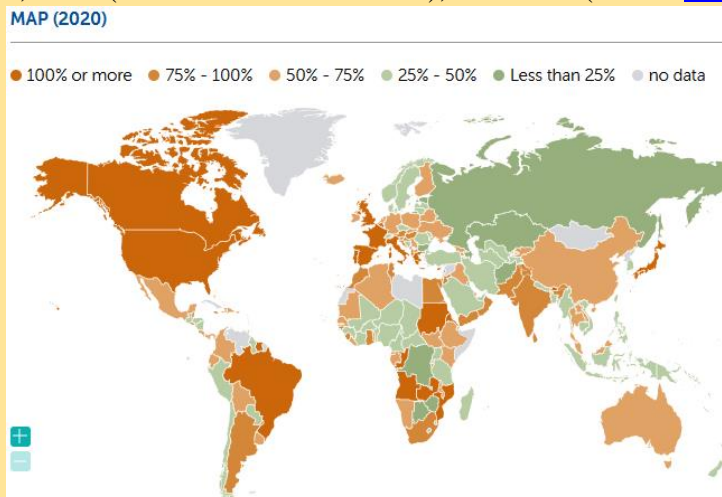
Alors, 100%, 120% ou 140% aux Etats-Unis ou en Europe ... même pas peur ! Il n'y a « pas le feu au lac » monétaire, même si, en temps utile, il faudra sans doute songer à abaisser le niveau du lac et donc ouvrir les vannes du trop-plein ! Mais c'est là un autre débat, qui a plus à voir avec le nettoyage des écuries de la Finance qu'avec l'action contre une récession d'origine pandémique qui doit être combattue sans la moindre faiblesse et sans états d'âme monétaires. Et lorsqu'on en sera à réduire la dette, après le vaccin, après la fin de la pandémie, après la reprise économique généralisée ... il est probable que le principe d'équivalence ricardienne remontera à la surface et que la question fiscale se reposera. Et tout aussi assurément, le principe d'équivalence bolchévique finira lui aussi par remonter à la surface, encore plus vite, mais sur la dette privée.

¹⁰ La situation est plus incertaine pour les pays émergents endettés en devises étrangères, rajoutant au problème de la dette celui du taux de change.

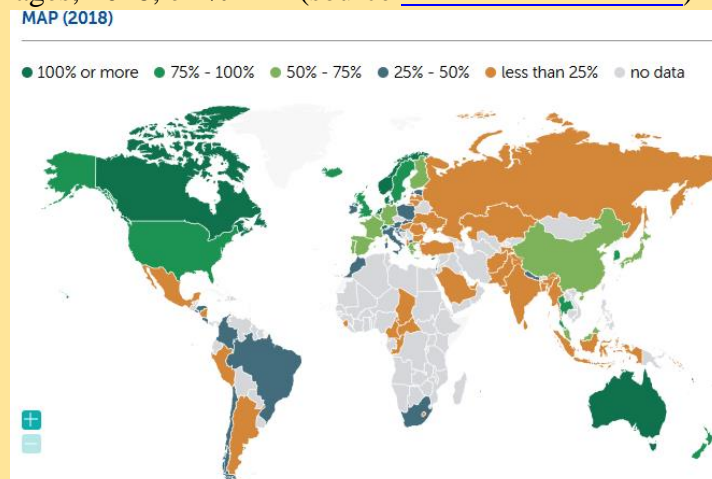
Encadré N°3

Les cartes mondiales de la dette

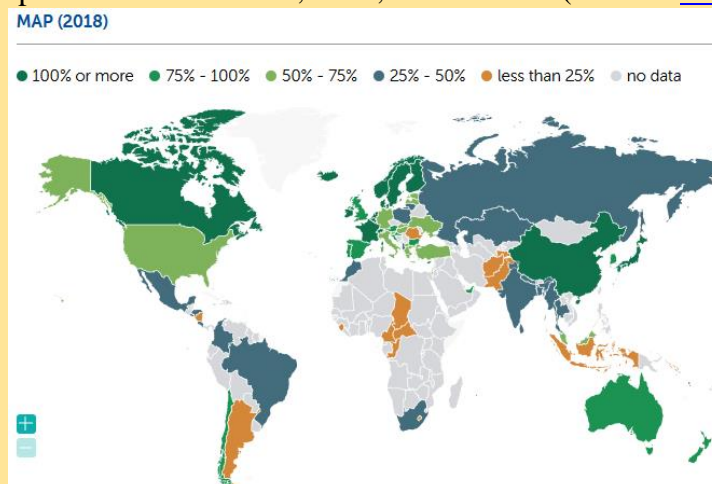
1. La dette publique, 2020 (estimation intermédiaire), en % PIB (source [IMF DATAMAPPER](#))



2. La dette des Ménages, 2018, en % PIB (source [IMF DATAMAPPER](#))



3. La dette des entreprises non financières, 2018, en % du PIB (source : [IMF DATAMAPPER](#))



2.2 La dette privée ou la voltige sans filet : plus dure sera la chute ...

Peut-être sortez-vous rassurés de la lecture des lignes précédentes. Mieux vaudrait que vous ne soyez qu'à moitié rassuré ! Car si l'effondrement n'est pas en vue du côté de la dette publique des grands pays développés, il se pourrait bien qu'il surgisse du côté de la dette privée et du tsunami de défauts de paiement qui se profile. Car la prospective de la dette privée relève d'un numéro de trapèze volant... sans filet ! Cette dette est multiforme : dette des entreprises sous des formes diverses (obligations émises sur les marchés pour les grandes entreprises, en particulier dans le monde anglo-saxon ; prêts bancaires court-moyen-long termes), dette des ménages vis-à-vis des banques et organismes de crédit divers (prêts immobiliers, prêts automobile, prêts à la consommation dont crédits revolving divers, prêts étudiants...).

En page précédente vous venez de voir des cartes mondiales des différents types de dette (Publique, Ménages, Entreprises non financières) établies par le FMI. Si, avec les liens indiqués pour chaque carte, vous allez sur le site internet du FMI, en pointant sur chaque pays vous verrez les valeurs en % du PIB s'afficher. Dans le tableau ci-dessous, à partir de ces valeurs, j'ai établi un panorama de l'endettement de sept pays sélectionnés pour leurs profils d'endettement différenciés.

Quelques profils d'endettement : un échantillon de 7 pays

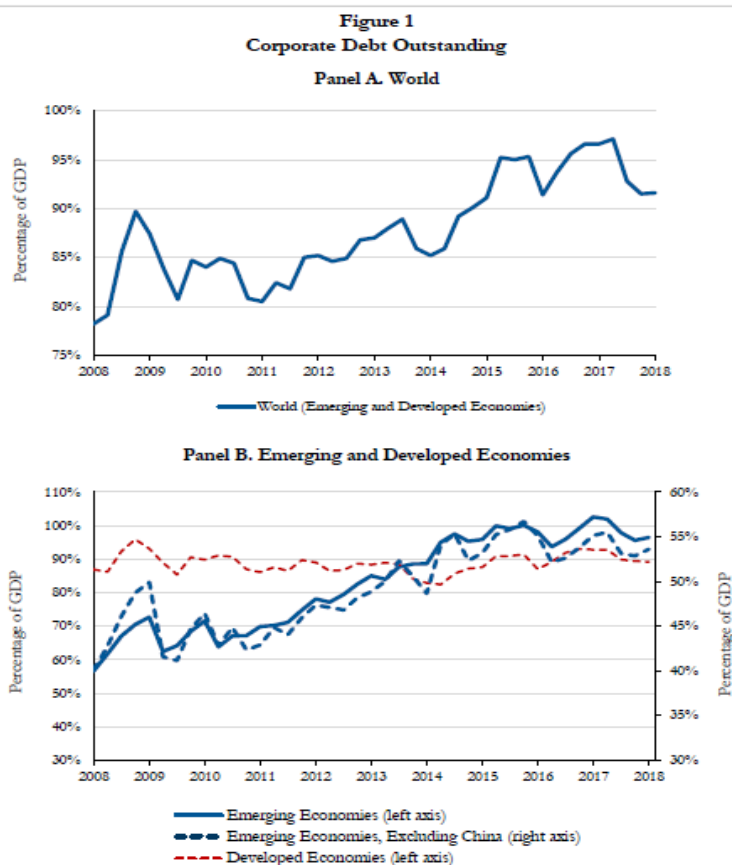
PAYS	(1) Dette Publique % PIB Oct 2020	(2) Dette Ménages % PIB 2018	(3) Dette Entreprises Non financières % PIB 2018	(4) Dette privée % PIB, 2018 (4) = (2)+(3)	(5) Total Dette % PIB (5) = (1)+(4)
Allemagne	73	54	58	112	185
Canada	115	101	118	219	334
Chine	62	54	154	208	270
Etats-Unis	131	76	74	150	281
France	119	60	141	201	319
Italie	162	41	69	110	272
Japon	266	58	103	161	427

Elaboration personnelle à partir des données du DATAMAPPER du FMI
[Dette publique](#), [Ménages](#), [Entreprises non financières](#)

Les données ne sont pas homogènes en termes de dates. La dette publique est une estimation intermédiaire en 2020. Les dettes Ménages ou Entreprises non financières reprennent des données 2018. La dernière colonne (dette totale) se croit néanmoins autorisée à additionner ces données d'années différentes : ce serait totalement insupportable venant d'un étudiant ou d'un doctorant, mais venant d'un prof émérite qui ne soumet même pas ses chroniques à un comité scientifique ... on peut être plus tolérant ! Et c'est pour la bonne cause puisque c'est cette dernière colonne qui permet d'avoir une idée de l'endettement global de l'économie réelle (hors institutions financières). Alors, à condition de ne pas articuler un commentaire au pour cent près... on passera l'éponge ... pour cette fois ! Le Japon est en tête de cette dette totale, à plus

de 400%, le Canada et la France dépassent les 300%, et c'est l'Allemagne qui est la moins endettée, à moins de 200%. Pour ce qui est des Ménages, dans notre échantillon, c'est le Canada qui arrive en premier avec 101% (mais le record mondial est pour l'Australie avec 120%) et l'Italie qui ferme le ban avec 48%. Pour les entreprises non financières la Chine est en tête avec 154% (record mondial), mais la France n'est pas loin avec 141%. Là encore c'est l'Allemagne qui a le moindre endettement avec 58%. L'endettement privé, dans la somme de ses deux composantes, peut atteindre 4 fois l'endettement public en Chine, 2 fois au Canada et en France. Seuls le Japon et l'Italie ont un endettement privé inférieur à leur endettement public, avec il est vrai les plus forts taux d'endettement public de notre échantillon.

La dette des Ménages a été à l'origine de la dernière grande crise financière (affaire des *subprimes* aux Etats-Unis). La situation actuelle de cette dette peut sembler inquiétante dans des pays comme le Canada ou l'Australie, mais l'importance macro-financière de ces pays à l'échelle mondiale reste limitée et ne conduit pas à une alerte majeure en termes de risques d'enchaînements délétères. Par contre une attention toute particulière doit être portée à la dette des entreprises dont les graphiques ci-dessous illustrent l'évolution sur la dernière décennie :



Source : World Bank, [Growth of global corporate debt](#), Policy research working paper 9394, Sept 2020

Les deux graphiques ci-dessus mettent en évidence un double phénomène :

- une tendance à la croissance de la dette globale des entreprises sur la dernière décennie (exprimée en % PIB), avec une forte augmentation initiale de plus de 10% (moins de 80% à 90%) entre 2008 et 2009, conséquence de la Grande Crise financière, suivie d'évolutions de sens contraire entre 80 et 95% au fil des années, pour finalement se retrouver à 90% en 2018 ;

- des évolutions très différenciées selon les types de pays : les pays développés sont remarquablement stables tout au long de la décennie, autour de 90% (ligne rouge pointillée, axe gauche) alors que les pays émergents avec ou sans la Chine (les courbes bleues, valeurs sur axe droit) sont en forte augmentation de 40% à 55%. Cette augmentation dans les pays émergents peut laisser soupçonner une plus forte fragilité dans la période actuelle, renforcée par le fait qu'une part importante de cette dette est libellée en devises étrangères alors que le chiffre d'affaires qui permet de la rembourser est en monnaie locale. Le risque de change afférent à une telle situation accroît considérablement le risque de défaut de paiement.

Il faut bien être conscient que les chiffres d'endettement privés que je donne ci-dessus (le tableau comme les deux graphiques) datent de 2018 et qu'ils se sont sérieusement aggravés avec la pandémie : aggravés certainement en termes de montant, mais aussi et surtout en termes de capacité de remboursement après des mois de fermeture de certaines activités ou au moins de réductions sévères des chiffres d'affaires. Les défauts de paiement vont s'enchaîner comme des dominos qui chutent les uns après les autres :

- après le restaurateur qui ne peut pas payer ses salariés, ses fournisseurs, ses loyers et ses emprunts ;
- les ex-salariés devenus chômeurs plus ou moins bien indemnisés (dans le meilleur des cas) ne vont plus pouvoir payer leurs loyers ou rembourser leurs crédits immobiliers ;
- les fournisseurs vont prendre le relais des restaurateurs si leur activité est trop centrée sur la restauration, ne plus payer leurs salariés, ni leurs loyers, ni rembourser leurs emprunts ;
- et ainsi de suite dans une spirale infernale dans laquelle les propriétaires immobiliers endettés ne vont plus pouvoir rembourser leurs crédits faute de percevoir les loyers ;
- avec en bout de chaîne, les banques commerciales et institutions de crédit diverses qui voient leurs créances douteuses exploser et leur propre solvabilité menacée.

Et on peut remplacer le restaurateur par l'hôtelier, l'entreprise de spectacles, l'évènementiel, les salles de sport, les commerces non essentiels, les coiffeurs ... : à chaque fois l'enchaînement sera le même. Et si les grandes entreprises sont moins menacées dans leur existence (sauf secteurs spécifiques très affectés), leurs réductions d'effectifs accroissent le chômage et participent à la désolvabilisation de leurs ex-salariés qui enclenche elle aussi des défauts de paiement sur la dette des Ménages. C'est bien cet endettement privé et ces défauts de paiement en spirale que je crains le plus dans la période actuelle, car il n'y a pas de sauveur suprême en arrière-plan, comme peut l'être la Banque centrale pour l'endettement public. Le sauveur *a minima*, les banques commerciales, trouvera vite ses limites, relançant ainsi la problématique du sauvetage incertain des banques, entre *bail in* et *bail out* (je vous renvoie au [N°48 p.26-28](#)).

Quant aux grandes entreprises qui peuvent se financer directement sur le marché obligataire, leurs difficultés de la période se manifesteront sur les marchés de dette *corporate* sur lesquels pourraient surgir une hausse des taux conduisant à un retentissant krack obligataire sur le *high yield* (sur la notion de *high yield*, reportez-vous au [N°48, p. 19-25](#)).

Dans la montagne de dettes incertaines qui nous entoure, certaines pourront être restructurées (renégociées, étalées dans le temps), mais pour beaucoup il faudra bien constater l'irréparabilité des dégâts et acter le défaut de paiement. Nous vivons donc dans un monde dangereux où le défaut de paiement risque de devenir viral. Pour nous protéger de ce méchant virus, à haut risque de létalité patrimoniale, nous devons adopter des gestes barrière de distanciation patrimoniale.

2. 3. Patrimoine et distanciation sociale : soyons propriétaire, pas créanciers !

Je n'ai pas une âme de poète, et je n'ai jamais supporté les mièvreries de Lamartine (pas plus d'ailleurs que les élucubrations de J.J. Rousseau, ancêtre de nos écolobobos ! Vive Diderot et Voltaire, auteurs lumineux des Lumières). Toutefois, même s'il ne l'avait sans doute pas envisagé sous cet angle, Alphonse de Lamartine (1790-1869), dans un célèbre poème (*Milly ou la terre natale*), pose une question fondamentale pour la gestion de patrimoine et qui ne peut donc pas laisser indifférents nos vils et cupides esprits matérialistes : « **Objets inanimés avez-vous donc une âme ?** ».

Mais bien sûr que les objets inanimés n'ont pas d'âme, et c'est précisément pour cela qu'ils ne peuvent pas nous trahir : ils sont ce qu'ils sont, rien de plus, mais rien de moins. Et c'est aussi pour ça que dans la période actuelle, plus que jamais, nous devons confier notre épargne à des objets inanimés du genre biens immobiliers, terres, métaux précieux, œuvres d'art, actifs industriels hors marchés financiers. Ils ne nous trahiront pas. Cela ne veut pas dire que leur valeur de marché va augmenter, elle va peut-être même diminuer : si vous achetez un bien immobilier pourri... il restera un bien immobilier pourri, et même si vous avez un bien immobilier de qualité, si le marché immobilier baisse la valeur de votre bien va baisser.

Mais jamais ces objets inanimés ne disparaîtront corps et biens comme un vulgaire emprunt russe ou ottoman, comme les obligations *high yield* de sociétés désormais en cessation de paiement, comme les emprunts argentins rachetés avec une énorme décote par des fonds vautour, comme les incertains certificats divers supposés reproduire la valeur de l'or ou de tel ou tel indice boursier, produits dont il ne restera rien si la chaîne des contreparties se disloque par défaut d'un des acteurs. Sans doute allez-vous me répondre que vous ne détenez ni emprunts argentins, ni obligations *high yield*, ni or papier, ni produits dérivés sur indices boursiers. Vous oui, vous n'en détenez pas directement... d'autant plus que vous n'avez peut-être pas la moindre idée de comment ça fonctionne ! Mais quid des fonds de placement que vous détenez déjà ou auxquels vous pourriez être tentés de souscrire dans l'espoir d'échapper à la morosité des taux faméliques des placements de père de famille : savez-vous vraiment ce qu'il y a dans ces fonds de placement ? Peut-être certains d'entre vous avaient des fonds à placer au printemps 2007, dans une logique de court terme. Il était donc naturel d'aller vers des fonds de trésorerie. Mais pour avoir un rendement un peu supérieur, votre banquier vous a suggéré de prendre un fond de trésorerie « dynamique » : si vous étiez à la BNP vous avez découvert au mois d'août 2007 que le dynamisme de ce fonds le conduisait à l'immobilité et que votre épargne était bloquée (fonds fermés, suspendus) parce que les gestionnaires avaient acheté des MBS (*Mortgage Backed Securities*) c'est-à-dire des produits financiers agrégeant des crédits immobiliers *subprime* débités en tranche et vendus aux fonds de placement, crédits sur lesquels les défauts de paiement pullulaient !

Sans doute pensez-vous que ça ne peut pas se reproduire, que les leçons du passé ont été tirées. Détrompez-vous, au mois d'août 2020, huit des fonds H2O de Natixis (autre banque française) ont été bloqués (trop de titres illiquides, invendables) et ils n'ont été débloqués qu'au 13 octobre, au prix d'une décote de 7 ou 8% suivant les fonds. Et pire encore, ces fonds pouvaient être souscrits dans le cadre de contrats d'assurance-vie proposés à des particuliers comme vous et moi, avec des unités de compte à valeur non garantie mais supposées doper le rendement : c'est raté, cela tire le rendement vers le bas et pas vers le haut ! Remarquez que c'est un

excellent entraînement avant le blocage des fonds d'assurance-vie eux-mêmes qui devient de plus en plus probable, dans le cadre de la loi Sapin II (pour tout savoir sur la sapinisation de vos contrats d'assurance-vie, reportez-vous à l'Annexe du N°47, « [De la double-vie des obligations : entre le beurre et l'argent du beurre](#) »).

Pour l'année à venir au moins (en étant optimiste), en matière patrimoniale, le temps d'y voir un peu plus clair, il ne peut y avoir qu'une seule consigne : **au plus près des choses et au plus loin des hommes**, dans une stratégie de distanciation patrimoniale défensive visant à réduire au maximum le risque de contrepartie qui se situe à un niveau exceptionnel du fait de perspectives de défauts de paiement à un niveau tout aussi exceptionnel. Persuadez-vous bien que dans la période actuelle l'objectif de la gestion patrimoniale n'est pas de gagner, mais de ne pas perdre, c'est-à-dire de ne pas être entraîné dans le tourbillon des défauts de paiement qui s'enchaînent, dans la file des dominos qui chutent les uns après les autres. Plus que jamais, fiez-vous à ce que vous pouvez voir et toucher par vous-même, dont vous êtes propriétaire, pas à des bouts de papier ou des messages électroniques qui vous promettent monts et merveilles en tant que détenteur d'une créance que vous auriez sur un autre acteur économique. Si d'aucuns ont pu écrire au XIXe siècle « la propriété c'est le vol » (Proudhon), aujourd'hui tout laisse à penser que la formule à la mode risque bien de devenir « la créance c'est le dol¹¹ » !

Les seules créances auxquelles nous ne pouvons pas échapper sont nos avoirs sur des comptes bancaires, créances que nous détenons sur nos banques. Comme je l'ai indiqué dans le dernier numéro de cette chronique, je ne suis pas trop inquiet (pour le moment) sur les modalités de résolutions des défauts bancaires qui vont inévitablement se profiler. Recourir au *bail-in*, c'est-à-dire à la spoliation des déposants, équivaldrait à l'usage d'une bombe thermonucléaire qui achèverait les blessés du champ de bataille : les dégâts collatéraux sur nos économies et sociétés seraient énormes. C'est inévitablement le *bail-out*, le sauvetage par les Etats, qui s'imposera... et qui rajoutera une couche de dette publique... les Banques centrales y pourvoiront dans un premier temps, et nous tous dans un second temps... qui durera très longtemps ! On notera par ailleurs que beaucoup de prêts consentis dans la période récente par les banques aux entreprises sont des prêts garantis par l'Etat (PGE), ce qui allège la pression sur les banques en cas de défaut sur ces prêts. Par contre ces défauts seront à la charge des Etats et représenteront une nouvelle couche de dette publique. Aux mêmes maux les mêmes remèdes : Banques centrales d'abord, puis nous pour très longtemps... vous connaissez le refrain !

Au-delà de cet horizon de court ou moyen terme, il va falloir faire un gros travail d'investigation et de réflexion pour faire la part entre le conjoncturel, qui va passer quels qu'aient été les désagréments de la période, et le structurel qui va guider durablement les stratégies d'investissement. Pour illustrer cette articulation conjoncturel / structurel, prenons l'exemple de l'immobilier de rapport détenu en parts de sociétés immobilières, que l'on peut considérer comme un bon moyen de se débarrasser des soucis de gestion tout en restant ancré sur un portefeuille de biens réels, en l'occurrence des immeubles à usages divers ou spécialisés (logements, commerces, bureaux). Pour un retraité à faible taux d'imposition sur le revenu qui souhaiterait compléter ses revenus réguliers en plaçant un capital dont il viendrait à disposer, j'aurais pu suggérer il y a encore un an l'achat de parts de sociétés immobilières distribuant des revenus trimestriels (type SCPI en France). Aujourd'hui je suis plus circonspect, pour des

¹¹ Dol = terme juridique désignant une manœuvre frauduleuse destinée à tromper

raisons conjoncturelles mais aussi pour des raisons structurelles. La dimension conjoncturelle tient aux impayés de loyers qui vont nécessairement s'accumuler : c'est un mauvais moment à passer, tant pour les locataires qui risquent l'expulsion que pour les propriétaires qui se voient privés de revenus dont ils peuvent avoir besoin dans leur vie courante. Mais au-delà il faut s'interroger sur les impacts durables en termes de conséquences des évolutions technologiques amplifiées par la crise sanitaire. Quel est l'avenir de l'immobilier commercial ? L'e-commerce et le développement des grandes plateformes de vente à distance ne fragilisent-ils pas l'investissement commercial traditionnel, qu'il soit en boutiques de centre-ville ou en grands centres commerciaux périphériques ? Ne vaut-il pas mieux investir dans des entrepôts, indispensables à toutes les formes de commerce ? Quels est l'avenir de l'immobilier de bureau, à l'heure où les confinements ont boosté le télétravail et où l'on voit des entreprises réduire leurs surfaces de bureau ? Mais, d'un autre côté, quelle est la part des salariés qui souhaitent durablement fonctionner en télétravail, avec la perte de lien social qu'il implique dans un monde où les individus sont de plus en plus isolés ? Et quelle est la part des chefs d'entreprise et DRH qui, au-delà de la période actuelle, ne souhaitent pas avoir leurs salariés présents dans l'établissement pendant leur temps de travail ?

Pour respecter l'idée d'être propriétaire et non pas créancier, vous pouvez songer à être actionnaire : en effet, une action est bien un titre de propriété d'une fraction d'une entreprise, même si c'est une propriété un peu virtuelle, sans grand pouvoir, sauf à être majoritaire ou à détenir une bonne minorité de blocage. Vous pouvez être encouragé dans cette voie en constatant que, finalement, les marchés boursiers, en dépit de la violence extrême de la crise que nous vivons, se sont bien rétablis après des chutes en plusieurs vagues, et que au final, en cette fin novembre, le bilan n'est pas trop catastrophique en Europe et plus qu'honorable aux Etats-Unis et au Japon, si l'on tient compte de la période : au 25 novembre 2020 par rapport au 31 décembre 2019, -15% sur le Footsie anglais ou l'Ibex espagnol, -7% pour le CAC français, 0% pour le Dax allemand, +5% pour le Dow Jones américain (valeurs de la vieille économie), +11% pour le Nikkei japonais, +34% pour le Nasdaq américain (valeurs technologiques). Mais les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Si vous avez une forte aversion au risque, passez votre chemin : de nouvelles fortes chutes, voire de vrais krachs ne sont pas à exclure car sous les hausses actuelles, paradoxales en période de puissante crise de l'économie réelle, se cachent nécessairement des bulles prêtes à exploser. Dans une période aussi incertaine, jouer l'indice (à travers de stricts fonds indiciels ou des fonds généralistes à spectre large) relève de la méthode Coué : ça va monter, ça va monter, ça va monter ... ! Par contre, si vous êtes atteints de la fièvre FOMO (*Fear of missing out*, la peur de manquer quelque chose, de rater une future hausse des cours boursiers), fièvre contre laquelle je n'ai pas de vaccin à vous proposer, prenez vos responsabilités et achetez des actions précises d'entreprises dont vous sentez bien l'évolution ... à vos risques et périls, en espérant que le vers de Corneille « A vaincre sans péril on triomphe sans gloire » vous portera chance et dopera vos sous.

Mais puisqu'on vient d'évoquer un vaccin qui n'existe pas, le meilleur moyen de protéger vos sous n'est-il pas de vous faire vacciner avec celui qui arrive et d'espérer que vous ne serez pas le seul à le faire ? Car vos sous ne résisteraient pas à une troisième vague Covid et encore moins à une quatrième : les Etats soutiennent les économies à bout de bras, ils arrivent au bout du bout de leurs possibilités d'action, et après le bout du bout ... c'est le saut dans l'inconnu. L'inconnu est rarement bon pour nos sous !

En ce qui concerne ce numéro 49 de LA CRISE, j'arrive aussi au bout du bout, en ayant à peu près respecté le format habituel d'une vingtaine de pages, en dépit d'une matière riche et abondante. Mais nous ne sommes pas au bout du bout des thèmes à traiter, et l'année 2021 s'annonce passionnante. La Directrice Générale du FMI, Kristalina Georgieva, nous promet « [Un nouveau moment Bretton Woods](#) », donc une refonte du Système Monétaire International : miam-miam, j'en salive d'avance ! Klaus Schwab, le *luder maximo* du Forum Economique Mondial, nous invite à un [Great Reset](#) : pour le moment cette grande réinitialisation concerne surtout le forum lui-même et son édition 2021 qui n'aura lieu ni à Davos, ni au mois de janvier : les traditions se perdent. Le Forum est exilé à Lucerne fin mai : puissent les organisateurs ne pas s'inspirer du « [Lac](#) » de Lamartine¹² (qui n'était pas celui de Lucerne – lac des Quatre-Cantons – mais celui du Bourget) et donc ne pas déclencher d'irrépressibles bâillements chez les participants. Néanmoins ce dépaysement du *World Economic Forum* n'impressionne pas les complotistes de tous poils, déjà montés sur leurs grands chevaux, voyant dans *The Great Reset* un nouveau plan machiavélique des élites mondiales (après le vaccin Covid et le Covid lui-même) pour asservir les peuples ! La connerie humaine est vraiment la seule ressource inépuisable de la planète ! N'est-ce pas là la meilleure contribution que je puisse apporter au prochain Davos de Lucerne pour ses réflexions sur l'épuisement des ressources.

Dans cette période de morosité, finissons sur une excellence nouvelle... pour la moitié de l'humanité, nous les hommes. Pour protéger nos épouses ou compagnes, ne leur offrons surtout pas un manteau de vison ! Certes le réchauffement climatique a déjà fait la moitié du boulot, avec des hivers moins froids qui ne nécessitent plus cet accessoire. Les visons eux-mêmes viennent de finir le travail en étant gravement atteints par le Covid. Merci le climat, merci les visons, merci le virus ! Par contre, un cadeau très tendance se dessine pour les fêtes : l'huile de foie de morue dont la vitamine A ferait des miracles pour combattre le Covid. Donc, pour les fêtes, n'offrez plus (sauf à moi) du Cognac ou de l'Armagnac mais de l'huile de foie de morue. Alors qu'une honnête bouteille de Cognac ou d'Armagnac de 70 cl est à 40 € pour 14 doses de 5 cl (soit 2,85 € la dose), vous pouvez trouver sur Amazon un flacon de 200 capsules d'huile de foie de morue à 11,90€ soit 6 centimes la capsule, nettement moins cher même qu'une capsule Nespresso, et c'est meilleur pour la santé. De bonnes affaires en perspective pour vos sous si vous suivez mes conseils !

Il ne me reste plus qu'à vous souhaiter des fêtes acceptables et une année 2021 la moins mauvaise possible. Pour les « Joyeuses fêtes » et la « Bonne année » vous attendrez un an... dans le meilleur des cas !

Henri REGNAULT, le 29 novembre 2020
henri.regnault@univ-pau.fr

Diffusion de LA CRISE : le 25 août 2020, avant la mise en ligne du N°48, le compteur de LA CRISE était à 160213 ; il est à ce jour à 162319 soit 2106 connexions depuis cette mise en ligne.

¹² J'avais des comptes à régler avec Lamartine : alors que pendant ma scolarité j'étais toujours premier en Français, j'ai eu une mauvaise note pour une explication de texte sur ce poème de Lamartine, avec, en rouge, le commentaire du prof : « Vous n'avez rien compris à Lamartine ». Ouf, c'est fait ... et maintenant ça va mieux ! Sans rancune, Alphonse, mais si c'était toi qui avais ramé sur le lac du Bourget, tu n'aurais pas écrit ces mièvreries romantiques !