

# LA CRISE

N°39, Octobre 2017

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

Lettre plus ou moins trimestrielle, gratuite et sans abonnement !

**Spécial 10<sup>e</sup> anniversaire – 2<sup>e</sup> épisode**

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

## Déflation des actifs : évitez la double peine !

***Résumé :** Les taux d'intérêt terminent une phase de baisse d'une quarantaine d'année qui a favorisé une augmentation des prix des actifs quasi généralisée. L'ouverture d'une période de remontée des taux apparaît de plus en plus probable, sans que le niveau de cette remontée puisse être prédit. Cette hausse des taux, suivant son ampleur, entraînera inévitablement une déflation plus ou moins prononcée des actifs. Sous réserve du désagrément de voir la valeur d'inventaire de son patrimoine se dévaloriser, cette déflation des actifs, surtout si elle reste modérée, restera gérable... à condition de ne pas s'être mis en situation de double peine à travers des choix patrimoniaux inappropriés.*



*Ce numéro de LA CRISE est écrit en hommage à mes arrières grands-parents, Jules Philippeaux (1860-1949) et Hortense Philippeaux – Cordoin (1867-1944), victimes de l'euthanasie des rentiers ! Travailleurs aisés et épargnants scrupuleux, ils finirent retraités pauvres après avoir mis presque toutes leurs économies dans les emprunts russes... et le reste sur des emprunts de l'Empire Ottoman !  
(Photo familiale des années 1930)*

- |   |             |
|---|-------------|
| <b>1. Quarante ans de baisse des taux et d'inflation des actifs.</b>                  | <b>p.3</b>  |
| <b>2. Vers une inévitable déflation des actifs ?</b>                                  | <b>p.9</b>  |
| <b>3. Supplices du rentier et pièges de la double peine !</b>                         | <b>p.15</b> |
| <i>Typologie des soins à administrer aux rentiers</i>                                 | <b>p.18</b> |
| <b>4. Lettre ouverte : Pour une loi de « moralisation » des activités financières</b> | <b>p.23</b> |

Ce N°39 constitue le deuxième épisode du Spécial 10<sup>e</sup> anniversaire de LA CRISE. Il est la suite du N°38, [2007-2017 : Crises, mutations, transitions, adaptations, interactions](#), d'où cette parution rapprochée, un mois plus tard (un tel phénomène ne se reproduira pas avant le Spécial 20<sup>e</sup> anniversaire !). Mais alors que le premier épisode s'est focalisé sur les dynamiques macrosociétales de la décennie écoulée, ce deuxième épisode s'intéresse aux problématiques patrimoniales : garanti 100% *Et mes sous dans tout ça !* La grande question est de savoir si nos sous sont toujours en danger. Pas de réponse évidente, tant les avis divergent.

Mme Janet Yellen, à la tête de la Banque centrale américaine, expliquait en juin dernier que, de son vivant, il ne devrait pas y avoir de nouvelle crise financière. Ouf ! Nos sous seraient-ils sauvés ? Pas si vite ! Tout bien considéré, c'est sans doute la façon à notre pauvre Janet d'annoncer à ses proches qu'elle est atteinte d'une maladie incurable à évolution rapide ! Car, dans nos sociétés occidentales, l'espérance de vie d'une femme de 70 ans étant encore de 18 ans, présupposer l'absence de crise financière sur un tel laps de temps relèverait d'une santé mentale très déclinante... ce qui ne semble pas être le cas de Mme Yellen ! Mais par une telle déclaration elle s'inscrit clairement dans le camp des Apôtres de la Félicité Universelle !

A l'inverse, les Grands Thuriféraires de l'Apocalypse veulent vous persuader que tout va s'effondrer à l'horizon trois ou six mois et que votre salut suppose de suivre leurs conseils avisés... mais pas départis de considérations très intéressées... à défaut d'être intéressantes ! Citer tous ces thuriféraires serait mission impossible. Je n'en sélectionnerai donc ici que deux parmi les plus vivaces, pour l'exemple ! Michael Snyder, aux Etats-Unis, inventorie plusieurs fois par semaine sur son blog [The economic collapse](#) les 5, 10 ou 12 raisons de penser que tout va s'effondrer bientôt : il part bien de faits réels, mais avec une interprétation très orientée qui relève du journalisme apocalyptique (traductions françaises de ses articles [ici](#)) : il faut bien aguicher le lecteur pour qu'il achète ses livres ! Egon Von Greyers est lui beaucoup plus direct ([son site](#) en anglais, ses [articles en français](#)) : bien sûr tout va s'effondrer, cela va de soi, et la seule planche de salut est de lui acheter son or physique et de le stocker dans ses coffres au cœur des Alpes suisses... hors du système bancaire (qui va lui aussi s'effondrer !). Heureusement on peut espérer que les Alpes ne vont pas s'effondrer dans la décennie à venir !

Entre les Apôtres de la Félicité Universelle et les Grands Thuriféraires de l'Apocalypse, comment se frayer un chemin de vraisemblance, sinon de vérité ? Où en sommes-nous 10 ans après le début de la crise des subprimes ? Cette crise des subprimes est-elle le bon point de départ d'un raisonnement patrimonial ou bien n'est-elle finalement qu'un épiphénomène, certes très révélateur des perversions du monde de la finance, mais pas fondateur d'un retournement dans le cycle financier ? Car il n'existe qu'une seule variable fondamentale en finance, le taux d'intérêt, et si la crise des subprimes a contribué à accentuer la baisse des taux, elle ne l'a pas inaugurée. Par contre, aujourd'hui nous arrivons au bout de la phase de baisse, et là... tout change ! Néanmoins, pas de panique : si les dompteurs, en l'occurrence nos banquiers centraux, parviennent à maintenir les taux dans la cage, tout se passera bien, mises à part quelques irritations, aigreurs d'estomac et éructations à voir stagner ou s'amoinrir votre inventaire comptable de fin d'année ! Par contre, si les taux s'échappent de la cage, il faudra savoir courrir vite pour ne pas se faire dévorer, et donc ne pas s'être mis soi-même un boulet au pied par des initiatives patrimoniales inappropriées !

## 1. Quarante ans de baisse des taux et d'inflation des actifs.

*Au commencement, la Finance créa la monnaie, le capital, le profit et l'intérêt.*

*Dès lors la Finance régna sur la terre, sur les eaux et dans le ciel.*

*Et les hommes, en grande frayeur, se soumirent à sa loi.*

*Le deuxième jour la Finance créa le titre financier et proclama:*

*« Que l'intérêt monte et le titre baisse,*

*Que l'intérêt baisse et le titre monte ».*

*Et ainsi fut-il fait, jusqu'au dernier jour.*

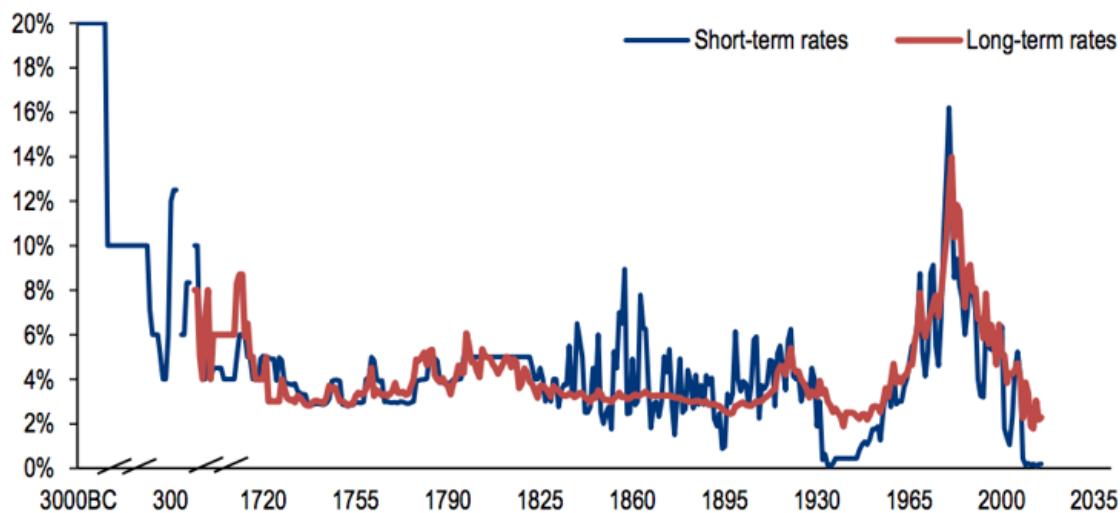
Source : La Genèse de la Finance, Révélée à LA CRISE pour son 10<sup>e</sup> anniversaire !

L'intérêt est le prix à payer pour une ressource (somme de monnaie ou stock de marchandises) dont l'usage vous est concédé, pour une période de temps donnée. Je vous confie 10 quintaux de blé, à charge pour vous de me remettre 15 quintaux après la récolte. Je vous prête 100 pièces d'argent et vous vous engagez à me donner 5 pièces chaque année pendant toute la durée du prêt et à me rendre 100 pièces à la fin du prêt. Progressivement, avec la généralisation de l'usage de la monnaie, le prêt de marchandises s'est raréfié et le prêt monétaire s'est généralisé, fondant ainsi pleinement l'activité financière et la mettant au cœur de la vie économique. A la Renaissance européenne et aux Grandes Découvertes correspondit une forte augmentation du stock métallique et donc de la masse monétaire, qu'il s'agisse d'abord de monnaie purement métallique ou, plus tard, de monnaie papier adossée à un stock de métaux d'une banque d'Etat (qu'on appelle aujourd'hui Banque centrale) et encore plus récemment de monnaie fiduciaire sans aucun fondement métallique... en attendant éventuellement que la Chine crée un lien entre le yuan et l'or... mais n'anticipons pas.

Les taux d'intérêt n'ont cessé de fluctuer au fil de l'Histoire. Et c'est volontairement que j'écris « les taux » et pas le taux, car il faut au minimum distinguer entre les taux courts et les taux longs, pour lesquels on retient le plus souvent comme valeurs représentatives le taux *overnight* (jour le jour) du marché monétaire et le taux des emprunts d'Etats à 10 ans. Mais derrière ces nuances (et il faudrait en ajouter bien d'autres, notamment la distinction entre taux nominal et taux réel), de grandes tendances se dessinent, aussi bien à l'échelle millénaire qu'à l'échelle du siècle.

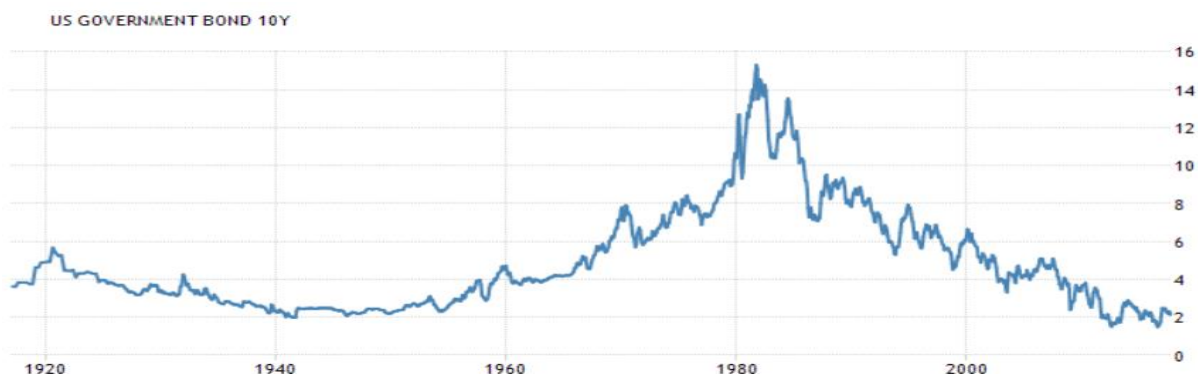
## L'évolution plurimillénaire des taux longs (en rouge) et courts (en bleu)

Chart 1: Still the lowest interest rates in 5000 years!



Source directe : [Business Insider](#). La source originelle est l'ouvrage de *Homer and Sylla, A history of interest rates, Wiley, 2005*

## L'évolution sur le siècle du taux du Bon du Trésor US à 10 ans



Source : [Trading Economics](#)

Comme vous pouvez le constater sur le premier graphique (histoire longue), les taux connaissent de fortes variations. Elles sont plus fortes sur les taux courts que sur les taux longs : aux XIXe et XXe siècles les premiers évoluent entre 0 et 16%, les seconds entre 2 et 14%. Les deux courbes (court et long) n'arrêtent pas de s'entrecroiser : si au XXe siècle les taux courts sont le plus souvent au dessous des taux longs (problématique de la « pentification » de la courbe des taux) l'inverse peut se produire... et c'était même la règle au XIXe siècle.

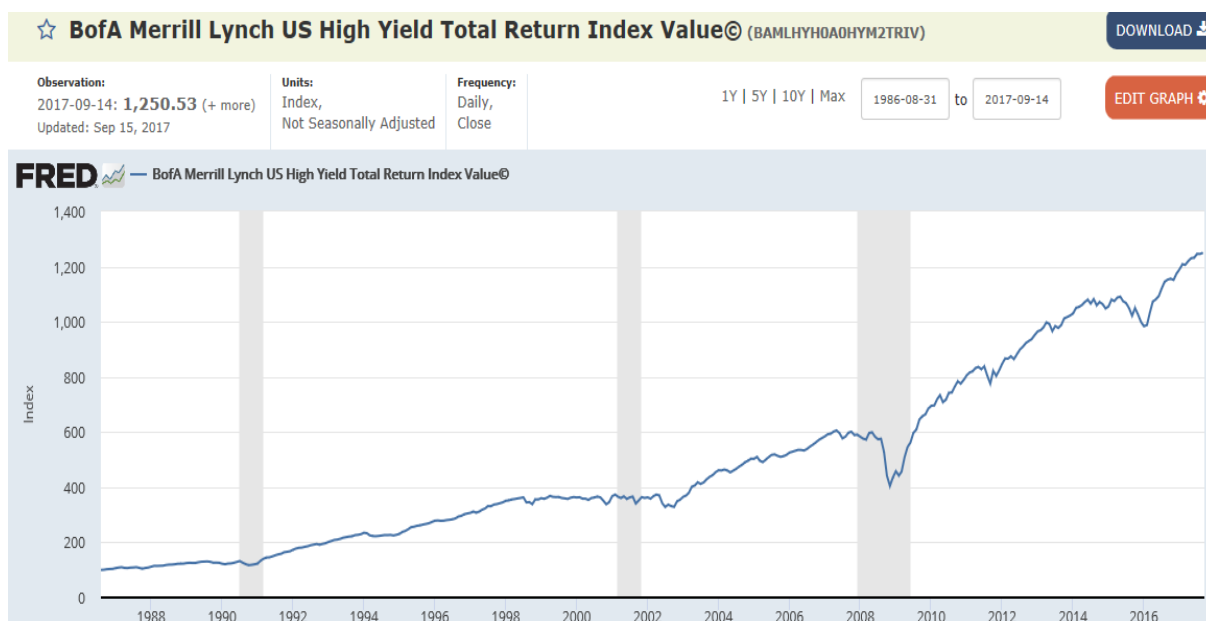
La courbe du taux du bon du Trésor US 10 ans entre 1920 et aujourd'hui est particulièrement intéressante. On constate une grande variabilité sur un siècle. Le maximum, à 15,84%, est atteint en septembre 1981, le minimum, à 1,37%, en juillet 2016. Mais, au-delà de ces valeurs extrêmes, le plus intéressant à noter est une tendance à la hausse sur une quarantaine d'années

– hausse légère des années 40 aux années 60 puis hausse vigoureuse des années 60 aux années 1980 – suivie d’une tendance à la baisse tout aussi longue, de 1981 à 2016. Parti à 2% au début des années 1940, le taux revient à moins de 2% au milieu des années 2010, suggérant la fin d’un cycle financier et incitant à imaginer le début d’un nouveau cycle et donc à anticiper une nouvelle phase de hausse. Même si les événements passés ne permettent pas de prédire ceux de demain, les indices d’un retournement des taux à la hausse se multiplient. La fin des politiques monétaires non conventionnelles, dites de *quantitative easing* (cf N°38) se dessine, les premières remontées de taux sont effectives. Et ce retournement ne pourra pas être sans effet sur les valorisations des actifs.

## Quand les taux baissent... les prix des actifs montent.

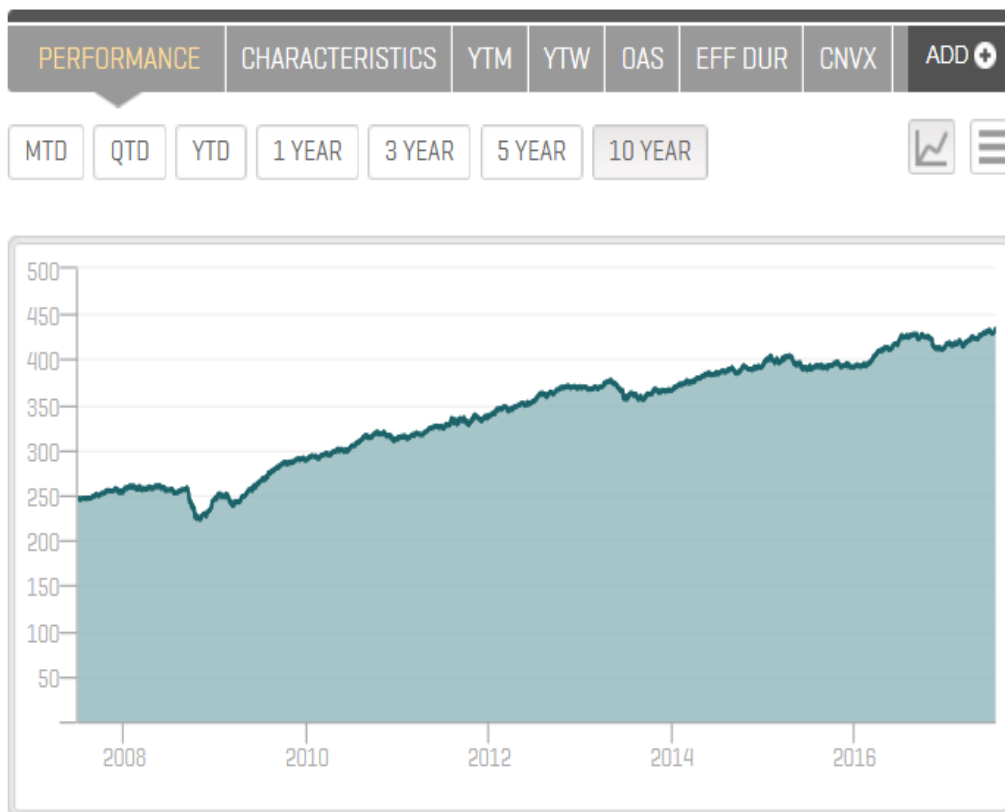
Comme je l’ai souvent expliqué dans cette chronique, le prix des obligations est directement impacté par les variations des taux, à la baisse comme à la hausse : une baisse des taux induit mécaniquement une hausse du prix et une hausse des taux se traduit par une baisse du prix. Plus la durée de l’obligation (ou bon du Trésor) est longue, plus l’impact sur le prix d’une variation du taux est forte. Si vous voulez en savoir plus et comprendre en profondeur le pourquoi de la chose, lisez cet article : [Le calcul du prix d’une obligation](#) (vous munir éventuellement d’un comprimé de paracétamol, si vous avez peu d’appétence pour le calcul financier). Mais vous pouvez vous dispenser de cette lecture et au lieu de comprendre sur le fond le pourquoi de la chose, vous contenter d’en visualiser le comment avec les deux graphiques ci-dessous qui montrent l’évolution du prix des obligations pendant une période caractéristique de baisse des taux

Le premier graphique ci-dessous illustre l’évolution de l’indice des obligations à haut rendement américaines sur la période allant de la fin des années 80 à la période actuelle, donc dans une période de baisse des taux : mis à part des décrochages ponctuels, la tendance à la hausse des prix est permanente sur toute la période.



Source : [FED](#)

Le graphique ci-dessus porte sur des obligations émises par des entreprises. Mais il en va de même des bons du Trésor américain : ci-dessous le graphique du 10 ans US, sur les dix dernières années



Bond price index, US 10Y : [Capture d'écran le 24 juillet 2017](#)

Les évolutions du cours des **obligations** sont donc mécaniquement liées à l'évolution des taux d'intérêts. Mais là ne s'arrête pas l'impact de ces évolutions sur la valeur des actifs. Les actions et l'immobilier sont aussi concernés : toutefois l'impact est beaucoup moins mécanique et peut être compensé voire surcompensé par d'autres facteurs spécifiques à ces catégories d'actifs.

Sur le marché des **actions**, une baisse des taux d'intérêt, va contribuer à inciter les investisseurs à se détourner des nouvelles obligations à plus faible rendement et à rechercher le rendement sur des actions à fort dividende ou à forte valorisation attendue. La baisse des taux, à fortiori lorsque les taux tendent vers zéro (en nominal, ou en réel –nominal défalqué de l'inflation), va conduire les gestionnaires de fonds à délaisser la sécurité obligataire au profit d'un risque plus élevé (trop élevé ?) sur les marchés actions. Ce faisant, une baisse des taux induit une tendance à la hausse sur les marchés actions... qui n'exclut pas des incidents de parcours avec des krachs retentissants pouvant conduire à des chutes d'indices de 50% ! Le graphique ci-dessous du Dow Jones américain sur une quarantaine d'années – période de la grande baisse des taux- illustre bien cette tendance à la hausse des indices boursiers... tout comme la violence des incidents de parcours.

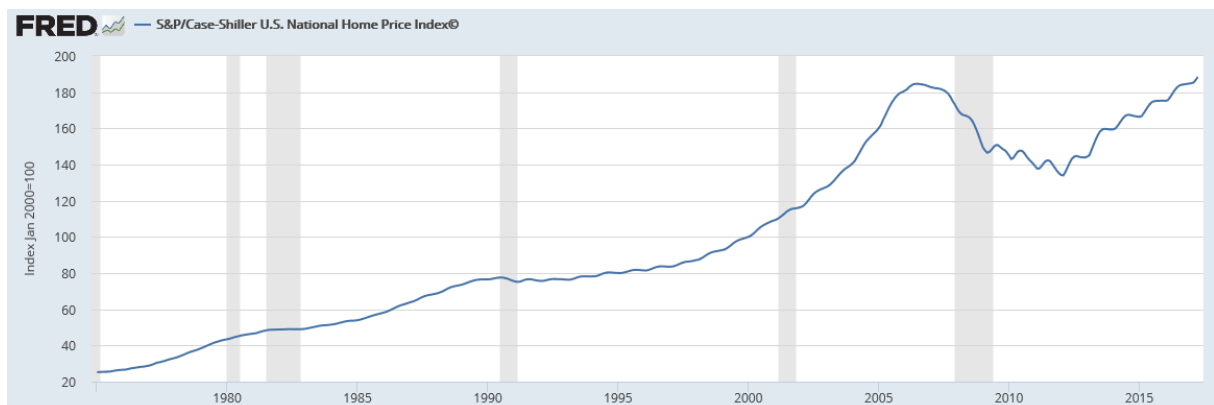


Source : [capture d'écran 5/09/2017](#)

Mais cette tendance à une hausse continue de longue période des indices boursiers n'est pas générale. Par exemple, en France, le CAC 40, qui se traîne actuellement autour des 5000 points n'a jamais retrouvé son plus haut historique à 6944 points du 4 septembre 2000.

Les **actifs immobiliers** sont eux-aussi très sensibles aux taux d'intérêt. Ils déterminent directement la solvabilité des acheteurs, à travers leur capacité d'emprunt pour un revenu donné. Et, ce faisant, une baisse des taux va permettre aux vendeurs d'accroître leurs prétentions, captant ainsi la rente financière des prêteurs pour la transformer en rente immobilière capitalisée dans un prix.

### Indice des prix immobiliers US sur 40 ans

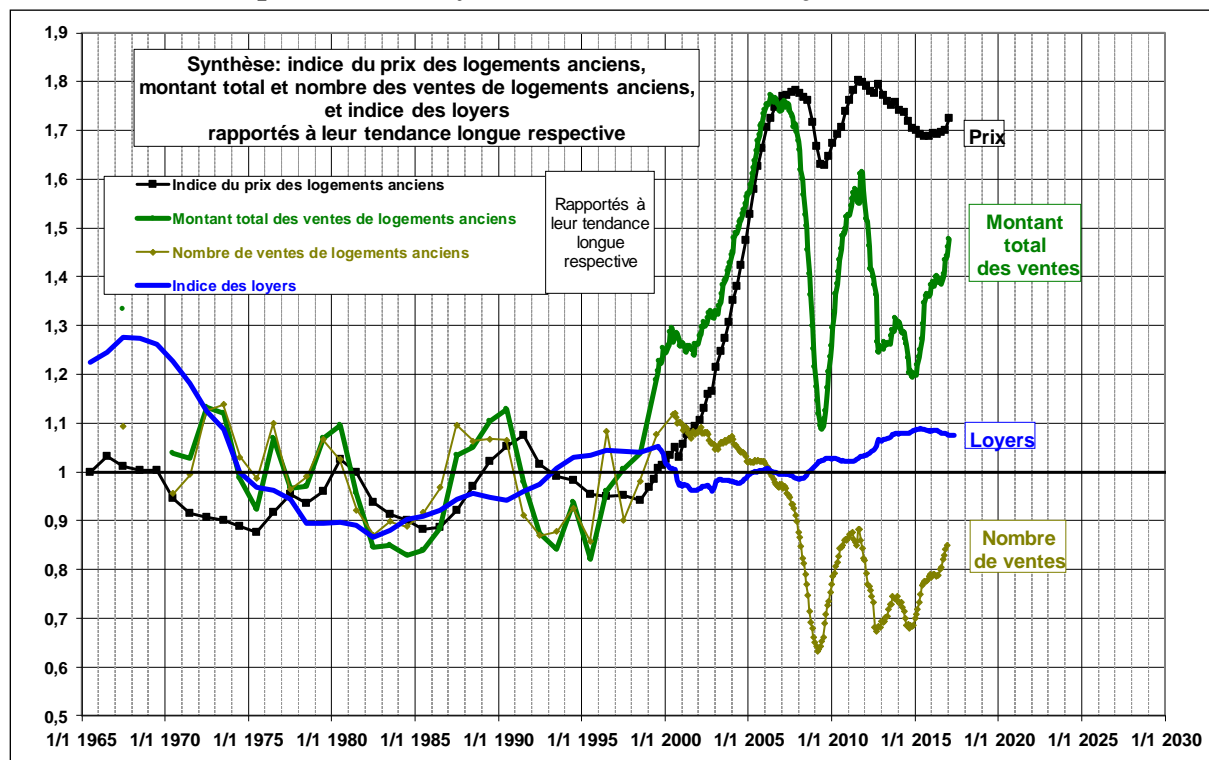


Source : [capture d'écran en date 24/07/2017](#)

Le graphique ci-dessus de l'indice national des prix immobiliers américains illustre très bien cette tendance longue à la hausse des prix immobiliers. On notera que l'impact très négatif de la crise des subprimes a déjà été effacé et que les prix ont à nouveau atteint un plus haut historique.

En matière immobilière, les évolutions françaises sont de même nature, même si on n'est pas actuellement au plus haut historique, comme l'illustre le graphique ci-dessous.

### Les évolutions du marché immobilier français : prix, ventes, loyers (données actualisées juillet 2017)



Source : [CGEDD](#)

Ainsi depuis quarante ans, les prix des actifs sont à la hausse : la tendance est générale, avec des nuances selon les types d'actifs et les pays. On peut donc parler d'une inflation des actifs sur longue période. Pour autant, le capitalisme contemporain a-t-il inventé la hausse perpétuelle, ou bien, tout comme après la pluie vient le beau temps, la déflation des actifs pourrait-elle succéder à l'inflation des actifs ?



## 2. Vers une inévitable déflation des actifs ?

Autant vous dire tout de suite que je ne crois pas un mot ni des propos lénifiants de Janet Yellen, n'imaginant pas un instant qu'une crise financière advienne dans les années à venir, ni des annonces apocalyptiques des sinistres individus qui vous racontent que les marchés financiers et immobiliers vont chuter de 70% ou de 90% et que tous vos comptes en banque vont être saisis ou gelés. Par pure charité je ne citerai pas de nom, mais les lecteurs les plus assidus sur la blogosphère de crise mettront aisément des noms sur ces marchands du Temple de l'Apocalypse qui n'ont d'autre souci que de faire du chiffre d'affaire sur le marché de la peur ! Quoi qu'en pensent les Grands Thuriféraires de l'Apocalypse, je ne crois pas non plus à un scénario d'effondrement généralisé de nos sociétés : il faudrait pour cela que toutes les institutions humaines faillissent simultanément et que toute vie sociale devienne impossible. Or on est loin du compte, même dans les pires scénarios que l'on puisse imaginer en restant un brin réaliste. Les Etats sont plus résilients que peuvent le croire les survivalistes et autres illuminés de l'Effondrement, et si les marchés trépassent... les Etats et leurs technostructures seront trop contents de prendre la relève... et fort heureusement pour nous... même si leur efficacité économique peut parfois laisser à désirer, mais faute de grives on se contentera de merles ! (Zut alors... je vais avoir la Ligue de protection des oiseaux sur le dos... ils me poursuivront donc partout ces écolos !)

Pour autant, l'avenir de nos chers petits sous est-il rose ? Certainement pas, car la tendance patrimoniale la plus crédible est celle de la déflation des actifs, probablement de tous les actifs, même si certains seront plus atteints que les autres, au moins pendant un certain temps. Cette déflation des actifs, dont personne n'est jamais mort, est inscrite dans les mécanismes fondamentaux de la Finance dès lors que les taux montent. Mais attention ces mécanismes ne fondent pas une loi absolue, automatique, inéluctable de baisse des prix des actifs, simplement une loi tendancielle qui peut être contrecarrée ou au minimum atténuée par des éléments divers propres à chaque type d'actif et dont l'influence sera variable selon les zones monétaires concernées. L'évolution du prix d'un actif est la résultante de plusieurs forces, les unes générales, d'autres spécifiques à l'actif lui-même et d'autres enfin spécifiques à la localisation de l'actif (zone monétaire pour un actif financier, zone géographique pour un actif immobilier) : si ces forces se compensent, il ne se passe rien ou pas grand-chose ; si elles vont dans le même sens, l'effet est maximal, à la hausse ou à la baisse.

**Trois questions centrales pour notre raisonnement :**

**1/ La baisse des taux peut-elle se poursuivre ? Réponse : non**

**2/ les taux peuvent-ils se maintenir aux très bas niveaux actuels ? Réponse : peut-être à court terme, mais pas durablement.**

**3/ La hausse des taux qui se profile restera-t-elle modérée ou risque-t-elle de s'emballer ? Réponse : c'est bien là l'enjeu central quant à l'importance de la déflation des actifs à envisager.**

1/ Lorsque les taux sont très bas voire nuls (et exceptionnellement négatifs sur quelques marchés spécifiques comme des bons du trésor de pays européens), la poursuite de la baisse est inenvisageable sauf à ce qu'ils passent systématiquement en territoire négatif, à ce que les dépôts bancaires deviennent fondants avec prélèvement d'intérêt négatifs... ce qui conduirait à des *bank run* visant à vider les comptes et à stocker des billets... ce qui obligerait à interdire les billets. Bien sûr, c'est là le fantasme de quelques « *Frankeysteins* » échappés de la théorie keynésienne (pauvre Keynes... il ne méritait pas de tels épigones !) mais il n'est guère réaliste : si la limitation du cash est concevable dans les économies les plus avancées (avec suppression des plus grosses coupures), son interdiction entraînerait une interruption totale de la vie économique à l'occasion du premier dysfonctionnement sociétal majeur, d'origine humaine ou naturelle. Méditez donc cette annonce de la Préfecture de la Guadeloupe à l'occasion du récent ouragan Maria, qui préconise notamment de « Prévoir une somme d'argent liquide pour pouvoir acheter des denrées de première nécessité » :



Source : [Twitter](#) 18 sept 2017

2/ La probabilité que les taux restent durablement à leur niveau actuel n'est pas très élevée. Ces taux faibles résultent de circonstances exceptionnelles et de politiques monétaires non conventionnelles (*quantitative easing*, cf [LA CRISE N°38](#), pages 19-21) dont les Banques centrales programment la sortie, chacune avec son propre agenda, en surveillant notamment l'impact sur le taux de change et sur l'activité économique. Il y a trop d'inconvénients à poursuivre avec des taux aussi bas : marges insuffisantes pour les banques, qui fragilisent ainsi leur solvabilité (d'où un risque accru de crise financière), ingérabilité des fonds de pension par capitalisation et des réserves des compagnies d'assurance qui ne disposent plus d'actifs sécurisés (bons du Trésor) à rendement suffisant et doivent se tourner vers des actifs à niveau de risque insupportable pour la sécurisation des portefeuilles ; choix d'investissements perturbés par des taux qui permettent de financer des projets à rentabilité très faible ou nulle,

qui s'effondreront nécessairement à toute remontée ultérieure des taux (exemple : la plupart des forages de pétrole de schiste aux Etats-Unis). La pression à la normalisation des politiques monétaires se fait donc de plus en plus forte, conduisant ainsi à la remontée des taux.

3/ Dès lors, la question centrale devient ; quelle sera l'ampleur de la remontée des taux à venir ? La réponse à cette question va être déterminante pour la prévision de la déflation des actifs à venir. Car la hausse des taux d'intérêt sera le grand signal, le bruit de fond général de cette déflation des actifs, tout comme la baisse des taux a animé, pendant une petite quarantaine d'années, leur inflation. Et c'est bien cette hausse des taux que pointe en rouge vif la cartographie des risques 2017 établie par [l'Autorité des Marchés Financiers](#) et qu'elle explicite dans sa note de synthèse :

	Description des risques	Niveau mi-2017	2017-2016	Perspective 2018
Stabilité financière	1. Relèvement des primes de risque, fragilisant les acteurs endettés ou ayant des actifs dont les prix, ne reflétant pas leurs données fondamentales, pourraient être brutalement corrigés <i>Observations de faibles primes de risque, d'une volatilité basse, de valorisations élevées</i>		→	→
	2. Manque de coordination dans les politiques monétaires ou budgétaires, manque de coordination dans les ajustements réglementaires du secteur financier <i>Brexit et élection de Donald Trump : hausse du risque de concurrence réglementaire</i>		↗	↗
	3. Risque de crédit, trajectoires de dette insoutenables, prêts non performants <i>Hausse des taux d'intérêt sous l'influence américaine</i>		↗	→
Organisation et fonctionnement des marchés	4. Volatilité, variations brutales des conditions de la liquidité, mouvements de grande ampleur des investisseurs d'une classe d'actifs à l'autre <i>Résistance des marchés malgré les chocs de l'année 2016</i>		↘	→
	5. Renforcement des besoins en collatéral de bonne qualité, avec un risque de réutilisation et de transformation mal maîtrisée, face à une offre de collatéral potentiellement rare localement en cas de stress <i>Dysfonctionnement du marché du repo fin 2016</i>		↗	→
	6. Fonctionnement des infrastructures de marché <i>Chambres de compensation (régime de redressement ; localisation de la compensation en euro avec le Brexit) Risque de cyber-attaques à visées criminelles ou idéologiques</i>		→	↗
Financement de l'économie	7. Profitabilité des institutions financières confrontées à un environnement de taux d'intérêt bas et à un environnement économique encore fragile <i>Effet favorable de la repentification de la courbe des taux</i>		↘	→
	8. Accès difficile des entreprises, et notamment des PME, aux marchés financiers		→	→
	9. Manque de protection des épargnants en cas de mauvaise information sur les risques associés à certains placements ou certains canaux de distribution <i>Protections apportées par le législateur (loi Sapin II)</i>		↘	→

	Systemique
	Elevé
	Significatif
	Faible

EN BLEU : principales informations nouvelles amendant le diagnostic

## Autorité des Marchés Financiers, [Cartographie des risques 2017](#), juillet 2017

### Extrait de la Note de Synthèse

#### Le risque d'une hausse trop forte et rapide des taux d'intérêt a crû

Les corrections observées, ponctuelles et accompagnées par des bouffées temporaires de volatilité, peuvent se comprendre si les marchés restent dominés par les politiques monétaires expansionnistes propres à les soutenir. Toutefois, la normalisation aux États-Unis est maintenant bien engagée : les taux courts montent sous l'impulsion de la Réserve Fédérale (Fed), et les taux longs ont augmenté sensiblement avec l'élection de Donald Trump. Ainsi, de juillet 2016 à mars 2017, le taux à 10 ans est passé de 1,4 à 2,6 % aux Etats-Unis (avant de revenir à 2,2 % en juin). Sur ces 80 points de base

d'augmentation, 60 ont eu lieu dans le seul mois suivant l'élection présidentielle américaine. Cette hausse américaine s'est, comme d'habitude, répercutée au niveau mondial : l'OAT<sup>1</sup> 10 ans est, par exemple, remontée en France de 0,1 à 0,7 % entre septembre 2016 et juin 2017. Les risques associés au maintien de taux d'intérêt trop bas pendant trop longtemps ont donc diminué, et la repentification de la courbe des taux en zone euro s'est même révélée très favorable aux banques européennes dont les valorisations boursières ont beaucoup progressé (l'espoir de régulations plus favorables à la profitabilité du secteur, à la suite de l'élection présidentielle américaine, a également pu jouer) : entre juillet 2016 et juin 2017, l'indice Stoxx Europe 600 Banks a ainsi augmenté de près de 50 %. Parallèlement, les risques miroirs d'une hausse trop forte et trop rapide des taux d'intérêt ont augmenté, surtout pour les zones géographiques dont l'économie ne serait pas encore capable de la supporter : zone euro où la capacité de la BCE à contrôler les taux longs jouera un rôle clef, et pays émergents où le coût de la dette pourrait devenir insoutenable tandis que des mouvements déstabilisants de change ou de capitaux pourraient survenir. La re-tarifification obligatoire que provoquerait une hausse trop vive des taux d'intérêt frapperait particulièrement les acteurs détenant massivement des titres acquis dans l'environnement précédent de taux d'intérêt bas. Entre les risques opposés de taux trop bas ou trop hauts, le scénario idéal reste celui d'une normalisation lente et progressive des taux d'intérêt. De fait, la hausse des taux constatée jusqu'à présent a été bien supportée.

Malheureusement, personne ne peut répondre aujourd'hui à la question de l'ampleur de la hausse des taux à venir. Vont-ils augmenter bien sagement au rythme suggéré par leurs dompteurs – alias les banquiers centraux – ou bien vont-ils sauvagement s'échapper de la cage et venir dévorer tous les actifs financiers et immobiliers ?

En principe, **les actifs monétaires** ne sont pas concernés par la problématique des taux. Si vous avez 3000 € sur votre compte chèque et 5000 € sur votre Livret A, rien ne change pour vous, sauf à ce que le taux du Livret A augmente, auquel cas vous percevrez un peu plus d'intérêt au 1<sup>er</sup> janvier prochain, mais les 5000 € ne voient en rien leur valeur modifiée : c'est un actif purement monétaire, donc sans risque sur la valeur du capital. Sauf à ce que la hausse des taux déclenche un risque de contrepartie en fragilisant votre banque : si la hausse est trop forte, des emprunteurs à taux variables pourraient être incapables d'assumer leurs nouvelles échéances, leurs prêts deviendraient des créances douteuses (NPL, *Non performing loans*) qui menaceraient la solvabilité de la banque et pourraient la mettre en situation difficile et les déposants en position délicate (gel des comptes et limitation des retraits, *bail in* - confiscation des fonds- pour les gros déposants).

**Les obligations** seront les premières victimes de la remontée des taux, mécaniquement. Et elles le seront très vite, car dès l'interruption des rachats de titres obligataires par les banques centrales avec la fin des programmes de *quantitative easing*, les taux longs (ceux des marchés obligataires, par opposition aux taux courts des marchés monétaires) échapperont au contrôle des banques centrales et reviendront sous la coupe de mécanismes de marchés qui ne raisonnent pas en fonction des intérêts macroéconomiques d'un pays mais des intérêts microéconomiques des investisseurs. Et ces investisseurs ne sont pas des adorateurs des taux nominaux (ceux qui s'affichent) mais des taux réels, après imputation de l'inflation sur biens et services (que je noterai par la suite Inflation BS, pour éviter toute confusion avec l'inflation

<sup>1</sup> OAT = Obligation assimilable du Trésor.

des actifs). Dès lors l'inconnue majeure devient celle du taux d'inflation BS. La tendance générale semble plutôt être à la modération de cette inflation BS, si l'on en juge par la difficulté des banquiers centraux à la faire remonter à un objectif cible proche de 2%. La concurrence internationale mondialisée limite la capacité des firmes à augmenter leurs prix, les forts volants de chômage (pas seulement le chiffre officiel, mais aussi toute la population des chômeurs découragés qui ne recherchent plus d'emploi faute de n'en pas trouver depuis longtemps) ne favorisent pas les revendications salariales (sous réserve de niches de qualifications déficitaires). Tous ces éléments concourent à une inflation BS faible et donc à des taux d'intérêt réels peu inférieurs aux taux nominaux. La poursuite de cette situation serait favorable à une remontée modérée des taux et donc à une déflation des actifs sous contrôle. Mais des événements extérieurs à la sphère économique *stricto sensu* pourraient en décider autrement : on pense en particulier à des événements géopolitiques graves (Corée, Moyen Orient, Europe de l'Est / Russie, Mer de Chine méridionale) qui pourraient impulser des hausses de prix sur des matières premières stratégiques en arrêtant des productions, en coupant des voies d'approvisionnement, en conduisant à des demandes supplémentaires (militaires). Et dans ce cas, l'inflation BS ne serait plus sous contrôle, tous les taux augmenteraient, les valeurs obligataires chuteraient sévèrement, entraînant vos actifs en assurance vie ou fonds de pension dans des difficultés sévères. Les dettes souveraines deviendraient insupportables, et les Etats seraient confrontés au dilemme de la moins mauvaise politique : hyper austérité qui étoufferait l'activité économique, réduirait les recettes fiscales (néanmoins soutenues par l'inflation BS) et continuerait de creuser les déficits publics, ou bien passage d'une dette régulée par le marché à une dette administrée, avec souscription obligatoire et taux encadrés, voire défaut plus ou moins large dans une logique d'euthanasie des rentiers. Mais possiblement rien de tout cela ne se passerait, les Banques centrales revenant aux politiques de *quantitative easing* et monétisant à tour de bras la dette souveraine pour en maintenir les taux supportables, en retrouvant tous les inconvénients déjà listés des politiques monétaires non conventionnelles : mais entre des inconvénients à moyen et long terme et des avantages à court terme... on choisit souvent le court terme ! Il vaut mieux être en mauvaise santé mais vivant que guéri et mort ! Néanmoins un redémarrage sauvage de l'inflation BS alimenterait un scénario patrimonial très chahuté.

**Les marchés actions** ne seront plus alimentés automatiquement par les fonds qui fuyaient les trop faibles performances des obligations ; les gestionnaires de fonds reviendront vers les nouvelles obligations à taux de rendements plus élevés et au profil moins risqué que les actions. La tendance générale à la hausse des cours des marchés actions sera ainsi cassée, mais ceci n'empêchera pas certaines actions de continuer à monter, du fait de perspectives entrepreneuriales spécifiques associées à des chiffres d'affaire en hausse, au croisement de la demande adressée à ces firmes et du gonflement mécanique lié à l'inflation BS. Dans des marchés très agités, entrecoupés de krachs sanglants, ce sont néanmoins certains compartiments des marchés actions qui tireront le mieux leur épingle du jeu dans la nouvelle donne financière. Mais jouer la performance indicielle globale sera probablement un coup perdant. Et quant aux secteurs porteurs, les cibles ne seront pas les mêmes suivant que la hausse des taux (et en arrière plan celle de l'inflation BS) sera modérée ou pas. Le secteur bancaire profiterait d'une hausse modérée des taux qui améliorerait ses marges, mais serait

très sévèrement impacté par les défauts de paiements qui résulteraient d'une hausse hors de contrôle.

**Les marchés immobiliers** seront d'autant plus impactés qu'ils fonctionnent avec des prêts à taux variables plutôt qu'avec des prêts à taux fixe. Dans les pays à taux fixe, seules les nouvelles transactions seront concernées par la hausse des taux. Les emprunteurs précédents ne verront pas leurs échéances augmenter et donc n'auront pas de nécessité de remettre leurs biens sur le marché autres que celles qui résulteraient de leur vie personnelle (divorce, chômage, mutation professionnelle, retraite, décès et succession) : la hausse des prix sera assurément stoppée, le marché immobilier devra acter une moindre solvabilité des nouveaux entrants, mais il n'est pas certain que de très fortes baisses de prix soient enregistrées. Par contre, dans les pays à taux variables, l'impact sur le marché immobilier sera maximum : en cas de forte hausse des taux, de nombreux emprunteurs ne pourront pas suivre et seront obligés de remettre leur bien sur le marché au moment même où les nouveaux acheteurs se feront rares. Toutes les conditions pour une spirale baissière des prix immobiliers seront réunies. Une fois le premier choc passé, tout dépendra de l'évolution des revenus : s'ils suivent l'inflation BS, les marchés immobiliers pourront consolider puis reprendre éventuellement leur marche en avant, portés par l'espoir que la pierre protège de l'inflation BS. Par ailleurs, il n'existe pas un marché immobilier mais un patchwork de micromarchés qui ne s'alimentent pas aux mêmes types de revenus : salaires standards, salaires élevés et revenus des professions libérales, profits. Ces différents marchés sont susceptibles d'évoluer très différemment : à Paris, La Courneuve ne sera jamais le 16<sup>e</sup> arrondissement, à Madrid, Carabanchel jamais Salamanca, à Montréal, Hochelaga-Maisonneuve jamais Westmount !

Finalement, le retournement prévisible de la courbe des taux aura des conséquences très différentes suivant que l'inflation restera modérée, permettant une hausse des taux limitée et une déflation douce des actifs ou bien qu'un accident géopolitique génèrera une inflation BS forte conduisant à des taux nominaux en forte hausse et à une déflation sauvage des actifs, en particulier des actifs obligataires, les plus mécaniquement impactés par les mouvements de taux.

Toutefois, la déflation des actifs n'empêchera pas le monde de tourner, les oiseaux de chanter, les fleurs de s'épanouir, les enfants de rire et vous-même d'être heureux... à condition, en ce qui vous concerne, que vous ne vous soyez pas mis en situation de double peine, à travers des montages financiers ingérables pouvant vous conduire à la ruine, et vous y conduisant assurément en cas de déflation sauvage des actifs.

### 3. Supplices du rentier et pièges de la double peine !

Double peine. Vous dites double peine, mais pour qu'il y ait double peine, encore faut-il savoir qu'elle est la première peine et à qui elle s'applique, et que le récipiendaire de la première peine n'en soit pas mort ! Or en matière patrimoniale on parle trop souvent d'euthanasie des rentiers : comment pourrait-on imposer une double peine à un rentier déjà euthanasié ? En fait, on parle à tort et à travers de l'euthanasie des rentiers : le supplice du rentier est beaucoup plus subtil. La mise à mort du rentier peut être précédée de multiples épisodes... qui ne seront pas suivis nécessairement d'une euthanasie finale !

Mais d'abord, c'est quoi un rentier ? Et plus en amont, c'est quoi une rente ? Une rente est un revenu qui ne provient ni d'un travail, auquel cas c'est un salaire (ou revenu assimilable comme des honoraires), ni de la mise en œuvre d'un capital productif par un entrepreneur investisseur (individuel ou collectif via une société par actions), auquel cas c'est un profit (les dividendes associés à des actions relèvent du profit). Tout autre revenu est une **rente associée à un droit ou un statut établi par le système juridico-politique en vigueur**. Celui qui loue son terrain ou son appartement est un rentier dans le cadre du droit de propriété qui lui est reconnu. Le retraité est un rentier dans le cadre de la possession d'un capital accumulé placé par une institution financière (retraite par capitalisation) ou de droits de tirage sur les cotisations des actifs actuels (retraite par répartition). Les intérêts associés à un placement monétaire (livrets bancaires) ou financier (obligations, assurance vie sauf pour la partie actions du portefeuille) relèvent aussi de la rente. Celui qui reçoit une indemnité de chômage est un rentier. Celui qui reçoit des allocations familiales est un rentier. De même, des systèmes de revenu universel, s'ils se mettent en place, au nom d'un droit à une vie décente reconnu par la société à travers l'adoption d'une loi, relèveront de la rente.

Bref, nous sommes tous rentiers... même si certains le sont plus que d'autres ! Le travailleur modeste qui ne reçoit aucun autre revenu courant que son salaire et qui ne possède qu'un livret A avec un encours moyen de 1000 € est un tout petit rentier : avec un taux de 0,75% sur son livret il percevra 7,50 € de rente chaque année. Le retraité aisé est un gros rentier... et, pire encore, c'est un individu scandaleux si, en plus de sa rente officielle, il est propriétaire de son logement, se versant ainsi à lui-même un loyer fictif qu'il oublie de déclarer dans ses revenus et donc sur lequel il n'est pas imposé : heureusement... quelques think-tanks de « gauche », spécialistes de la chasse aux rentiers de droite, proposent de réintroduire ces loyers fictifs dans l'assiette de l'impôt sur le revenu ! Mais un réalisme électoral élémentaire devrait dissuader à jamais tout homme politique censé (de droite comme de gauche) de mettre en œuvre un tel système !

Le rentier n'a pas bonne presse. Toutefois, chacun a ses bons et ses mauvais rentiers ! A droite, on dénonce le rentier chômeur qui prend des vacances sur le dos de la société et on s'insurge par avance face à toute perspective de revenu universel, mais on qualifie de rentes légitimes toutes celles qui résultent du droit de propriété et de l'épargne. A gauche, où je ne viens pas de me faire des copains en rangeant les titulaires d'allocations de chômage parmi les

rentiers, il faut faire maigrir toutes les rentes immobilières et financières à travers une fiscalité alourdie. A l'extrême gauche on est carrément pour l'euthanasie des rentiers en ne remboursant pas certaines dettes, en faisant défaut. Au centre... on est beaucoup plus pragmatique, on s'attaque au rentier qui n'est pas susceptible de faire grève, encore moins de bloquer le pays, et, jusqu'à présent du moins, peu enclin à manifester : bref, le retraité-aisé est la victime toute désignée !

Et partout, à droite, au centre, comme à gauche, on est bien obligé de reconnaître que, collectivement, les rentiers – nous tous donc - disposent de masses monétaires et financières considérables, même si individuellement la plupart d'entre eux ne disposent que d'encours monétaires et financiers modestes. Ce faisant, dans un système bancaire et financier mondial très risqué (n'en déplaise à Janet !) il faut persuader les rentiers qu'ils ne courent aucun danger et s'assurer que, s'ils percevaient un danger, ils ne puissent déstabiliser le système par des réactions brusques et inappropriées. Le rentier doit donc être coaché pour prendre les décisions qu'on attend de lui, et, si nécessaire, réprimé dans ses bas instincts de fuite face au danger. D'où la nécessité de tout un encadrement, actuellement en place ou en préparation, qui peut aller de la limitation des retraits aux DAB (ATM), à la limitation du montant des virements, au gel des comptes pour empêcher une réaction de *bank run*, de fuite d'une banque soupçonnée d'être fragile (cf. en juin dernier en Espagne, l'exemple du Banco Popular qui perdait 2 milliards € de dépôts chaque jour) et potentiellement en faillite. Car une faillite bancaire est au risque d'un *bail in* se traduisant par la saisie des avoirs supérieurs au seuil de garantie en vigueur... en supposant que ce seuil puisse être tenu (peu probable s'il s'agit d'une grande banque, au vu des capitaux susceptibles d'être mobilisés par les fonds de garantie, sauf à ajouter au *bail in* un *bail out* supporté par les contribuables). Le rentier ne doit pas non plus sortir brusquement et massivement des fonds investis à long terme, d'où le blocage si nécessaire de son assurance-vie (en France loi Sapin 2).

Mais entendons-nous bien, il ne s'agit pas pour moi, contrairement aux Grands Thuriféraires de l'Apocalypse, de dénoncer comme illégitime tout cet arsenal de régulation / répression financière et d'y voir la certitude d'un effondrement prochain... bien au contraire, c'est l'absence de régulation qui serait inquiétante. En limitant les possibilités de retraits, en réprimant la possibilité de transférer brusquement tous vos dépôts d'une banque vers une autre en cas de rumeur sur la santé financière de la première, on peut éviter que la rumeur devienne auto réalisatrice et faciliter le montage de solutions qui éviteront aussi bien le *bail in* que le *bail out* et donc de mettre à contribution les déposants comme les contribuables. Certes, les mesures de régulation financière limitent la liberté individuelle de disposer de ses avoirs (ce n'est jamais agréable), mais simultanément elles peuvent être le meilleur rempart contre l'Apocalypse financière qui résulterait de réactions de Moutons de Panurge des déposants et des détenteurs de contrats d'assurance-vie. Que préférez-vous ? Voir votre liberté de mouvement sur vos avoirs encadrée, limitée pendant un certain temps, ou bien perdre vos avoirs dans un effondrement de votre banque ou dans un krach obligataire aggravé qui compromettrait la valeur de votre assurance-vie ? Mais ces restrictions possibles à votre liberté de mouvement (et probables... à une échéance inconnue) doivent être intégrées dans votre horizon prévisionnel. Si vous êtes monobancarisé, diversifiez-vous. Si vous pensez



avoir besoin des fonds de votre assurance-vie dans un délai discernable, sortez-en tout de suite, en période calme. N'attendez pas d'être bloqués pour bouger !

Ainsi l'euthanasie des rentiers n'est en rien certaine : elle n'est qu'une option dans une panoplie de mesures de répression financière et fiscale, dont je me suis amusé à faire une typologie... moins humoristique qu'il ne peut y paraître au premier abord, sous l'appellation de « typologie des soins à administrer aux rentiers » : voir en page suivante.

En fait, cette typologie des soins à administrer aux rentiers recense les premières peines qui peuvent vous être infligées. Ces premières peines peuvent être légères, comme la diète du même qualificatif, ou bien être lourde, comme la saignée, voire très lourde comme l'euthanasie. Mais on peut encore faire mieux que l'euthanasie du rentier, avec une double peine que le rentier s'impose à lui-même. Dans son euthanasie, le rentier perd l'actif qui était la base de sa rente : mes arrières grands parents (photo en première page) ont ainsi perdu leurs emprunts russes dont les coupons étaient supposés leur servir de retraite par capitalisation. Mais au moins, n'ont-ils pas perdu leur maison : voilà qui aurait été une double peine... si les « affreux bolchéviques », en plus de leur défaut de paiement, avaient eu la possibilité de saisir leur bien immobilier pour complicité objective avec les tsars « étranglers du peuple »... en attendant les massacreurs bolchéviques du goulag ! Car c'est ça la double peine : perdre un deuxième actif qui n'aurait jamais dû être engagé dans la même opération financière. Et vous seul êtes responsable de votre double peine. Car, même si on vous a suggéré le montage financier qui va vous conduire à la double peine, c'est vous-même qui avez apposé vos initiales sur chacune des pages du document que vous avez à peine lu, puis daté et signé en dernière page !

Mais sans doute êtes-vous pressés de connaître des exemples de double peine que vous pourriez subir. En voici quatre, dans la conjoncture financière récente, actuelle ou prévisible :

1/ **Un prêt remboursable in fine, adossé à un actif nanti** (bons de capitalisation, contrat d'assurance-vie ou tout autre actif financier). On va vous expliquer que pour payer le moins d'impôt possible (toujours un « piège à con »), vous devez pouvoir déduire un maximum d'intérêts du revenu imposable d'un investissement immobilier locatif. Si vous prenez un prêt amortissable par mensualité constante, vos intérêts payés vont diminuer au fil des années. On va donc vous conseiller un prêt *in fine* pendant la durée duquel vous ne remboursez pas de capital et vous payez mensuellement les seuls intérêts sur un capital qui ne bouge pas. Le remboursement du capital n'intervient qu'à l'échéance fixée. Mais bien sûr, on va vous demander de garantir le remboursement final par un investissement nanti au profit du prêteur (vous ne pouvez plus en disposer avant d'avoir remboursé le prêt) et cet investissement financier (bons de capitalisation, assurance vie) va vivre sa vie pendant que votre investissement immobilier vit la sienne. Si les projections qu'on vous a présentées quant à votre investissement financier se révèlent exactes, tout va bien, vous remboursez votre emprunt sur la base de cet investissement financier et vous êtes pleinement propriétaire de votre investissement immobilier. Mais si entre temps le marché immobilier a plongé et votre

## Typologie des soins à administrer aux rentiers

Type de soins	Objectif du soin	Mode d'administration	Exemple
<b>Diète légère</b>	<b>S'assurer que le rentier ne se goinfre pas trop</b>	<b>Limitation administrée des taux de rendement</b>	<b>France</b> : Livret A gelé à 0,75%, limitation des rendements d'assurance-vie
<b>Diète sévère</b>	<b>Prévenir et guérir l'obésité du rentier</b>	<b>Pose d'un anneau étroit à la sortie des comptes bancaires ou d'assurance-vie</b>	<b>Grèce</b> : limitation des retraits aux DAB <b>U.E.</b> : projet de gel des comptes en cas de difficultés bancaires <b>France</b> : loi Sapin 2, blocage assurance-vie
<b>Saignée</b>	<b>Aider le rentier, socialement inutile, à se racheter en se sacrifiant à une noble cause</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li><b>1. Fiscalité majorée</b></li> <li><b>2. Inflation</b></li> <li><b>3. Bail in</b></li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li><b>1. France</b> : CSG supplémentaire non compensée pour les « retraités aisés ».</li> <li><b>2. USA, Europe</b> : taux réels négatifs après-guerre, permettant le désendettement des Etats.</li> <li><b>3. Déjà appliqué à Chypre.</b> Possible toute l'<b>U.E.</b></li> </ol>
<b>Euthanasie</b>	<b>Abréger la souffrance du rentier par une issue définitive</b>	<b>Défaut de paiement des Etats</b>	<b>Espagne</b> 16 fois, <b>France</b> 10 fois (1812 dernière fois), <b>Grèce</b> 7 fois, <b>Allemagne</b> 8 fois (1939 dernière fois) <b>Russie/URSS</b> après la révolution de 1917 <b>138 défauts et rééchelonnements au XXe Siècle dont 21 en Europe</b>
<b>Automédication</b>	<b>Echapper aux situations ci-dessus</b>	<b>Auto administration. Effets indésirables possibles</b> , assimilables à la saignée ou à l'euthanasie (il s'agit alors d'un suicide patrimonial).	<b>Partout !</b> Achat d'actifs réels (immobilier, métaux, œuvres d'art) supposés échapper aux situations ci-dessus, sous réserve de mauvaises surprises durant la détention ou à la revente.

investissement financier n'a pas tenu ses promesses, vous êtes dans la... grande difficulté ! Et sauf à avoir des liquidités par ailleurs, vous risquez de devoir vendre le bien immobilier (à perte par rapport à la valeur d'achat) pour compléter la valeur de l'investissement financier à hauteur du remboursement du prêt. Merci la finance : vous avez perdu beaucoup ! Et je vous laisse imaginer ce qui se passerait avec une assurance vie nantie, bloquée en Sapin 2 au moment où vous devez rembourser votre prêt ! Bonjour l'angoisse !

**2/ Un prêt à taux variable, non capé<sup>2</sup>, indexé sur des variables dont vous ne pouvez pas anticiper l'évolution.** On appelle ça un prêt toxique. Beaucoup de collectivités territoriales françaises ont ainsi signé des « emprunts n'importe quoi » sous prétexte que le taux était alléchant à l'origine, mais ce taux variable étant indexé sur le taux directeur de la banque centrale russe plus 1,35%, multiplié par le rapport indiciel du franc suisse à la roupie indienne à la puissance trois (j'exagère à peine) s'est avéré très pénalisant, pouvant monter à 20 ou 30% ! Et vous avez peut-être pu vous en apercevoir en regardant vos avis de taxe foncière ou d'habitation. Mais ne croyez pas que seuls des communes ou des départements ont pu se faire gruger ainsi. Des particuliers ont aussi été victimes de ces emprunts toxiques. C'est ainsi que des [prêts immobiliers de la BNP](#) à des résidents en zone Euro ont été libellés en francs suisses, impliquant un risque de change qui s'est réalisé, entraînant les « bénéficiaires » dans des difficultés patrimoniales considérables : des procès sont en cours.

**3/ Un prêt relais en période de retournement de la conjoncture immobilière.** Vous voulez changer d'appartement, mais vous ne voulez pas vendre votre appartement actuel avant d'avoir trouvé l'appartement de vos rêves. Votre banquier peut vous proposer une solution : le prêt relais, un prêt in fine à échéance courte (deux ans maxi en France). Vous financez votre achat par ce prêt relais, plus éventuellement votre épargne disponible et/ou un autre prêt amortissable classique. Ensuite, une fois engagé dans l'achat du nouvel appartement et connaissant votre date d'emménagement, vous mettez en vente votre ancien appartement. Solution idéale... sauf retournement de situation. Imaginez que vous achetiez le nouvel appartement, montiez le plan de financement, signiez votre compromis de vente, obteniez vos prêts et leviez donc votre clause suspensive, n'ayant donc plus d'issue de secours. Et patatras, gros krach financier, retournement de conjoncture, blocage du marché immobilier. Vous ne pouvez plus vendre, sauf à un prix très faible, inférieur au prix déjà décoté (d'au moins 20 ou 30%) sur la base duquel votre banquier vous a consenti un prêt relais. Et l'appartement que vous venez de vous engager à acheter dans quelques semaines vaut déjà beaucoup moins que le prix auquel vous allez le payer. Vous êtes totalement coincé. Dans le pire des cas... vous vendrez à bas prix les deux appartements pour pouvoir rembourser vos emprunts... et vous deviendrez locataire ! Peut-être auriez-vous mieux fait de vendre d'abord, de recourir à une location relais (pas un prêt relais !), puis d'acheter. Vous allez me dire que je suis un ultra pessimiste, un petit joueur, un hyper-prudent qui n'aime pas le risque et que je suis prêt à me farcir deux déménagements plutôt que de faire un prêt relais. On en reparlera après le prochain retournement de conjoncture immobilière ! Les bulles ne gonflent pas à l'infini, elles finissent par éclater et ceux qui sont pris dans l'éclatement de la bulle peuvent perdre leur

---

<sup>2</sup> Non limité dans son évolution par des limites à la hausse ou à la baisse, du genre plus ou moins 2%. Si le taux démarre à 3%, il ne peut évoluer ensuite qu'entre 1% et 5%.

chemise... ou bien pire. Dans la conjoncture actuelle le prêt relais s'apparente à la roulette russe ! Vous pouvez vous en sortir, en vous sentant plus macho que jamais, mais vous pouvez aussi en périr... en vous retrouvant plus con que jamais !

**4/ Un achat de titres financiers d'une banque dans laquelle vous avez vos dépôts.** C'est l'exemple le plus emblématique de double peine potentielle que l'on puisse imaginer. Des déposants-épargnants italiens et espagnols, ces derniers mois, ne sont pas passés loin d'une double peine, même si par chance ils n'ont écopé que d'une seule. Le scénario est simple, mais redoutable. Votre banque, dans laquelle sont vos dépôts, est en difficulté : manque de fonds propres, trop de créances douteuses, mauvais ratios de solvabilité. Peu d'investisseurs institutionnels, avertis de la situation, sont enclins à venir la renflouer en montant au capital ou en achetant des obligations émises par cette banque. En tant que déposant qui a des avoirs sur des comptes épargne... vous allez être la solution. Votre conseiller va vous demander de passer le voir. Il va même vous offrir un café, avant de vous expliquer que votre épargne ne rapporte qu'un rendement de misère (disons 1%) mais que la banque est en train d'émettre des obligations à 4%, prioritairement réservées à ses clients pendant une période limitée : vous seriez bien bête de ne pas en profiter... tout de suite ! Et voilà, le tour est joué : votre épargne est désormais liée au destin de votre banque. Si ses difficultés persistent et qu'elle fait faillite, votre épargne est perdue et éventuellement, si le règlement de la faillite se fait dans le cadre d'un *bail in*, vous risquez de perdre une partie de vos dépôts. Et ne croyez pas que cela ne concerne que des clients riches : ils sont souvent suffisamment informés et conseillés pour éviter ce type de piège. Les exemples les plus récents, italiens ou espagnols, ont affectés des petits déposants-épargnants qui se sont faits piégés par leur conseiller bancaire : s'ils n'ont pas été affectés sur leurs dépôts (pas de *bail in*, en dérogation à la règle européenne désormais applicable) ils ont perdu leur épargne investie en titres de leur banque. En Espagne le cas de Banco Popular, racheté pour un 1€ par le Banco Santander (qui se serait bien passé de ce boulet, mais qui n'a pas vraiment eu le choix) reste présent dans tous les esprits. Des procédures sont en cours, tout comme des promesses de Santander pour indemniser les petits actionnaires de la dernière augmentation de capital qui ont tout perdu (vous pouvez lire [cet article dans El Pais](#)... pour ceux qui comprennent l'espagnol). Et s'il n'y a pas eu double peine dans ce cas précis (les dépôts n'ont pas été affectés), il serait bien surprenant qu'on ne voit pas de double peine lors de la prochaine crise financière dans une Europe au système bancaire particulièrement fragile. Encore en Espagne, une autre banque (Liberbank) est dans la tourmente actuellement : tombera, tombera pas ?

Comment éviter de se mettre en situation de double peine. Pas évident, parce que les formes de la double peine sont mouvantes. L'imagination financière est sans borne, et au fur et à mesure que des formes sont identifiées, dénoncées et leurs promoteurs éventuellement poursuivis, d'autres formes nouvelles voient le jour. Néanmoins, quelques constantes peuvent être identifiées, à l'arrière plan des montages financiers toxiques que l'on peut vous proposer : l'avantage fiscal, le recours à une monnaie qui n'est pas celle de vos revenus, le taux variable à l'infini (donc non encadré par des limites certaines), l'achat de titres de votre banque à l'incitation de votre conseiller.

**Gueulez contre l'impôt**, chaque matin au réveil et chaque soir avant de vous endormir : ça fait du bien ! **Mais... payez-le** plutôt que de faire n'importe quoi pour y échapper : ce n'importe quoi pourrait bien vous coûter beaucoup plus cher que l'impôt lui-même. Dans le meilleur des cas l'avantage fiscal lié à un investissement est un miroir aux alouettes pour épargnant borgne à mémoire de poisson rouge, qui ne voit pas grand-chose et n'apprend rien ! Par exemple, un bien immobilier qui fait l'objet d'un avantage fiscal a toute chance de vous être vendu plus cher qu'il ne serait vendu sans avantage fiscal. Cet avantage est ainsi préempté par le vendeur (le promoteur et/ou son partenaire commercialisateur) : vous payez plein pot l'avantage fiscal dans le prix d'achat et il vous est restitué au fil des années par le fisc ! Dans le pire des cas, l'avantage fiscal est le prétexte à un prêt *in fine* adossé à un actif nanti, avec l'éventuelle galère associée (voir ci-dessus).

**Séparez vos dépôts de vos investissements en titres bancaires** (actions ou obligations du secteur bancaire). Envoyez balader votre conseiller bancaire qui vous propose d'acheter des obligations ou des actions de la banque. Et si vous voulez vraiment mettre des titres bancaires dans votre portefeuille, achetez ceux d'autres banques, dans lesquelles vous n'avez pas de dépôts.

**Empruntez dans la monnaie de vos revenus. Evitez le risque de change.** Si vous ne pouvez pas faire autrement (cas des expatriés qui ont des revenus en zone dollar et un emprunt en zone Euro, ou vice versa) ne vous fiez pas au taux de change au jour de votre emprunt. Calculez ce que serait votre charge de remboursement avec une évolution de parité de 25% en votre défaveur : reste-t-elle supportable ou met-elle en péril l'équilibre de votre budget. Dans la mesure du possible, constituez une réserve dans la monnaie de vos échéances de remboursement pour amortir les fluctuations du taux de change (qui peuvent aussi vous avantager, ce sera la bonne surprise).

**Manipulez avec précaution les taux variables : c'est de la dynamite patrimoniale.** Dans la période actuelle et si c'est possible dans votre pays, empruntez à taux fixe. D'une part, aujourd'hui les taux ne peuvent que remonter, et, d'autre part, le taux fixe vous offre une visibilité totale sur vos échéances de remboursement. Si vous ne pouvez pas recourir au taux fixe, orientez-vous vers les taux variables les plus encadrés dans leur évolution et calculez votre solvabilité au niveau maximum possible du taux : si ça ne passe dans votre budget, renoncez. Et *a fortiori*, si on vous propose du taux variable totalement libre à la hausse, passez votre chemin, ne vous engagez pas dans la voie du risque extrême... sauf à avoir des pulsions suicidaires !

Comme disait ma grand-mère, la fille de mes arrières grands-parents ruinés par le défaut russe : « l'argent c'est bien difficile à gagner... mais c'est encore plus difficile à conserver ! ». J'irai encore plus loin dans la mise en garde. Dites-vous bien que perdre l'argent que vous avez est très désagréable... mais pas mortel : cet argent vous l'avez gagné puis perdu, c'est un retour à la case Départ. Mais perdre l'argent que vous n'avez pas est bien pire ! Car cet argent que vous avez perdu... il vous reste encore à le gagner... pour au final n'avoir rien ! C'est un voyage en terre inconnue dans votre situation patrimoniale dont vous pourriez ne jamais revenir. Et ce sont précisément les montages financiers alambiqués que

vous ne comprenez pas qui peuvent vous faire perdre l'argent que vous n'avez pas. Méditez donc le cas Enrico Macias.

### **L'affaire Enrico MACIAS : un cas emblématique de bérézina financière.**

Extraits d'un article paru dans le journal Le Monde, en date 28.08.2017, sous le titre  
[« Escroquerie : Enrico Macias perd son procès contre une banque islandaise »](#).

Aujourd'hui en liquidation, la banque Landsbanki, qui avait accordé au chanteur en 2007 un prêt de 35 millions d'euros, lui réclame désormais cette somme.

Cet épisode est le dernier de l'un de ces nombreux feuilletons judiciaires parfois tragiques, souvent rocambolesques et toujours complexes nés de la dernière crise financière. Tout commence en 2006, lorsque Landsbanki Luxembourg propose à des particuliers français et espagnols plutôt aisés, dont des retraités, des prêts extrêmement avantageux. Le principe : en échange d'une hypothèque sur leur maison, les emprunteurs reçoivent une partie du prêt en liquide, tandis que le reste est investi sur les marchés.

En quête de 5 millions d'euros pour rénover sa villa de Saint-Tropez (Var), M. Macias se voit alors proposer un prêt de... 35 millions d'euros par la banque islandaise, dont 9 millions versés en cash. C'était en 2007. Trop beau pour être vrai ? Un an plus tard, Landsbanki est balayée par la violente crise financière frappant l'Islande. Mise en liquidation, son entité luxembourgeoise tente alors de récupérer ses créances. Quitte à vendre les biens immobiliers hypothéqués par les particuliers en échange de ces prêts a priori très séduisants.

Face à cette menace, M. Macias porte plainte en 2009. Une information judiciaire est ouverte, le juge français Renaud Van Ruymbeke renvoie la banque en correctionnel dans la foulée, sur fond de bisbille avec la justice luxembourgeoise. Pour les plaignants, cette affaire est une escroquerie au sulfureux parfum de subprimes. Ils rêvent d'en faire un symbole du combat contre les excès de la finance débridée.

La décision du 28 août vient brutalement doucher leurs espoirs... Les liquidateurs sont de nouveau autorisés à vendre les biens hypothéqués : le chanteur risque donc de perdre sa villa. « *Mais il est probable que le parquet fasse lui aussi appel* », estime une source judiciaire.

Moralité : si vous avez besoin de 5 millions d'Euros... évitez donc d'en emprunter 35 ! Sinon, tout chanteur que vous soyez, vous pourriez bien être victime de maitre-chanteurs !

Voilà donc quelques traquenards qui menacent nos chers petits sous, en ce dixième anniversaire de la crise des subprimes. Disons que l'essentiel du risque pour nos sous tient à l'asymétrie d'information entre nous-mêmes et nos partenaires financiers ; eux savent ce qu'ils nous vendent et sont d'autant plus enclins à nous le vendre s'ils savent que c'est de la merde dont il vaut mieux se débarrasser (les bons coups... ils se les gardent pour eux !); nous, nous ne savons pas exactement ce que nous leur achetons. Pour tenter de conjurer le danger... je vais prendre ma plus belle plume et écrire à M. le Président de la République Française, Monsieur Emmanuel MACRON. Et pour bien marquer mon profond respect pour la fonction présidentielle, je vais quitter mon écriture standard en Times New Roman au profit du Bookman Old Style : c'est plus stylé ! J'espère que le Président appréciera cette délicate attention !

#### 4. Lettre ouverte : Pour une loi de « moralisation » des activités financières

### **Lettre ouverte à Monsieur le Président Macron : Pour une loi de moralisation des activités bancaires et financières**

Monsieur le Président,

Je n'ai pas l'habitude de diffuser des lettres ouvertes dans le cadre de cette chronique. Je ne l'ai fait qu'une seule fois, à l'adresse d'Alexis de Tocqueville ([LA CRISE N°17](#)). Pas plus que d'Alexis de Tocqueville je n'attends de réponse de votre part, mais j'espère que vous serez honoré de ce précédent car je ne doute pas de votre profonde admiration pour Tocqueville.

Non, je ne vous écris pas pour me plaindre de la diminution de 1,7% de ma retraite que vous êtes en train de mettre en place, mais pour attirer votre attention sur une nécessité impérieuse à la réussite de votre stratégie économique. Pour autant que je comprenne cette stratégie, vous souhaitez que l'épargne des Français se dirige moins vers une accumulation monétaire (livrets bancaires) ou vers l'immobilier et se dirige plus vers l'achat d'actifs financiers venant financer le déficit de notre Etat très endetté mais aussi, et surtout, nos entreprises. Louable intention, que je ne pourrais qu'approuver et mettre en œuvre dans le cadre de mes modestes capacités d'épargne (diminuées néanmoins de 1,7% du montant de ma retraite)... si j'avais confiance dans les actifs financiers. Or ce n'est vraiment pas le cas, et ça ne le sera pas tant que vous n'aurez pas fait voter une loi de moralisation des activités financières ou de restauration de l'honorabilité des activités financières. Certes, j'ai pleinement confiance dans la capacité de vos services à rédiger une telle loi ; toutefois, vu la porosité entre la haute finance privée et la haute administration publique, sans doute vaut-il mieux en fixer à l'avance le cadre général.

En toute modestie, je vous propose de tirer de plusieurs numéros antérieurs de cette chronique les principes généraux de cette loi, au nombre de trois, que j'ai présenté sous forme de trois commandements :

- 1. Tu ne vendras que ce tu possèdes**
- 2. Tu n'assureras que ce dont tu as la responsabilité directe**
- 3. Tu prendras livraison de ce que tu commandes**

Ces trois principes peuvent sembler comme allant de soi, de pur bon sens. Il ne me viendrait pas à l'idée de vendre une voiture que je ne possède pas, en me disant que la veille du jour de livraison convenu je trouverai bien à acheter une voiture du bon modèle, de la bonne couleur et du bon kilométrage et pour moins cher que le prix auquel j'ai vendu. J'imagine, Monsieur le Président, qu'il ne vous viendrait pas plus

à l'idée d'assurer contre l'incendie la maison de votre voisin au Touquet, en vous disant que vu qu'elle est en bois et que son installation électrique est en très mauvais état, la probabilité qu'elle brûle est élevée et que vous feriez une bien bonne affaire en récupérant la valeur à neuf de cette maison... qui ne vous concerne en rien. Pas plus qu'il ne viendrait à l'idée de quiconque de commander à la FNAC ou sur Amazon votre ouvrage « Révolution », en se disant que ce livre n'est d'aucun intérêt pour lui, mais qu'avant même qu'il ne soit livré il l'aura revendu plus cher qu'il ne l'a commandé... et pas encore payé.

Et pourtant, chaque jour, 24h sur 24 sur tous les fuseaux horaires de la planète, le monde la finance transgresse allégrement ces trois principes dans la ronde infernale de ses spéculations déstabilisantes :

- Les ventes à découvert de produits financiers consistent à vendre ce que l'on ne possède pas, en déséquilibrant les prix qui résulteraient de la véritable confrontation offre / demande et en pouvant ainsi conduire à des enchaînements pervers sur les marchés.

- Les CDS nus (Credit Default Swap), au cœur de la dernière crise financière, sont l'illustration même de l'assurance de ce dont on n'est pas responsable, dans une pure logique de spéculateur pyromane qui agit de telle sorte que l'évènement souhaité se réalise alors même qu'il va pénaliser des agents extérieurs au pari financier<sup>3</sup>.

- Les marchés à terme sur les matières premières et denrées agricoles sont malsains dès lors qu'ils ne sont pas réservés aux seuls intervenants physiques sur les marchés : s'il est normal que les producteurs de céréales, d'une part, et les fabricants de farine, d'autre part, contractent à terme pour garantir le prix de leur production ou de leur approvisionnement, on se demande bien ce que vient faire un *hedge fund* ou un fonds de pension sur le marché d'un produit dont ils ne prendront jamais livraison.

Voilà donc quelques principes généraux qui relèvent du pur bon sens et qui devraient pouvoir charpenter un texte de loi « moralisant » les activités bancaires et financières et les rendre compréhensibles par l'épargnant lambda que vous souhaitez voir investir dans nos entreprises. Je n'ai pas, hélas, les compétences juridiques et administratives pour aller plus loin dans l'élaboration d'un tel projet de loi. Mais je suis sûr que, sur la base des grandes lignes directrices ci-dessus, les hauts fonctionnaires de Bercy sauront parfaitement mettre en forme une loi qui franchira toutes les arcanes du Conseil d'Etat, des Assemblées puis du Conseil Constitutionnel. *In fine*, je ne doute pas qu'une telle loi, grâce à la grande sagesse des principes proposés et au retour de la confiance chez les petits épargnants du type retraité-aisé, permettra à Paris de profiter pleinement des relocalisations bancaires post-Brexit et de devenir ainsi la première place financière européenne !

J'imagine votre enthousiasme, Monsieur le Président, à savoir que j'abandonnerai mon Plan d'Epargne Logement (ouvert en octobre 2013, à 2,5%... un taux royal

---

<sup>3</sup> Un CDS nu est un produit financier qui va garantir un risque dont le souscripteur ne subirait aucun dommage lors de sa réalisation mais empocherait néanmoins l'indemnisation. L'Union Européenne, en 2012, a interdit les CDS nus sur les dettes souveraines : heureusement pour la dette espagnole dans la période actuelle !



aujourd'hui) pour du capital risque dès que cette loi de moralisation sera votée... et tous les décrets d'application publiés : à l'aune des élucubrations hostiles aux banquiers et financiers que je rumine dans cette chronique depuis dix ans, mes 45 € mensuels désormais investis en actions et non plus en épargne logement seront pour vous une immense victoire.

Si vous voulez réconcilier les Français avec les entreprises et qu'ils participent sur une large échelle à leur financement en y mettant leur épargne, plutôt que de vous enfermer dans une répression financière sur les actifs monétaires sans risques, vous feriez mieux d'abord de réconcilier les Français avec l'intermédiation financière qui met en relation les épargnants et les entreprises, ce qui suppose de nettoyer au Karcher les écuries de la Finance. Le risque oui, l'arnaque non ! Et en supposant que la Finance ait pu être plus honorable qu'elle ne l'est aujourd'hui, je ne peux que conclure cette lettre ainsi :

## **Mr President, make finance fair again!**

Veuillez croire, Monsieur le Président, à mes salutations républicaines.

Henri REGNAULT  
Professeur Emérite des Universités  
Retraité-aisé.

Et voilà, le 10<sup>e</sup> anniversaire de LA CRISE est derrière nous, au prix de deux numéros rapprochés, en un mois. Quel travail pour un retraité, fut-il aisé... mais vraiment pas fainéant, tout juste un peu cynique ! Quant à la relectrice commise d'office pour chaque numéro... elle commence à râler contre les cadences infernales ! Mais, soyez-bien certains qu'un tel phénomène ne se reproduira pas avant longtemps, pas avant le 20<sup>e</sup> anniversaire ! Et en attendant, LA CRISE va commencer par prendre les grandes vacances qu'elle n'a pas eues cet été, pour cause de 10<sup>e</sup> anniversaire ! D'ailleurs, je n'ai déjà plus la tête à LA CRISE. Les retraités, aisés ou pas, sont à cette saison plus à leur place dans les bois que devant leur écran : il va bien falloir vendre quelques kilos de cèpes pour compenser la diminution de la retraite ! Sinon, pas possible d'acheter les canards, en espérant que la grippe aviaire ne viendra pas perturber la cuisine des palmipèdes comme l'an passé ! Sans oublier de partir en mission de comptage des cygnes noirs au *Botanic Garden* de Singap ! Il y a quand même dans la vie des choses plus importantes que la déflation des actifs ou l'euthanasie des rentiers... encore que les cygnes noirs nous y ramèneront facilement et nous remettront sur la voie de l'écriture ! Combien de cygnes noirs cette fois-ci ? Vous le saurez... l'année prochaine !

Bonne fin d'année, et à l'année prochaine.

Henri REGNAULT, le 6 octobre 2017  
[henri.regnault@univ-pau.fr](mailto:henri.regnault@univ-pau.fr)