

# LA CRISE

N°43, Janvier 2019

ISSN 2563-9234 – Montréal – Centre d'études sur l'intégration et la mondialisation (CEIM), UQAM

Lettre plus ou moins trimestrielle, gratuite et sans abonnement !

**Numéro garanti 100% « Et mes sous dans tout ça ! »**

## Pour vos actifs... fuyez le passif !

*Résumé : Cette fois-ci, occupons-nous de nos sous, rien que de nos sous ! Il y a dix ans, j'écrivais dans les premiers numéros de cette lettre : « dans la période actuelle, n'essayez pas de gagner, essayez de ne pas perdre » ! Aujourd'hui, dans un contexte mondial très incertain et lourd de menaces économiques et géopolitiques, peut-être faut-il être encore moins ambitieux et se fixer l'objectif de perdre le moins possible, de limiter la casse tout en se mettant en position de rebondir le moment venu.*

*Le contexte macroéconomique est inquiétant : la mondialisation est passée en mode conflictuel, l'Euro proclamé irréversible est néanmoins sous pression, les taux se sont retournés à la hausse mais sans qu'on sache où se situera le plafond faute de pouvoir prédire l'inflation. Quant à la grosse dette, elle monte... elle monte... elle monte, et avec elle le risque de contrepartie, déjà majeur, va exploser si les taux grimpent sérieusement. C'est ce risque de contrepartie qui fait que pour sécuriser nos actifs, nous devons fuir le passif des autres : autant que possible soyons propriétaires, pas créanciers !*



« Et mes sous dans tout ça » (Photo HR 12/18)

<b>1. Le contexte macro : des vérités d'hier aux incertitudes de demain</b>	<b>p. 3</b>
1.1. La mondialisation revisitée	p.3
1.2. Dette, taux et inflation : un cocktail explosif	p.5
1.3. De l'Euro irréversible à l'Euro incertain	p.11
<b>2. Méfiez-vous du risque de contrepartie : fuyez le passif !</b>	<b>p. 15</b>
2.1. Retour à la Galerie des tortures	p.15
2.2. Et mes sous dans tout ça : comment limiter la casse	p.18
<b>Annexe : LA CRISE et les Gilets jaunes</b>	<b>p. 22</b>

Cette fois-ci, promis, juré, je ne vais pas céder à mes pulsions épistémophiliques d'incorrigible intello. Je laisse donc ma TGCM (Très Grande Crise Multidimensionnelle) dans le placard à concepts, et nous allons nous vautrer sans retenue dans nos sous, avec un numéro 100% *Et mes sous dans tout ça*, garanti sans OGM ni pesticide ni gluten ni lactose, néanmoins avec quelques traces possibles de macroéconomie et de finance, susceptibles d'être restées sur le clavier de l'ordinateur à l'occasion de fabrications antérieures : il est donc recommandé aux allergiques à de telles traces de ne pas poursuivre cette lecture !

Si la TGCM reste donc au placard, les formes de sa manifestation et l'évolution de ces formes déterminent largement le sort de nos chers petits sous, c'est-à-dire les dangers qui menacent nos patrimoines tout comme les opportunités qui s'offrent ou s'offriront à eux. En effet ces patrimoines n'évoluent pas hors du temps et des territoires dans lesquels ils s'inscrivent. Nous allons donc commencer par baliser les évolutions de l'environnement macroéconomique dans lequel sont hébergés nos patrimoines. Puis nous irons revisiter rapidement la galerie des tortures auxquelles nos patrimoines peuvent être soumis, pour bien nous imprégner des risques potentiels, et en particulier d'un risque de contrepartie croissant avec l'augmentation ininterrompue de la dette mondiale sous toutes ses formes et la tendance à l'augmentation des taux qui s'appliquent à cette dette. En effet, la hausse des taux désolvabilisera les emprunteurs et pourrait les conduire au défaut sur leur dette, défaut dont vous pourriez être victime, sans en avoir eu une conscience préalable, du fait de l'opacité des montages financiers en arrière-plan des produits d'épargne qui vous sont proposés. Une fois que vous aurez bien compris que la notion d'actif sans risque n'est qu'une illusion qu'agitent devant vous des intermédiaires financiers peu scrupuleux pour endormir votre vigilance, nous pourrions finaliser notre périple patrimonial en examinant les différents types d'actifs, l'opportunité d'en acquérir, les inconvénients à en détenir et les fenêtres d'opportunité qui pourraient s'ouvrir.

Si vous avez une âme de spéculateur à la recherche de gains rapides, ne perdez pas votre temps à lire cette lettre, vous n'y trouverez rien d'intéressant. Par contre, si votre souci, à un horizon moyen-long terme, est de sauvegarder le pouvoir d'achat d'une épargne que vous constituez petit à petit ou d'un capital déjà acquis, vous pouvez poursuivre cette lecture, tout en sachant que vous ne trouverez ici aucun conseil de placement, seulement des pistes de réflexion dont vous tirerez vous-même vos propres conclusions en fonction de votre situation personnelle, de votre horizon de placement, de votre niveau d'aversion au risque. Mais s'il y a une piste de réflexion centrale à considérer, c'est bien l'idée que le pire actif à détenir aujourd'hui, c'est le passif des autres, c'est-à-dire leur dette. Etre créancier aujourd'hui... c'est s'endormir sur la pente d'un gouffre : attention au réveil, le glissement de terrain pourrait être très brutal ! Les contraintes et les aléas de la propriété sont actuellement beaucoup plus recommandables que les facilités doucereuses mais irresponsables de la créance. Prêter de l'argent est aujourd'hui le meilleur moyen de le perdre, et encore plus quand, à travers l'achat, sur internet ou dans sa banque, d'un produit financier préemballé, on n'a même pas conscience d'avoir prêté quoi que ce soit à qui que ce soit ! Encore que... il vaut peut-être mieux acheter de la dette plutôt que du vent venu en droite ligne du cryptospace des *supermen* de l'arnaque !

## **1. Le contexte macro : des vérités d'hier aux incertitudes de demain**

Il n'existe pas de patrimoine hors du temps et de l'espace. Un patrimoine est forcément ancré dans une période historique donnée et ses diverses composantes sont nécessairement localisées sur un ou des territoires précis... ce territoire fût-il éventuellement atypique et déroutant comme peut l'être le *cloud* informatique qui héberge les crypto-actifs. Les grandes données macro de la période et des territoires concernés, ainsi que les tendances d'évolution de ces données constituent donc l'arrière plan incontournable de toute décision patrimoniale. Je retiendrai ici trois grands thèmes relatifs à l'environnement macro : la mondialisation, la dette et les taux d'intérêt, et enfin l'Euro. Les deux premiers de ces thèmes ont déjà été abondamment traités dans cette chronique au fil des numéros des deux ou trois dernières années. Par contre, je n'ai abordé récemment le thème de la monnaie unique européenne que par de brèves allusions renvoyant à plus tard des développements conséquents : le moment du « plus tard » est venu et je vais donc consacrer à l'Euro toute l'attention qu'il mérite.

### **1.1. La mondialisation revisitée : de la mondialisation multilatérale concurrentielle à la mondialisation bilatérale conflictuelle.**

Cette thématique de la mondialisation a déjà été au cœur de plusieurs numéros de cette chronique au cours des deux dernières années (cf. en particulier les [N°37, La mondialisation ça trompe énormément](#) et [N°40, Hercule aux Bermudes : Mondialisation, Etats, Firmes](#)). Je crois toujours que la démondialisation est un fantasme pour nationaliste attardé, car la mondialisation, sur la base d'innovations technologiques permanentes, s'appuie sur des réalités informationnelles, relationnelles et organisationnelles irréversibles dans leurs fondements, même si elles sont en permanente évolution dans leurs modalités. La division internationale des processus productifs (DIPP) qui la caractérise n'est pas figée, redistribuant en permanence les cartes entre les pays et les grandes régions du monde en fonction de l'évolution des technologies, des coûts de production ici et là, des coûts de transports et des coûts de franchissement des frontières. Mais, au-delà de sa forme immédiatement observable d'une division internationale du travail, la mondialisation, dans son essence la plus profonde, est le résultat d'un calcul entrepreneurial d'optimisation du profit qui met en relation les opportunités productives aux quatre coins d'une planète rétrécie par les nouvelles technologies avec les opportunités de débouchés commerciaux dans toutes les parties du monde. Et ce calcul, même Trump, grande gueule mais petit bras, n'en changera pas la nature en augmentant quelques tarifs douaniers : il modifie un paramètre du programme d'optimisation mais pas la nature profonde du programme. Et cette modification peut conduire à des résultats surprenants, au grand dam du psychopathe de la Maison Blanche, comme la décision de Harley Davidson d'aller produire à l'étranger (et non plus aux USA) pour fournir ses marchés à l'export !

Toutefois, il est vrai que la mondialisation vient de connaître ces dernières années une inflexion notable, et l'élection de Trump en est plus un symptôme qu'une cause. On était dans une mondialisation concurrentielle entre firmes sous régime multilatéral, on est en train de passer à mondialisation conflictuelle entre Etats sous régime bilatéral.

La mondialisation concurrentielle est celle qui a été mise en place par les accords sur le commerce et l'investissement signés dans le cadre des organisations économiques multilatérales instaurées au lendemain de la Deuxième Guerre mondiale, essentiellement le GATT devenu OMC en 1995 et le FMI. Cette mondialisation s'est faite dans un relatif effacement des Etats, les firmes étant à l'initiative, mettant en œuvre dans ce cadre multilatéral l'optimisation de leur profit. Les grands pays développés ont certes commencé à trouver que certains pays en développement entraient dans le système comme des passagers clandestins (*free rider*), sans vraiment ouvrir leurs marchés en contrepartie de la facilitation de leurs exportations grâce à l'ouverture des grands marchés développés, encourageant ainsi les pays développés à signer de plus en plus des accords commerciaux bilatéraux vraiment réciproques avec les pays du Sud.

Mais sans qu'on en ait eu conscience à l'époque, l'origine du grand basculement de la mondialisation multilatérale concurrentielle vers la version bilatérale conflictuelle date de l'année 2001, avec l'entrée d'un féroce dragon (*hard power*) déguisé en panda débonnaire (*soft power*) dans le système commercial multilatéral, entrée idéalisée par les culs-bénis d'un libre-échange érigé en système indépassable supposé véhiculer la démocratie dans ses bagages et garantir la paix universelle. Vingt ans plus tard, le résultat est clair : le monde s'est ouvert d'abord aux produits chinois puis aux investissements chinois financés par les excédents commerciaux sur les précédents produits ; les « étudiants » chinois, en mission commandée, ont systématiquement « exploré » les recherches des labos occidentaux qui les hébergeaient ; les produits et investissements étrangers rentrent en Chine sous un régime de liberté surveillée incluant le pillage de la propriété intellectuelle. Pour autant *Le Dragon à mille têtes* ([video 58 minutes](#)) ne s'est pas transformé en « gentille » démocratie et la Chine n'est pas un Etat de droit mais vit le droit du Parti-Etat sans recours pour les individus comme pour les firmes ! Cette asymétrie relationnelle entre la Chine et le Reste du Monde rend la Chine peu légitime dans un système multilatéral dans lequel les Etats sont supposés accepter la même logique concurrentielle, et ce d'autant plus que la Chine refuse toute procédure d'arbitrage international comme on le voit autour de ses revendications territoriales agressives en mer de Chine méridionale. Cette asymétrie provoque en retour des réactions de rejet que ne peut pas assumer le système multilatéral en tant que tel et qui ravivent donc les mesures unilatérales de la puissance encore dominante, les Etats-Unis, mais néanmoins menacée dans son hégémonie. Dans la fureur d'une analyse primaire de la situation rejetant toute forme de multilatéralisme, les Etats-Unis s'en prennent aussi bien à leurs partenaires (Mexique, Canada, Europe) qu'à leur rival stratégique, affaiblissant ainsi leur propre position. Si Trump et Bolton avaient lu Mao Tsé Toung et ses analyses du front uni, ils sauraient qu'il faut savoir isoler son adversaire principal en renforçant ses liens avec ses rivaux secondaires : en se mettant à dos tout le monde en même temps, y compris leurs plus fidèles alliés, les Etats-Unis se révèlent être de bien piètres tacticiens... à moins qu'ils ne soient d'indécrottables outrecuidants ! On notera par ailleurs que la mondialisation conflictuelle bilatérale ne concerne pas seulement les relations entre Etats mais aussi les relations Etats – Firmes : l'arrestation au Canada, à la demande des Etats-Unis, de la dirigeante de Huawei en est un

bon exemple ; sous réserve d'inventaire plus approfondi, l'arrestation de Carlos Ghosn au Japon en sera peut-être un autre.

Mais, *in fine*, le résultat est que la guerre commerciale maladroitement initiée par les Etats-Unis, en réponse à l'erreur historique de l'admission inconditionnelle de la Chine dans l'OMC, crée une instabilité profonde dans les perspectives économiques mondiales. L'absence de prévisibilité qui en résulte introduit donc une première série de doutes et de craintes dans les fondements macroéconomiques d'une analyse patrimoniale. L'analyse du triptyque « dette – taux – inflation » va en rajouter une deuxième couche !

## **1.2. Dette, taux et inflation : un cocktail explosif.**

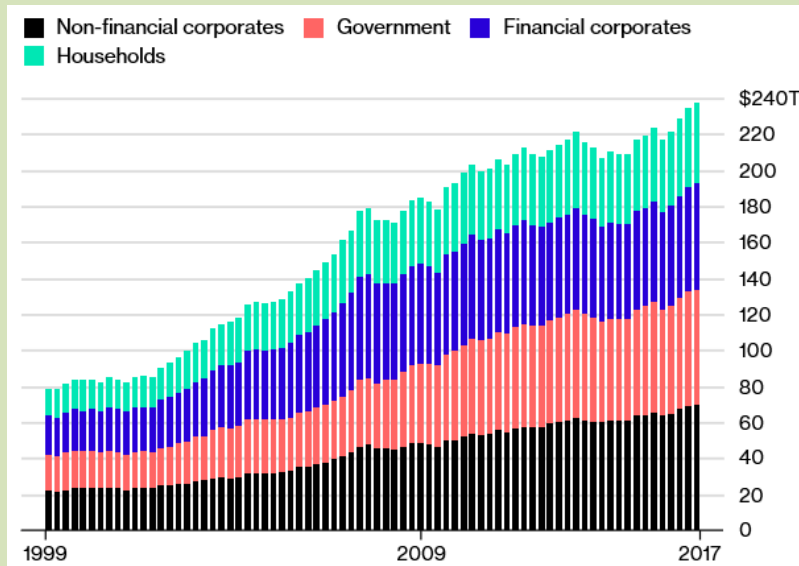
Le premier graphique de l'Encadré N°1 en page suivante, repris d'une étude de l'Institute of International Finance, retrace l'évolution de la dette mondiale au cours des 20 dernières années (1999-2017), dans ses grandes composantes : du bas vers le haut, les dettes des Entreprises non financières en noir, les **dettes souveraines des Etats en rouge**, les dettes **Entreprises financières en bleu** (banques et autres institutions financières), et les dettes des **Ménages en vert** (emprunts immobiliers, automobiles, étudiants, crédits à la consommation...). Le montant global à fin 2017 est de 237 trillions de dollars (soit 237.000 milliards). Certains lecteurs qui seraient familiers de ce dossier pourraient avoir en tête un montant plus faible, de l'ordre de 160 trillions : c'est en effet le chiffre qui ressort des publications du FMI, car il exclut de son calcul la dette des Entreprises financières. Ce faisant le FMI néglige une origine possible (et probable) de défauts de paiement futurs et donc un pan entier des troubles financiers susceptibles d'affecter les patrimoines dans les mois et années à venir à travers des faillites d'institutions financières.

En 1999, la dette globale était de l'ordre de 80 trillions. Elle a donc triplé en moins de 20 ans, entre 1999 et 2017. Pendant ce temps le PIB mondial, selon les [données Banque Mondiale](#), est passé de 32,5 trillions (USD courant) à 80,7 trillions, soit un facteur multiplicateur de 2,5. Alors qu'en 1999 la dette mondiale représentait deux années et demie de PIB, elle en représente aujourd'hui trois années. Et encore, n'oublions pas que tout chiffre repose sur des conventions qui peuvent conduire à des sous-évaluations par rapport à un autre système de normes. Par exemple, les retraites que l'Etat français devra verser à ses fonctionnaires ne sont pas incluses dans le montant de sa dette ; dans le cas contraire l'endettement de la France ne serait pas de l'ordre de 100% du PIB mais de 180% ([voir ici](#)). De même pour l'Italie, la dette de la Banque centrale italienne vis-à-vis de la BCE dans le cadre du système de paiement TARGET 2 (on y revient plus loin dans la partie sur l'Euro) n'est pas comptabilisée dans la dette italienne : la prise en compte de cette dette, de l'ordre de 500 milliards d'Euros, ferait pourtant passer l'endettement italien de 130 à 160% du PIB !

L'augmentation de la dette globale au fil des années est donc loin d'être négligeable, mais en soi elle ne mérite pas de crier à l'apocalypse imminente, même si on comprend que dans l'enveloppe globale de la dette mondiale il y a des pans sectoriels ou des pays plus fragiles que les autres ! Toutefois, l'analyse en dynamique pourrait bien être beaucoup plus inquiétante.

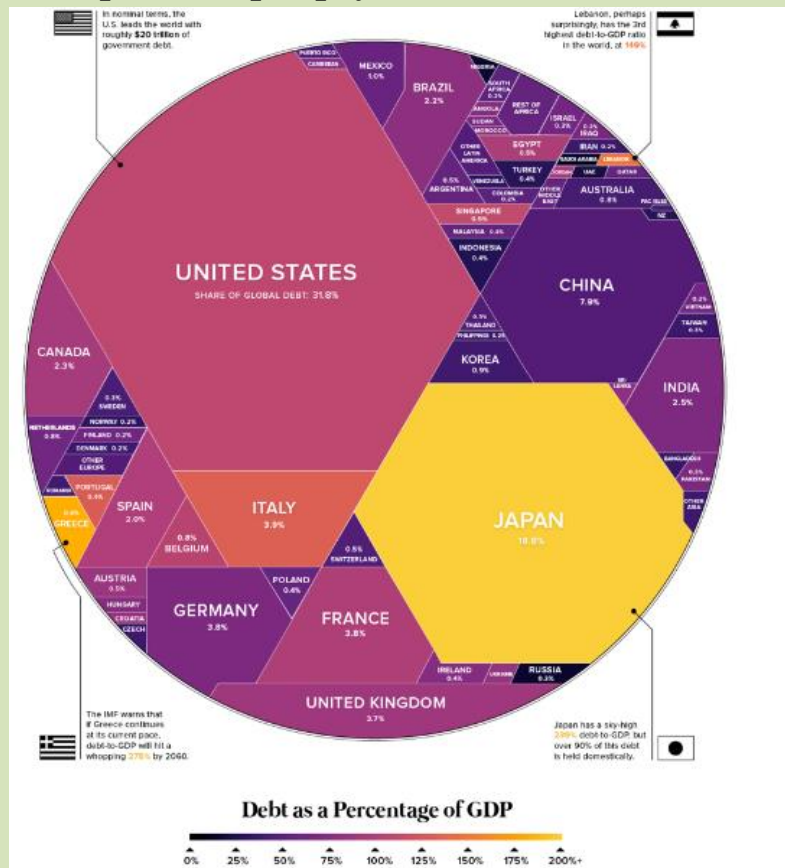
## Encadré N°1 : Quelques données sur la dette mondiale.

### Evolution de la dette mondiale 1999-2017

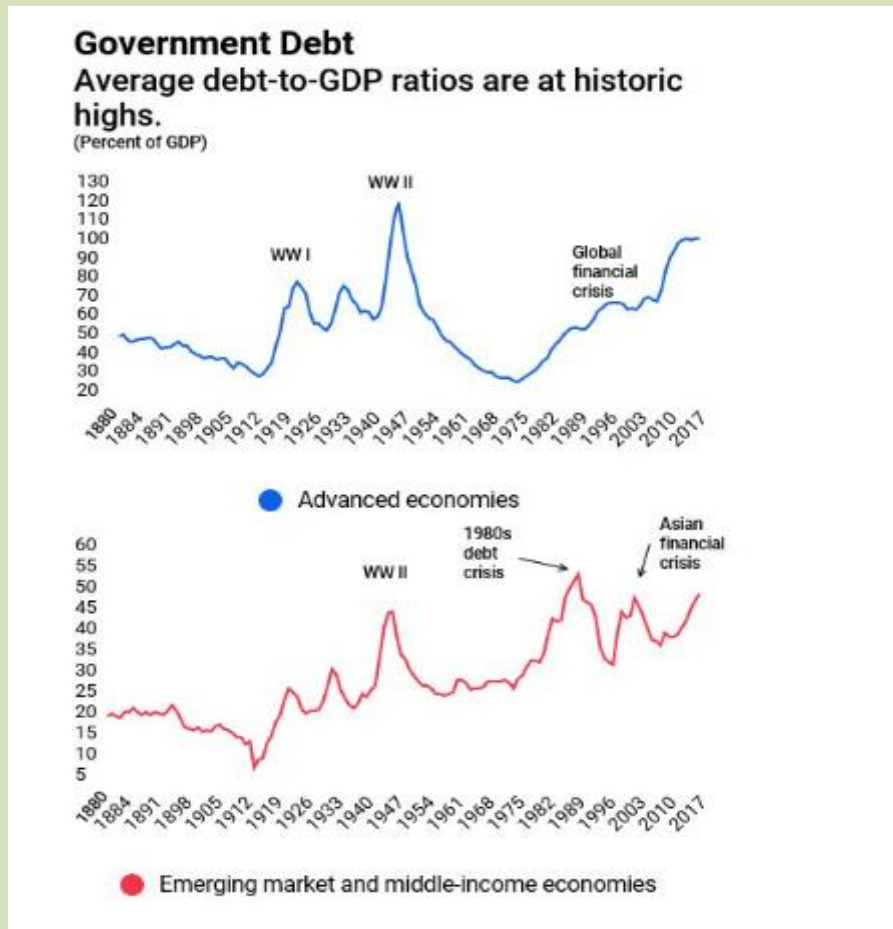


Source: Institute of International Finance, via [Bloomberg](#)

### Répartition par pays des dettes souveraines

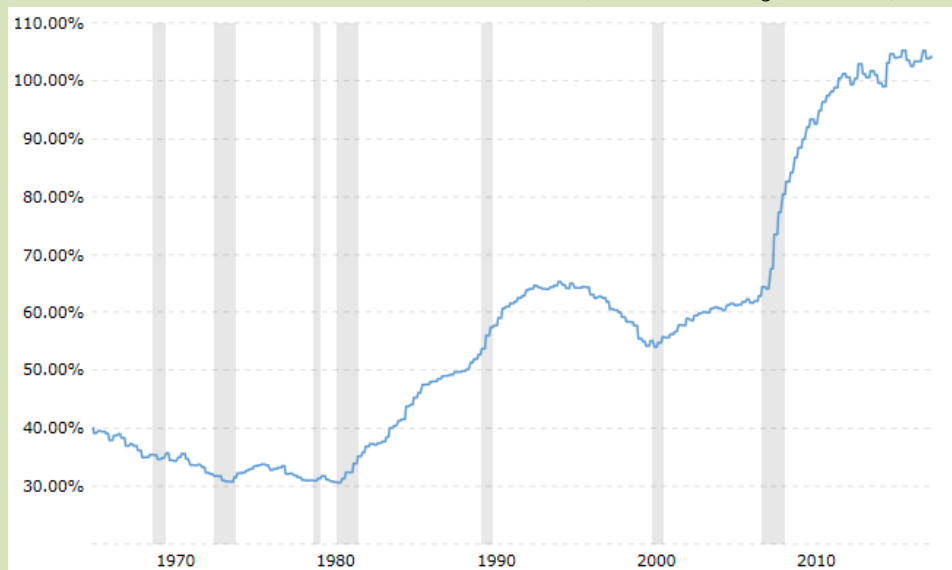


Source: [World Economic Forum](http://www.weforum.org)



Source: [Bringing down high debt](http://blogs.imf.org), Vitor Gaspar & Laura Jaramillo, IMF blogs, April 2018

### La dette souveraine US en % du PIB (mars 1966 – juin 2018)



Source: [macrotrends.net](http://www.macrotrends.net)

En effet, l'augmentation récente de la dette mondiale, après la crise financière de 2008-9, s'est faite en période de décrue des taux d'intérêt, ce qui a amoindri l'impact du gonflement de cette dette en limitant les paiements au titre des intérêts. Cette période est aujourd'hui révolue et ça change tout ! J'avais commencé à attirer votre attention sur ce point d'inflexion à envisager il y a deux ans déjà, dans le N°36 (janvier 2017) de cette chronique, [Dans l'état des taux... en attendant les défauts !](#) Aujourd'hui on y est bien, le phénomène est confirmé, acté, ... mais ne fonctionne pas encore à plein régime. L'essentiel est probablement à venir, mais jusqu'à quel niveau ? Telle est bien la question centrale.

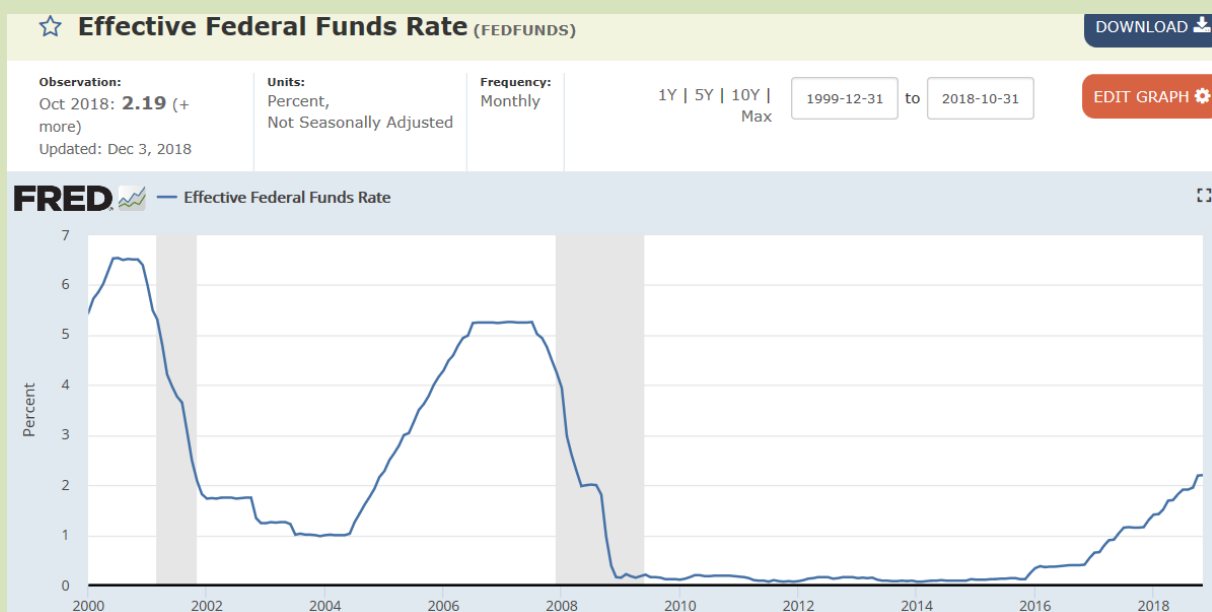
L'Encadré N°2 en page suivante fournit quelques données sur les taux. Le premier graphique de cet encadré retrace l'évolution du taux directeur de la Banque centrale américaine, la FED, c'est-à-dire le taux auquel cette banque centrale fournit le système bancaire américain en liquidités sur la base desquelles, en rajoutant sa marge sur le taux directeur, il pourra lui-même fournir des crédits à l'économie américaine. Ce taux directeur était devenu quasi nul après la crise financière 2008-9. Il a commencé à être réévalué à partir de 2016 et se situe aujourd'hui, après sa dernière augmentation du 19 décembre dernier (non prise en compte par le graphique), dans la fourchette 2,25 – 2,50. Plus généralement on assiste à la fin de l'épisode d'assouplissement monétaire qui a conduit les banques centrales non seulement à pratiquer des taux directeurs nuls mais aussi à financer les budgets des Etats en se portant acquéreur de bons du Trésor (les obligations émises par les Etats). Mais il s'agit d'une évolution très progressive. Si la FED a désormais nettement augmenté son taux directeur et prévoit encore deux augmentations en 2019, la BCE maintient toujours son taux directeur à zéro, mais arrête d'augmenter ses achats de Bons du Trésor... tout en continuant à réinvestir les bons arrivant à échéance, donc en poursuivant le roulement de la dette des Etats (cf. cette [note de la Banque de France](#)). D'ailleurs on peut constater dans les données de l'Encadré N°2 que les pays de la zone Euro se financent encore dans des conditions très confortables, à 2, 5 ou 10 ans, toutefois sans égaler le Japon qui parvient encore à emprunter sur 10 ans à taux zéro (et en dessous de 10 ans à taux négatif, comme la France ou l'Allemagne jusqu'à 5 ans). De plus, la remontée des coûts de financement des Etats ne sera que très progressive, ne portant que sur les nouveaux emprunts : donc les Etats vont encore bénéficier dans les toutes prochaines années de l'inertie d'un endettement à taux faibles, nuls ou négatifs, surtout s'ils maîtrisent leurs déficits et n'ont besoin de nouveaux emprunts que pour rouler l'endettement précédent, avec la bénédiction de marchés financiers toujours prêts à faciliter la vie des bons élèves ! Par contre il n'en sera pas de même de tous les agents économiques endettés à taux variable et qui subissent immédiatement les hausses de taux sur l'ensemble de leurs encours. Mais encore faudrait-il savoir jusqu'à quel niveau les taux sont susceptibles de monter.

La fin de la création monétaire débridée et la hausse des taux qui en résulte déjà et en résultera encore plus dans les mois et années à venir (sous réserve d'un retour en arrière des banques centrales) pourraient bien être ingérable pour les Ménages les plus lourdement endettés (réédition possible d'un épisode *subprime*) et pour les entreprises « zombies » qui ne survivent qu'en enchaînant les prêts les uns après les autres et pour lesquelles une augmentation des taux serait fatale, les faisant passer en rentabilité négative.



## Encadré N°2: Quelques données sur les taux d'intérêt

L'évolution du taux directeur de la FED US, 2000-2018 (source : FRED)



### Les taux sur les emprunts d'Etats à 2 ans, 5ans et 10 ans

(Source : captures d'écran le 28/12/2018 vers 17h sur le site [Les Echos-Investir](http://www.lesechosinvestir.com))

Comparer les taux à :							2 ans
France	Allemagne	Italie	Espagne	Portugal	Grèce	Irlande	
-0,47%	-0,61%	0,72%	-0,18%	-0,10%	1,10%	-0,45%	
Angleterre	Suisse	États-Unis	Japon	Chine	Russie	Australie	
0,75%	À venir	2,53%	-0,14%	2,84%	À venir	1,94%	

Comparer les taux à :							5 ans
France	Allemagne	Italie	Espagne	Portugal	Grèce	Irlande	
0,05%	-0,31%	1,86%	0,36%	0,44%	3,29%	-0,09%	
Angleterre	Suisse	États-Unis	Japon	Chine	Russie	Australie	
0,89%	À venir	2,58%	-0,15%	3,07%	À venir	1,95%	

Comparer les taux à :							10 ans
France	Allemagne	Italie	Espagne	Portugal	Grèce	Irlande	
0,71%	0,24%	2,79%	1,42%	1,73%	4,37%	0,90%	
Angleterre	Suisse	États-Unis	Japon	Chine	Russie	Australie	
1,15%	À venir	2,75%	0,00%	3,23%	À venir	2,37%	

La BRI (Banque des Règlements Internationaux) a alerté dans son [bulletin trimestriel de septembre 2018](#) sur les risques très élevés de faillite de ces zombies. D'après cette étude de la BRI, reprise dans un [article des Echos](#), « *la part des entreprises zombies est passée de près de 1 % en 1985 à plus de 6 % en 2016, dans les 14 principaux pays développés... Ils constatent une accélération significative depuis la crise de 2008 (en 2010 le taux était à peine supérieur à 4 %), mais aussi durant les périodes de retournement économique au début des années 1990 et 2000. Et si l'on prend une définition plus large de ce qu'est une entreprise zombie (en ajoutant à ces entreprises sous perfusion, celles, cotées, dont le potentiel d'amélioration des profits est faible), cette part serait passée de 2 à 12 %* ».

Mais, si l'on peut clairement identifier que le risque de défaut est beaucoup plus fort du côté des Ménages et des Entreprises que du côté des Etats, l'ampleur du risque va dépendre de celle de la hausse des taux. S'il s'agit simplement pour les banques centrales de sortir gentiment des taux zéro et de réduire légèrement la taille de leur bilan (donc de la quantité de monnaie banque centrale en circulation), les incidents de parcours sur les ménages et les zombies resteront sans doute gérables. Si par contre le raidissement monétaire des banques centrales devenait plus prononcé, il serait très malsain de détenir de la dette des Ménages et des Entreprises et pas vraiment conseillé de s'encombrer de dette souveraine, surtout de celle des Etats les plus fragiles. Et la fragilité de cette dette souveraine ne dépend pas seulement du ratio dette / PIB mais bien plus de la capacité de chaque Etat à générer de la recette fiscale et de la nature de sa monnaie d'endettement : monnaie nationale (risque minimal) ou devise étrangère comme c'est le cas des pays émergents (risque maximal car l'évolution du taux de change peut aggraver le problème).

Sachant que les banquiers centraux ne sont pas sadiques par nature, qu'est-ce qui pourrait bien les pousser à remonter fortement les taux, au-delà du besoin de les rendre suffisamment positifs pour pouvoir les baisser à nouveau lors de la prochaine récession. C'est bien sûr une poussée d'inflation. La politique monétaire se fixe en général une cible d'inflation à 2%. On se désolait ces dernières années de ne pas y arriver, craignant la déflation, d'où la politique monétaire accommodante qui a prévalu. Mais maintenant on est aux 2% et la préoccupation principale devient de ne pas dépasser cette cible car l'inflation c'est comme le dentifrice : une fois sortie du tube... difficile de l'y faire rentrer. C'est ainsi que la [Suède](#), arrivée à 2,1% d'inflation vient d'augmenter son taux directeur (20 déc.) pour la première fois depuis 7 ans et s'oriente vers une nouvelle hausse en 2019. Dès lors, la prospective des taux, au-delà du rétablissement programmé de taux positifs, s'apparente à une prospective du taux d'inflation. D'où pourrait provenir une hausse significative de l'inflation dans la période actuelle ? D'une hausse des coûts de production qui pourrait avoir trois origines :

- une aggravation hors contrôle de la guerre commerciale déclenchée par les Etats-Unis qui impacterait les prix des produits importés à travers l'augmentation des tarifs douaniers, produits importés pas nécessairement substituables par des produits nationaux.
- une augmentation forte des prix du gaz et du pétrole suite à un choc géopolitique au Moyen Orient.
- une augmentation généralisée des salaires : ce n'est pas *a priori* la tendance dominante du fait de la mise en concurrence des mains-d'œuvre nationales dans le cadre de la

mondialisation. Mais attention aux surprises ! Le mouvement des Gilets jaunes en France pourrait s'avérer être le signe annonciateur d'un mouvement revendicatif généralisé contre les conditions de vie faites dans de nombreux pays aux oubliés de la mondialisation, et d'une insurrection internationale contre les normes de partage de la valeur ajoutée entre salaires et profits.

Et imaginez un instant que ces trois causes se conjuguent, débouchant sur une inflation au-delà des 3 ou 4% en Europe et aux Etats-Unis. Pas besoin de vous faire un dessin ! Les taux s'envolent pour tenter de juguler l'inflation. Les entreprises zombies font faillite. Les Ménages avec emprunts immobiliers à taux variables sont incapables d'honorer leurs échéances de remboursement. Dans le maelstrom des taux de change résultant des implications hétérogènes des différents pays dans ce processus inflationniste, les pays émergents à la dette la plus fragile font défaut. Dans ces circonstances, il vaudrait mieux ne pas détenir de la dette des Ménages et des Entreprises ou avoir des parts de fonds de placement détenant la dette des pays émergents ! Sans parler des effets induits sur les banques et toute l'activité économique en général ! Mais laissons de côté ce cocktail explosif dette+taux+inflation pour aller voir du côté de l'Euro si des dysfonctionnements propres à cette zone seraient susceptibles de rajouter une couche d'inquiétude !

### **1.3. De l'Euro irréversible à l'Euro incertain**

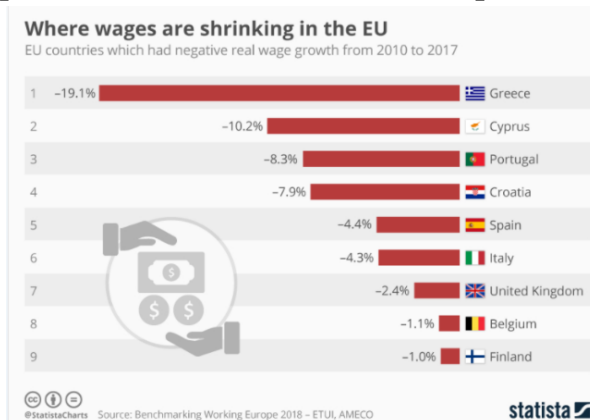
Mario Draghi a déclaré en juin que l'Euro est irréversible. Patrick Artus (Chef économiste Natixis) a écrit en septembre que « Pour l'instant, la zone Euro est un échec » ([Flash Eco N°955, 5/09/18](#)). Un esprit de synthèse un peu rapide pourrait en déduire audacieusement que l'Euro est un échec irréversible ! Je n'irai pas aussi vite en besogne... mais au moins faut-il constater que vingt ans après la mise en place de l'Euro, son itinéraire reste semé d'embûches et que son avenir peut légitimement inspirer des inquiétudes... même si j'estime peu probable un scénario de disparition de la chose, tant sont puissantes les forces qui ont intérêt à son maintien et tant sont illusoire les espoirs que d'autres peuvent placer dans son abandon, tout comme étaient illusoire et mensongers les arguments des Brexiteurs. Toutefois il n'est pas possible d'exclure un scénario catastrophe dans lequel l'inacceptabilité sociopolitique de l'ajustement interne au sud de l'Europe viendrait percuter les angoisses allemandes face aux soldes TARGET 2, faisant ainsi exploser l'Euro. Mais peut-être ne savez-vous pas ce qu'est l'ajustement interne, et encore moins ce qu'est le système TARGET 2 ? Pas de panique, je viens à votre secours !

### **Ajustement interne, Cinq Etoiles, Podemos et Gilets jaunes**

Avant la mise en place de l'Euro, dans le cadre du Système Monétaire Européen, chaque pays pouvait gérer sa compétitivité extérieure, vis-à-vis des autres pays européens comme du Reste du Monde, par des mouvements de parités monétaires. Un pays aux échanges extérieurs déficitaires dévaluait sa monnaie, dopant ainsi ses exportations désormais moins chères sur les marchés étrangers et freinant ses importations, plus chères sur le marché intérieur. Depuis l'instauration de l'Euro, sur la base de parités irrévocables (par exemple 1€=6,55957 Francs français), il n'y a plus de modification possible des parités à l'intérieur de la zone Euro, et les

taux de change de l'Euro vis-à-vis des autres monnaies mondiales s'imposent à tous de la même manière. Dès lors il n'y a plus de possibilité d'ajuster la compétitivité par le taux de change. Il faut donc le faire par la baisse des coûts de production, que l'on qualifie d'ajustement interne. Pas besoin d'être un grand économiste pour comprendre que la voie royale de l'ajustement interne passe par la baisse du salaire réel. Et c'est bien ce qui s'est passé ces dernières années en Europe méridionale, comme l'illustre le graphique ci-dessous avec les baisses du salaire réel entre 2010 et 2017 : Grèce -19%, Portugal - 8%, Espagne et Italie -4%. En général les peuples ont une fâcheuse tendance à ne pas apprécier et sont susceptibles de mal voter ensuite. Le Mouvement 5 Etoiles en Italie tout comme Podemos en Espagne peuvent être lus sous cet éclairage. Même si la France n'apparaît pas dans ce sinistre classement, le mouvement présent des Gilets jaunes peut se lire aussi la lumière d'une diminution du pouvoir d'achat des couches populaires à travers un ajustement interne non pas par le salaire réel mais par la stagnation ou la diminution des transferts sociaux et la hausse de la fiscalité... fut-elle déguisée du masque de l'écologie.

### Quelques baisses du salaire réel en Europe (2010-2017)



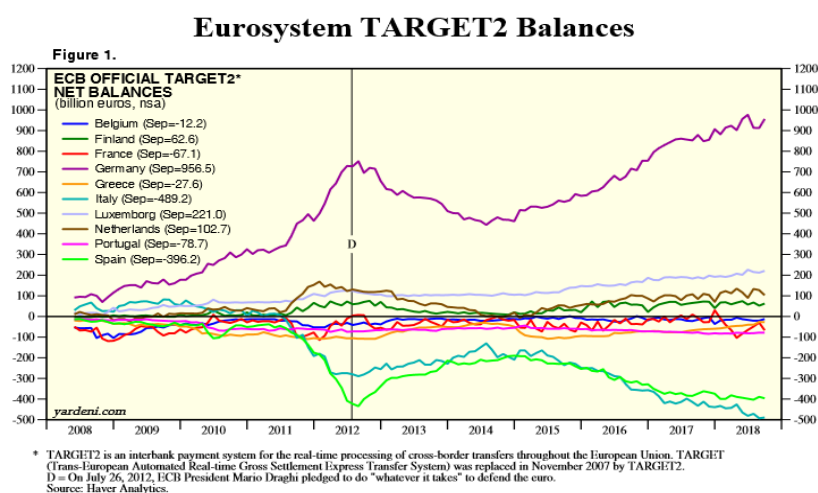
Source : [World Economic Forum](http://www.weforum.org)

Pour autant, comme le révèlent diverses [enquêtes d'opinion](#) récentes, le souhait majoritaire des populations est que leur pays ne quitte surtout pas la zone Euro. D'ailleurs, tous ceux au Sud de l'Europe qui ont un minimum d'épargne sont très attachés à l'Euro et opposés à ce que leur pays sorte de l'Euro, dévalorisant ainsi le pouvoir d'achat international de leur épargne. Par contre, les gueux, les « sans-dents » et les Gilets jaunes se moquent bien de savoir quel est le taux de change €/€ et si leurs difficultés à boucler les fins de mois doivent s'évaluer dans les Euros, Francs, Lires ou Pesetas que toutes manières ils ne possèdent pas !

### TARGET 2... cible des angoisses allemandes !

TARGET est l'acronyme de *Trans-european Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system*. TARGET 2 est la deuxième version du système de paiement entre banques centrales de la Zone Euro, mise en place en 2007. Chaque jour, tous les paiements transfrontaliers en Zone Euro se font, via la Banque Centrale Européenne, entre les banques

centrales nationales concernées<sup>1</sup>. Si un riche Italien décide de mettre ses économies à l'abri en Allemagne, il va demander à sa banque italienne de virer la somme à transférer vers le compte qu'il détient en Allemagne, ce qu'elle va faire en TARGET 2, par le circuit Banque centrale italienne - Banque centrale européenne - Bundesbank. Si le même jour un riche allemand décide d'acheter une villa en Toscane pour le même montant, à la fin de la journée les positions des deux banques nationales dans les registres de la BCE seront inchangées par rapport au début de la journée. Mais, bien évidemment, les entrées et les sorties pour chaque pays ne s'équilibrent pas spontanément et les soldes positifs ou négatifs sont enregistrés à la BCE et dans les bilans des banques centrales nationales. Il n'y aurait ni problème ni débat si les soldes à long terme tendaient à s'équilibrer après des phases provisoires de déséquilibre. Mais c'est tout le contraire qui se passe comme en témoigne le graphique ci-dessous.



Source : [Yardeni Research](#)

Six des dix pays correspondant aux courbes de ce graphique ne posent guère de problème, proches de la ligne du zéro, tantôt au dessus, tantôt au dessous, en phase avec la logique d'un tel système de paiement qui veut simplifier les transactions sans se livrer tous les soirs à des comptes d'apothicaire. On notera tout de même que les incursions de la France en territoire positif restent rares et discrètes ! Le cas du Luxembourg peut surprendre : un si petit pays avec un solde créditeur si fort ! Il faut en chercher l'origine dans la taille démesurée du secteur financier d'un paradis fiscal à l'intérieur de la Zone Euro ! Mais l'attention se focalise sur trois pays : la Bundesbank, Banque centrale allemande, créditrice à hauteur de plus de 900 milliards d'Euros (c'est à dire que la BCE lui doit cette somme), tandis que les Banques centrales italienne et espagnole sont débitrices respectivement de 500 et 400 milliards. Globalement l'Europe du Nord est créditrice de plus d'un trillion (1000 milliards) et l'Europe du Sud débitrice du même montant. Cette situation a le don d'énerver l'Europe du Nord et tout particulièrement l'Allemagne. Pourquoi donc ? Trois raisons à cela :

- **la rémunération ou le coût des soldes créditeurs et débiteurs.** L'Europe du Nord fait crédit gratuitement à l'Europe du Sud, sachant que les crédits sont rémunérés et les débits sont facturés au taux directeur de la BCE, c'est-à-dire zéro actuellement.

<sup>1</sup> Pour une analyse détaillée du fonctionnement TARGET 2, vous pouvez vous reporter à cette vidéo sur le [site de la Banque de France](#) et lire cet excellent papier, très clair, sur le [site NextFinance](#).

- **l'absence de garantie sur les débits** : les sommes que doivent les pays débiteurs ne sont pas collatéralisées, c'est-à-dire que les pays débiteurs n'apportent pas d'actifs en garantie. En cas de sortie de l'Euro d'un pays du Sud que se passerait-il ? Peu probable qu'il rembourse à une BCE à laquelle il n'appartiendrait plus. Dès lors la perte de la BCE serait compensée par une contribution des pays restant dans l'Euro, à hauteur de leur part dans le capital de la BCE, soit 18,43% pour l'Allemagne et 14,21% pour la France. C'est pourquoi, certains en Allemagne songeraient à passer à un système TARGET 3<sup>2</sup> dans lequel les débits pourraient être collatéralisés (par exemple avec l'or des banques centrales nationales concernées).

- **les déséquilibres patrimoniaux Nord-Sud en Europe** : votre intuition vous trompe ! Non les Ménages allemands ne sont pas plus riches que les Ménages italiens ou espagnols... bien au contraire (voir le tableau ci-dessous). Car les Allemands sont moins souvent propriétaires de leurs logements que les Espagnols ou les Italiens. Ceci ne peut que renforcer l'impression que l'Europe du Nord peut avoir d'être la vache à lait du Club Med, alias les PIGS (Portugal, Italy, Greece, Spain) : non seulement on leur fait crédit gratis et ils nous menacent de ne pas nous rembourser, mais en plus ils sont plus riches que nous ! Basta l'Euro, bye-bye l'UE !!!

### Les patrimoines nets des Ménages en Zone Euro

	Patrimoine net (en milliers d'euros)	
	Médiane	Moyenne
Allemagne	60,8	214,3
Autriche	85,9	258,4
Belgique	217,9	330,3
Chypre	170,1	387,3
Espagne <sup>1</sup>	159,6	273,6
Estonie	43,6	97,0
Finlande	110,0	195,3
France	113,3	243,1
Grèce	65,1	104,2
Irlande	100,6	216,3
Italie	146,2	226,4
Lettonie	14,2	40,0
Luxembourg	437,5	768,4
Malte	210,0	350,4
Pays-Pas	82,0	151,1
Portugal	71,3	153,0
Slovaquie	50,3	66,0
Slovénie	80,4	137,7
<b>Zone euro</b>	<b>104,1</b>	<b>223,3</b>

1. Pour l'Espagne, l'année considérée est 2011.  
Source : BCE, enquête HFCS vague 2.

Source : [INSEE](#)

Il va donc falloir beaucoup de pédagogie pour expliquer que l'Euro nous sauve tous, même si c'est différemment : l'Europe du Sud est sauvée par l'Euro des dévaluations à répétition, de l'inflation et des taux d'intérêt prohibitifs qui s'en suivraient ; l'Europe du Nord est sauvée de la surévaluation de ses monnaies et du déclin compétitif qu'elle impliquerait. Mais, en cas de collision entre des Gilets jaunes et le char de la Bundesbank sur un rond-point mal sécurisé... alerte rouge... l'Euro explose et l'Europe implose !

Bon alors... et mes sous dans tout ça ? Patience... on va y venir d'une manière plus triviale. Mais c'est néanmoins bizarre que vous n'ayez pas encore compris qu'on n'arrête pas d'en parler de vos sous, depuis la première page ! Guerre commerciale, dette, taux, inflation et Euro (si vous vivez en Europe) sont les déterminants incontournables de vos sous.

<sup>2</sup> C'est ce qui est rapporté dans un article de [Vincent Brousseau \(août 2018\)](#) sur le site de l'UPR. L'UPR est un petit parti politique français, dirigé par Francois Asselineau, très opposé à l'Euro et militant pour la sortie de la France de l'Union Européenne, le Frexit.

## 2. Méfiez-vous du risque de contrepartie : fuyez le passif !

Puisque cette chronique est écrite dans les derniers jours de l'année 2018 et qu'elle devrait être mise en ligne dans les premiers jours de 2019, il est logique de se demander d'où viendra le premier bug économique de la nouvelle année ? La guerre commerciale dégénère et l'année 2019 voit s'envenimer une surenchère sur les tarifs douaniers ? L'Iran et Israël se tapent dessus, le détroit d'Ormuz est bloqué, le baril monte à 200\$, l'inflation s'emballe et les taux d'intérêt aussi, étranglant tous les zombies de la planète... et des millions de salariés avec ? Après les élections européennes du mois de mai, l'Italie quitte l'Euro et rétablit la Lire, laissant à la BCE une ardoise de 500 milliards au titre de TARGET 2, l'Euro descend à 0,80 \$ à la grande fureur de Trump qui décrète une surtaxe de 25% sur toutes les importations en provenance d'Europe, et l'Europe réplique par une mesure équivalente ? En fait, il est possible, sinon probable, qu'aucun de ces événements ne se produise... et que d'autres péripéties auxquelles on ne pense pas spontanément interviennent. Mais qu'un seul événement de ce type se produise, et *a fortiori* deux, et c'est parti pour un grand coup de balai dans vos chers petits sous ! Alors autant savoir où on met les pieds, quelle est exactement la nature du risque. On va donc commencer par retourner faire un tour dans [La Galerie des Tortures \(LA CRISE N°28, octobre 2014\)](#) : une fois que vous aurez vu les comptes bancaires hurler face à la spoliation du *bail in*, les assurances-vie étranglées par la séquestration Sapin II, les fonds en actions pris de panique devant la réintroduction massive de l'Ours<sup>3</sup> en milieu boursier et la disparition aussi soudaine qu'énigmatique d'une espèce pourtant très visible ces dernières années (le Taureau)... vous serez mûrs pour chercher l'issue de secours, sans avoir à traverser les salles de la titrisation, des *Credit Default Swaps* et autres produits dérivés, des cyber-arnaques et des crypto-couillonnades. Il sera donc temps de se demander comment limiter la casse dans nos patrimoines... en attendant des jours meilleurs !

### 2.1. Retour à la Galerie des tortures

Je viens de relire *La Galerie des tortures*. Impossible ici, en deux ou trois pages, d'en résumer l'argumentaire : je ne vais donc évoquer que les risques les plus saillants et pertinents dans le contexte actuel. Pour un panorama complet des risques patrimoniaux, je vous invite à vous reporter à ce [N°28](#).

La période actuelle est donc marquée par une tendance à la hausse des taux d'intérêt, sans qu'on puisse dire jusqu'où ira cette hausse. La fin d'une phase historique de plus de trente ans de baisse des taux constitue l'élément déterminant qui prime sur tout le reste. Tout comme la pomme de Newton tombe par terre sous l'effet de la gravité terrestre, la hausse des taux implique mécaniquement la baisse des valeurs des actifs, de tous les actifs non monétaires : c'est une loi de la finance et de l'univers économique tout aussi incontournable que la loi physique de la gravité. Les actifs obligataires sont assurément les plus sensibles à cet effet, et d'autant plus sensibles que leur durée de vie est longue : si les taux montent, la décote d'une obligation à un an de sa date d'échéance sera à peine perceptible, une obligation à 30 ans

---

<sup>3</sup> Pour les lecteurs peu familiers de la faune boursière, rappelons que l'Ours est le symbole d'un marché baissier tandis que le Taureau symbolise le marché haussier.

décotera énormément. Alors, je sais, vous allez me dire que ça ne vous concerne pas, car des obligations vous n'en avez pas, puisque vous ne détenez que de l'assurance-vie et des fonds de pension ; désolé de vous chagriner, mais les fonds qui servent de support à ces produits sont majoritairement remplis d'obligations, bons d'Etats pour les versions les plus prudentes, obligations *corporate* (d'entreprises) pour les plus « dynamiques »... et parmi les entreprises, quelques zombies ici ou là, qui ne passeront pas l'hiver... mais ça nous renvoie à un autre type de risque !

Bien d'autres actifs vont être affectés négativement par la hausse des taux. Les actions, outre la concurrence des nouvelles obligations à taux de rendement en hausse, vont subir négativement les perspectives de ralentissement de la croissance voire de récession qui vont faire stagner ou diminuer les profits... ce que les actionnaires n'aiment pas vraiment ! L'immobilier en général (ce qui n'existe pas, car il n'y a de l'immobilier qu'en particulier... avec beaucoup de micromarchés divergents dans leurs évolutions), donc disons l'immobilier dans ce qu'il a de plus général, c'est à dire un achat important le plus souvent financé par un emprunt bancaire tendanciellement plus onéreux et diminuant le pouvoir d'achat des acquéreurs, pourrait voir les prix s'essouffler voire diminuer significativement à l'exception éventuelle de quelques micro-marchés.

Donc si votre seul plaisir de l'année est de constater l'augmentation comptable de votre patrimoine, l'année 2019, et sans doute bien au-delà, risque d'être un peu pourrie ! Mais dans la période qui s'ouvre, le montant comptable des patrimoines est totalement secondaire : il ne s'agit que d'aléas de marchés, marché des taux d'intérêts, marchés boursiers, marché immobilier et marché des changes pour ceux dont le patrimoine est réparti entre plusieurs zones monétaires. Mais les marchés, ça monte, ça baisse, et ces mouvements ne sont que des épiphénomènes tant que les bases objectives de votre patrimoine restent intactes dans leur existence, tant qu'elles ne disparaissent pas.

Donc, pas d'angoisse démesurée face aux risques de marché : c'est désagréable certes, mais sur le long terme on peut s'en remettre. Par contre le risque de contrepartie est beaucoup plus sérieux : hors de question de rigoler avec ça. Car **le risque de contrepartie ne minore pas la valeur comptable de votre patrimoine ; il le détruit, irrémédiablement.** Si vous êtes propriétaire d'un bien réel – appartement, maison, terre agricole, forêt, métaux précieux, œuvre d'art...- il existe en tant que tel : il va sans doute vous créer des soucis et des frais d'entretien ou de garde, vous coûter éventuellement des impôts, mais sauf vol pour les biens mobiliers ou expropriation pour les biens immobiliers, il sera toujours là à votre disposition et vous serez libre d'en disposer, de profiter de sa valeur d'usage, de l'arbitrer contre de la monnaie (avec une plus value ou une moins value), monnaie que vous pourrez ensuite affecter à l'usage que vous déciderez. Donc être propriétaire d'un bien réel, c'est une responsabilité, du temps pour s'en occuper, des frais à assumer, mais au moins vous avez quelque chose... pour de vrai !

A l'inverse, acheter un bon du Trésor d'un Etat quelconque, ou une obligation d'une entreprise, donc être titulaire d'une créance, c'est ultra facile : vous donnez votre argent une bonne fois pour toute, et vous n'avez plus rien à faire si ce n'est attendre. Attendre qu'on vous



verse des intérêts, attendre qu'on vous rembourse le capital initial. Mais ces paiements, la récupération de cette créance, sa reconversion sous forme monétaire supposent que votre partenaire à l'opération, votre contrepartie donc, soit en état et disposé à vous rembourser cette créance. Si l'entreprise zombie a fait faillite, votre créance existe certes encore devant l'instance en charge de la liquidation judiciaire mais sa valeur économique est probablement proche de zéro. Idem si un Etat refuse de rembourser sa dette ou le fait dans des conditions vraiment pas prévues à l'origine, avec une grosse décote, ce qui pourrait arriver dans un cas hypothétique de sortie de la Zone Euro... où le remboursement ne se ferait pas en Euro mais dans une monnaie nationale sérieusement dévaluée.

Si vous détenez des créances de type obligataire, vous devez bien comprendre qu'en période de remontée des taux vous courrez simultanément deux types de risque : le risque de marché de la baisse mécanique de la valeur de l'obligation et le risque de contrepartie de la disparition de l'entreprise ou du défaut de l'Etat, (sous une forme ou une autre), risques auxquels on peut rajouter celui d'érosion inflationniste particulièrement sensible sur produit à revenu fixe. Vous comprendrez donc que dans la période actuelle de surendettement à l'échelle mondiale et de remontée des taux, je ne suis pas un chaud partisan de la détention d'actifs obligataires. Et ce d'autant plus que les particuliers que nous sommes n'achètent pas vraiment des obligations qu'ils sélectionnent mais des parts de fonds obligataires (sous diverses appellations suivant les pays) qui ont la fâcheuse tendance d'inclure discrètement des produits toxiques issus de la titrisation de créances à haut risque, voire carrément pourries... supposées rapporter gros mais faisant perdre encore plus gros, comme on l'a vu avec les titrisations des crédits *subprime* de triste mémoire ! Et l'objectif des banques et institutions financières est de se débarrasser au plus vite des actifs pourris en les vendant discrètement aux épargnants qui finalement supporteront la perte. Soyez bien conscients que dans la période actuelle la pourriture financière, avérée ou en devenir, n'est pas une denrée rare : il y en a dans tous les placards des banques et institutions financières, proprement emballée dans des produits structurés chatoyants de promesses de rendement et de protection. Une condition impérative de pérennité du système financier actuel, et donc de la stabilité de vos banques, est que cette pourriture soit exfiltrée avant que la décomposition ne soit trop avancée, et donc transférée dans les patrimoines privés, donc les nôtres, à travers les fonds divers auxquels nous pouvons souscrire (SICAV, fonds de placement divers, assurances-vie en unités de compte). A titre individuel, rien ne vous force à être la victime consentante du grand nettoyage. Mais lorsque l'heure de ce grand nettoyage viendra, il sera trop tard pour sortir de cette galère. Les issues seront bloquées, soit par manque de liquidités de fonds composés de produits devenus invendables, soit par des mesures administratives (type Sapin II en France pour les assurances-vie) de fermetures des possibilités de retrait, provisoires... mais reconductibles.

Si je viens d'évoquer la stabilité bancaire, c'est qu'en effet, le risque de contrepartie ne se limite pas aux actifs obligataires. Il concerne aussi potentiellement les actifs monétaires, c'est-à-dire les soldes de vos comptes en banque (comptes chèques, livrets divers, comptes à terme...) qui sont des créances que vous détenez sur votre banque. Depuis plus de 5 ans, avec [Opération Jivaro : bienvenue chez les réducteurs de dépôts](#), je n'ai pas arrêté de vous alerter d'abord sur la préparation d'une directive européenne sur un mécanisme consistant à

ponctionner les comptes des déposants en cas de faillite des banques (mécanisme du *bail in*), puis de l'adoption de cette directive. Et une première expérience de *bail-in*, avant même cette directive européenne, avait été mise en œuvre à Chypre. Depuis rien de sérieux ne s'est passé en ce sens. Les quasi faillites bancaires n'ont pas disparu mais elles se règlent à l'intérieur du système, entre gens du même monde : c'est ainsi que la faillite du Banco Popular espagnol a été élégamment emballée dans une reprise pour 1 € symbolique par le groupe Santander au printemps 2017. A la même période, deux petites banques italiennes, Banca Popolare di Vicenza et Veneto Banca, se sont retrouvées en grande difficulté : une solution à l'italienne, court-circuitant l'intervention de la BCE, a été mise en place, sans *bail-in*. Les mécanismes de fonds de garantie nationaux des dépôts ont été précisés, à hauteur de 100.000 € par déposant et par banque, tous comptes confondus. Par contre, le Fonds européen de garantie des dépôts, prévu dans le cadre de l'Union Bancaire, tarde à se mettre en place avec une Allemagne qui a peur de devoir payer beaucoup pour des banques italiennes dont la solidité apparaît très problématique... mais pas forcément plus que celle de la Deutsche Bank ! Bref, je serai prêt à parier (pas beaucoup quand même, du genre 1 € symbolique) que le *bail in* va rester aux oubliettes des instruments de régulation bancaire et que le bon vieux *bail out* (sauvetage par les Etats... déjà très endettés, donc les contribuables très rapidement, donc nous tous) a de beaux jours devant lui. Car avant d'agiter le spectre d'une mise à contribution des déposants de telle ou telle grande banque allemande, française ou italienne, suite aux turpitudes financières des dirigeants, il faudrait probablement élargir les ronds-points chers aux Gilets jaunes et possiblement à tous les mécontentements de masse qui vont suivre !

Pour autant, il vaut mieux ne pas faire n'importe quoi avec les dépôts bancaires. Renseignez-vous sur les subtilités des montants garantis (pour la France, voir le site du [Fonds de Garantie des Dépôts et de Résolution](#)) et divisez-les par deux. Faites encore plus attention si vous recevez une somme exceptionnelle qui ne serait pas réinvestie dans les trois mois (augmentation temporaire du plafond de garantie, limitée à 3 mois), par exemple après la vente d'un bien immobilier. Enfin, en fonction du montant de vos avoirs monétaires, n'hésitez pas à les répartir entre plusieurs établissements.

## **2.2. Et mes sous dans tout ça : comment limiter la casse !**

### **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 interpeller et à faire réfléchir qu'à conseiller. Ensuite, à chacun de prendre ses responsabilités.

## Patrimoine : comment limiter la casse !

Types d'actifs	Faut-il en avoir un peu, beaucoup ou pas du tout ? (décembre 2018)	... tout en étant conscient que la perfection n'est pas de ce monde	... et en sachant qu'aucun choix n'est définitif et qu'il faudra savoir évoluer... au bon moment	Références N° antérieurs LA CRISE
<b>Monétaire</b>	<b>Beaucoup</b> : la monnaie c'est la liberté d'attendre les opportunités qui se présenteront	Lente érosion du pouvoir d'achat. Ne pas oublier le risque de <i>bail in</i> : diversification bancaire nécessaire.	A réexaminer si l'inflation devenait forte.	Bail in : <a href="#">N°33</a> , p. 17-20
<b>Immobilier</b>	Oui, mais sans illusions et pas n'importe quoi, n'importe où, à n'importe quel prix !	Impôts, charges, baisse de valeur possible sinon probable avec la hausse des taux. Rigidité de l'immobilisation.	En empruntant à des taux encore historiquement faibles : à taux fixe, les taux variables ne peuvent qu'augmenter.	Hausse des taux et prix immo : <a href="#">N°39</a> , p.14
<b>Métaux</b>	Peut-être, si vous avez l'éternité devant vous !	L'éternité c'est très long, surtout vers la fin ! Certains attendent depuis 20 ans, sans retrouver leur mise initiale.	Option à considérer si l'inflation devenait forte (néanmoins sans garantie de maintien du pouvoir d'achat)	Or et inflation : <a href="#">N°41</a> , p.8-10
<b>Actions</b>	Comment ! Vous en avez encore ! Sortez immédiatement des marchés : mieux vaut tard que jamais.	Bulles à tous les étages.	Après un krach sévère ou une baisse lente mais prolongée ce sera l'heure d'aller faire les courses, avec le monétaire mis de côté.	
<b>Obligations</b>	Vous en avez encore à travers une assurance-vie ? Inattention, fatalisme ou masochisme ?	Dévalorisation inéluctable avec la hausse des taux. Risque maximum de créanciers insolubles : fuyez le passif des autres !	Après retournement du cycle des taux, dans 10, 20, 30 ans ? Mais on s'installe peut-être dans une période d'évolutions erratiques des taux : pas simple !	Obligations et taux : <a href="#">N°39</a> , p.12
<b>Crypto actifs</b>	<b>Pas du tout</b> , dans la configuration actuelle de l'offre.	Piège à con manipulé par des mafias et des escrocs, gouffre énergétique de la <i>blockchain</i> : tout pour refroidir votre patrimoine et réchauffer le climat !!!	Si on vous en donne gratuitement... et encore, on trouvera bien le moyen de vous arnaquer !	Piège à con : <a href="#">N°41</a> , p. 3-8.

Le Tableau de la page précédente a été conçu pour se suffire à lui-même, sans nécessiter de commentaires très développés. Je ne vais pas réécrire ou recopier des développements déjà présents dans les numéros précédents, sauf à faire un numéro de 50 pages... ce qui n'est pas dans mes intentions : je donne donc dans la dernière colonne les liens et références de pages des numéros concernés.

Les différents types d'actifs qui sont listés dans ce tableau le sont dans un ordre décroissant de pertinence des divers items à faire entrer, à maintenir ou à faire progresser dans un patrimoine adapté aux réalités et risques patrimoniaux actuels. Je pense avoir été suffisamment clair dans les pages qui précèdent sur les actifs monétaires et obligataires pour ne pas avoir besoin de rajouter quoi que ce soit sinon rappeler que la monnaie est « *la forme absolue et toujours désirable de la richesse sociale* » (Marx) tandis que *les obligations sont la forme absolue et actuellement indésirable de la créance sociale* (ça ce n'est pas de Marx mais de moi). Disons juste quelques mots sur les autres types d'actifs en renvoyant éventuellement à des références utiles pour approfondir la thématique.

L'immobilier et les métaux précieux doivent leur bonne place dans mon classement au fait que ce sont des biens réels dont vous êtes vraiment propriétaires – pour le meilleur ou pour le pire – et qui ne vont pas se dérober devant vous comme peut s'évanouir une créance dont la contrepartie se retrouve brusquement aux abonnés absents ou à faire la chochette au moment d'ouvrir le tiroir caisse pour rembourser, espèce potentiellement prolifique par les temps qui courent. Par contre ça ne signifie pas que leur possession soit une sinécure ni que leurs prix vont monter jusqu'au ciel. Sans parler des élucubrations d'Egon Von Greyers – dont je lis à l'occasion les [dithyrambes](#) avec délectation : un grand moment de rigolade – je vois passer régulièrement des papiers qui vous annoncent que l'once d'or va bientôt atteindre les 10.000 \$ l'once (actuellement autour de 1250 - 1300) parce que la prochaine crise financière va pousser tout le monde à acheter de l'or. Désolé pour vos éventuels rêves dorés, mais la très probable prochaine crise financière poussera d'abord de nombreux intervenants sur les marchés financiers à vendre de l'or pour couvrir leurs pertes sur d'autres marchés comme on a pu le voir l'été dernier avec la [crise turque](#). Et après, vu que tout le monde sera ruiné, il ne restera pas beaucoup d'acheteurs, et lorsque le monde commencera à se relever... il y aura bien plus intéressant à faire que d'acheter de l'or. Bref l'avenir de l'or est peut-être loin d'être doré : l'or n'est rien d'autre que ce qui reste quand il n'y a plus rien, l'assurance ultime face au désastre. Donc pour moi, mettre l'or en troisième position de mon classement n'est rien d'autre qu'un cri de désespoir face à ce qui se profile, une crise financière sans précédent historique récent quant à ses effets faute de capacités d'intervention d'Etats déjà endettés à des niveaux inconnus en temps de paix.

Mon classement est peut-être un peu sévère avec les actions. Du point de vue de leur utilité sociale, en tant que fractions de propriété d'entreprises qui constituent la strate profonde du tissu économique sur lequel nous vivons, elles sont sans comparaison avec l'or... mais l'utilité sociale fonde rarement les choix patrimoniaux ! De toutes manières, dans l'état actuel de financiarisation des économies, les actions sont de plus en plus déconnectées de l'économie réelle, devenues objets de spéculations sans fin entre ventes à découvert, *High*

*Frequency Trading* et produits dérivés qui symbolisent si bien une cupidité financière sans lien avec l'utilité sociale des entreprises. Et cette financiarisation produit des bulles en série, condamnées à éclater à intervalles imprévisibles, ruinant ceux qui n'ont pas une compréhension profonde du phénomène et sont plumés par les initiés manipulateurs qui empochent les bénéficiaires à la hausse comme à la baisse des indices.

Enfin, en dernière position de mon classement viennent les crypto-actifs. Ne dites surtout pas crypto-monnaie, sinon je pique une crise face à une telle insulte faite à la monnaie, dont les crypto-actifs ne remplissent aucune des fonctions. Mais je suppose qu'au vu de l'effondrement des cours vous n'êtes plus à convaincre de la nécessité de vous tenir à l'écart de ces [chimères de la finance](#). Et c'est très bien ainsi, cela vous évitera d'être les complices objectifs des [mafieux et des escrocs](#) qui s'abritent derrière le mythe d'une modernité technologique. Laissons ces instruments financiers, sans aucun fondement dans l'économie réelle, retourner là d'où ils viennent... le néant. Plutôt acheter un bon du Trésor italien qu'un bitcoin !

Un dernier conseil financier, à vous Messieurs, avant que nous nous quittions : n'offrez surtout pas un rubis ou un saphir à votre amie, compagne, épouse ou maîtresse à l'occasion du Nouvel An chinois qui s'approche (5 février, année du Cochon) ou de toute autre célébration en 2019 ! Vous le paieriez encore très cher, alors que les cours ne vont pas tarder à s'effondrer : en effet, une exoplanète vient juste d'être découverte et on sait qu'elle est recouverte de [rubis et saphirs](#) ; de plus elle n'est qu'à 21 années-lumière de chez nous... la grande banlieue !

Bonne année 2019 et année du Cochon à toutes et tous, en espérant qu'aucun des événements fâcheux évoqués dans cette chronique ne se produira pour de vrai et qu'ils n'auront été que les fruits de mon imagination inquiète, et en souhaitant que la vie économique et financière reste un long fleuve tranquille jusqu'à la fin des temps. On peut toujours rêver ! D'ailleurs, si pour vous remonter le moral vous avez besoin d'une bonne séance de câlinothérapie boursière, allez lire la dernière chronique 2018 de Patrick Artus sur le site Natixis : [Vers un rallye sur les marchés financiers en 2019](#). Allez, après ces bonnes nouvelles, vous reprendrez bien un petit coup de CAC 40, ou de Dow Jones ! Ah mais... l'optimisme débordant d'Artus a failli me faire oublier de vous communiquer la première info de l'année quant au monde bancaire : une nouvelle banque italienne en difficulté, la [banque Carige](#). Je vous quitte pour de bon cette fois-ci, en vous disant « A la prochaine » (prochaine chronique bien sûr, pas la prochaine faillite bancaire...on risquerait de ne jamais se quitter) !

Henri REGNAULT, le 6 janvier 2019  
[henri.regnault@univ-pau.fr](mailto:henri.regnault@univ-pau.fr)

**Diffusion de LA CRISE** : le 3 septembre 2018, lors de la mise en ligne du N°42, le compteur de LA CRISE était à 105136 ; il est à ce jour à 118452 soit 13316 connexions depuis cette mise en ligne. Sur l'année 2018, LA CRISE a comptabilisé 25394 connexions.

## ANNEXE : LA CRISE ET LES GILETS JAUNES

A votre avis, qui a bien pu écrire ceci il y a un an, à propos du budget 2018 de la France ?  
« ... pour un jugement objectif du budget 2018, on doit introduire un autre débat : quel doit être le rôle de la fiscalité ? Est-elle un simple outil de politique économique ou bien un instrument de cohésion sociale. Les inspireurs du budget 2018 vous diront que les mesures de ce budget en faveur des placements financiers et contre l'immobilier (PFU, remplacement de l'ISF par l'IFI) relèvent de la politique fiscale incitative, visant à dynamiser le capital risque pour relancer la croissance, ce qui permettra, à terme, de disposer de plus de ressources budgétaires. Mais je soutiens, à l'inverse, que la fiscalité doit être prioritairement un instrument de cohésion sociale, et que ce budget 2018 en tournant le dos à cette dimension fait courir à la France un risque de fracture sociale qui sera préjudiciable à la croissance et donc à l'accroissement ultérieur des ressources budgétaires. La recherche de la justice fiscale au service de la cohésion sociale doit passer avant le bidouillage fiscal en vue d'un objectif sectoriel incertain quant à son issue ».

Ne cherchez pas plus loin qui est l'auteur de ces lignes : c'est moi, dans le [N°40 de LA CRISE, février 2018, p. 21](#). Sans me vanter d'avoir prévu le mouvement des Gilets jaunes dans ses formes concrètes, j'avais bien pressenti que les *Macron's Boys* se fourvoyaient dans une politique fiscale pro-riches très clivante, qui ne pouvait que fragiliser la cohésion sociale.

Le projet de budget 2019 poursuivait dans la même voie,

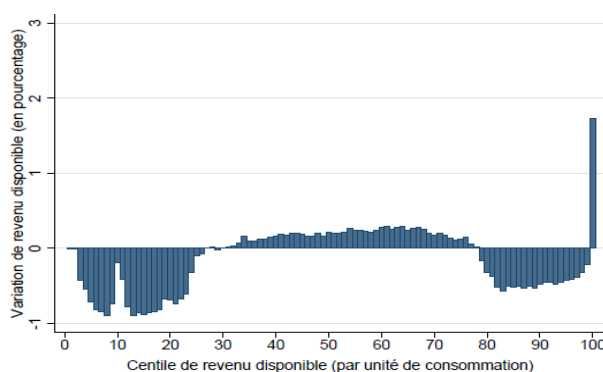
- à travers la taxation carbone et l'augmentation induite des prix de consommations inélastiques au prix (la hausse du prix n'entraîne pas de diminution de la consommation, se contentant d'accroître les dépenses contraintes des ménages obligés de se déplacer en voiture particulière pour accéder à leur travail, aux commerces et services publics).
- à travers la désindexation par rapport à l'inflation des prestations sociales et des retraites.

Les impacts prévus de ce projet 2019, combinés aux effets du budget 2018, en termes de pouvoir d'achat sur les différentes strates de la population (réparties en centiles du niveau de revenu) sont représentés dans le graphique ci-dessous.

### Budget 2019: effets totaux

ipp Institut des  
Politiques Publiques

Gain/perte de revenu disponible



Note: Les ménages sont classés selon leur revenu disponible par unité de consommation.  
Sources: TAXIPP 1.0, sur données FELIN, ERFS, Budget des familles, Fideli.

Source : [IPP, Budget 2019, L'impact sur les Ménages](#)

Cette combinaison du budget 2018 et du projet 2019 faisait un grand gagnant : le 1% de la population aux revenus les plus élevés. Étaient perdants les 25% des revenus les moins élevés et les 25% juste en-dessous du 1% le plus élevé, grand bénéficiaire de la donne fiscale projetée. Entre les deux blocs de perdants un groupe de 50% gagnait un peu de pouvoir d'achat, mais si peu que les bénéficiaires ne s'en seraient même pas aperçus et n'auraient pas manqué de râler devant l'augmentation des prix de l'énergie.

Il faudra attendre encore quelques jours ou semaines avant de disposer d'un nouveau chiffrage et d'une nouvelle représentation graphique après prise en compte des mesures adoptées fin décembre (annulation des nouvelles taxes énergie, augmentation de la prime d'activité, relèvement du plafond CSG pour certains retraités). On peut néanmoins anticiper les résultats suivants :

- à gauche du graphique les pertes de pouvoir d'achat seront effacées voire se transformeront en gains limités.
- au milieu, les gains seront un peu plus conséquents
- à droite du graphique, les couches moyennes supérieures et aisées seront toujours les dindons de la farce, pénalisées pour le plus grand profit du 1% des ultra-riches.

La politique économique et fiscale macronienne était plutôt bonne dans ses intentions : ajustement interne par détaxation du travail (aussi bien au niveau des charges salariales que patronales), suppression d'un impôt sur le patrimoine quasi unique dans le monde développé et encourageant la délocalisation des patrimoines. Mais l'exécution de la manœuvre a été catastrophique, en ignorant tout impératif de cohésion sociale : tout pour les ultra-riches tout de suite (suppression immédiate de l'ISF, forte détaxation immédiate des revenus financiers à travers le prélèvement forfaitaire unique dit PFU), alors que les autres catégories de la population subissent immédiatement des mesures négatives (impact de la CSG sur les fonctionnaires et surtout les retraités, augmentations massives de taxes sous couvert de lutte contre le changement climatique, désindexation par rapport à l'inflation des retraites et de prestations sociales diverses) et doivent attendre pour la mise en place des mesures positives (étalement sur plusieurs années de la suppression de la taxe d'habitation, mesure par ailleurs mal maîtrisée quant à son impact sur les finances locales).

Il est probable que les mesures correctrices de fin décembre vont déminer quelques ronds-points. Mais elles laissent en place des bombes à retardement redoutables. La remise en cause majeure de la progressivité de l'impôt sur le revenu au profit des revenus financiers est inacceptable, alors que les couches aisées vivant des revenus salariaux ou libéraux de leurs activités sont imposées à taux plein. Un pays dans lequel 1% d'ultra-privilegiés s'enrichissent sur le dos des ingénieurs, des chercheurs, des professeurs, des médecins et des cadres est un pays qui se prépare de gros problèmes. Seul le retour à un véritable impôt progressif et taxant de façon homogène tous les types de revenus peut espérer renforcer la cohésion sociale sans laquelle rien n'est possible. Progressivité verticale et homogénéité horizontale sont les fondements incontournables d'une fiscalité juste.