

## Lettre n°7

### Quid de l'après ?

*« Le passé n'éclairant plus l'avenir, l'esprit marche dans les ténèbres »* Tocqueville

Loin, le souvenir florissant du plus long cycle de croissance de l'après-guerre. Moins d'un mois après, l'évidence de la récession mondiale et l'incertitude sur le rythme de la reprise, les contraintes du confinement sur la production et l'inquiétude des entrepreneurs sur les résultats, l'explosion des demandes d'emplois, près de 17 millions en trois semaines aux Etats-Unis (10% de la population active), et l'interrogation sur une probable évolution des habitudes de consommation, l'ampleur inédite des mesures de relance et l'appréhension suscitée par l'aggravation de la dette expliquent la volatilité des marchés.

A la question de la durée de cette crise, nul ne peut répondre mais quelques indications laissent à penser une sortie plus lente que prévue, donc une prudence sur les valeurs cycliques. Inquiétant de voir un Etat, organisé comme Singapour, porté en exemple par l'OMS, prompt dans la mise en œuvre des premières mesures mi-janvier, contraint de prendre le 7 avril, pour une durée minimale d'un mois, de nouvelles mesures de confinement, plus strictes que les précédentes. Une ouverture différée des frontières de l'espace Schengen, des réductions d'investissements dans beaucoup de secteurs, une réduction de la flotte de Lufthansa, autant d'indices qui éloignent d'une reprise en V.

Beaucoup a déjà été écrit sur cette pandémie mais essayons de concentrer le propos sur le coût, sur la gestion future de la dette, sur l'évolution de la rivalité sino-américaine, sur l'affaiblissement des pays émergents, le renforcement de l'intégration européenne, les perspectives des prix du pétrole et les possibles inflexions de la mondialisation.

#### Le coût :

Déjà élevé, il va encore s'aggraver. Cette pandémie mondiale compte des précédents plus meurtriers, la Peste noire, partie d'Asie centrale en 1348 coûta un tiers de la population européenne, la grippe espagnole 50 millions, la grippe asiatique de 1957-1958, 2 millions de personnes et la grippe de Hongkong en 1969-70, 1 million.

Mais, aucune de ces pandémies ne coûta économiquement aussi cher dans son traitement. 10 à 20% du PIB d'aides budgétaires monétisées par les banques centrales, telle semble à ce jour la thérapeutique et la facture pour les pays européens, les Etats-Unis, le Japon et quelques autres pays confrontés à des récessions estimées entre 5 et 10% du PIB cette année.

Curieusement, la Chine, active dans les mesures de relance en 2009, en fait assez peu, préférant des mesures fiscales ciblées en faveur des PME à un énième plan de relance, après les Euros 354 milliards déjà annoncés, il est vrai, en décembre 2019. Rappelons qu'en novembre 2008, deux mois après la faillite de Lehman Brothers, la Chine avait annoncé un très important plan de relance de \$600 milliards, soit Euros 450 milliards, 7% du PIB sur deux ans. Au 1<sup>er</sup> semestre 2009, les crédits avaient augmenté d'Euros 730 milliards, une multiplication par 4 des volumes de crédit et l'Etat avait engagé un plan d'infrastructures équivalent à 14% du PIB sur deux ans. Ces incomparables mesures de stimulation ont laissé des traces, des surcapacités, des banques fragilisées, des dettes et la Chine ne veut pas trop abaisser ses taux pour éviter des sorties de devises comme en 2015. La Chine est néanmoins le meilleur marché boursier cette année car, avec d'autres pays asiatiques, elle sortira avant européens et américains de la crise.

## Comment gérer les dettes ?

Devant le fardeau des dettes, et quoique les gouvernants s'en défendent aujourd'hui, difficile d'imaginer éviter des hausses d'impôts. On se souvient que l'impôt sur le revenu en France fut créé par Caillaux en 1914, l'impôt fédéral sur le revenu par le président Woodrow Wilson aux Etats-Unis en 1916. Pour résorber une dette fédérale américaine passée de 15% du PIB en 1930 à 115% en 1945, pour surmonter un déficit budgétaire à 30% en 1945, le taux d'impôt sur les revenus aux Etats-Unis ne fut jamais aussi élevé qu'après 1945, 90% pour la tranche marginale, jusqu'à l'élection de Reagan.

Certains argueront que les injections de liquidités pourraient favoriser l'inflation. Sans doute cela va-t-il être le cas pour la valeur des actifs avec de nouvelles bulles mais les indices de prix n'augmenteront pas car un chômage élevé empêchera les hausses de salaires, une sortie lente de la crise signifiera persistance de surcapacités et les prix des matières premières, pétrole et métaux, resteront faibles.

En d'autres termes, il serait vain d'escompter gommer la dette par un surcroît d'inflation.

## L'effacement américain et la persistance de la rivalité avec la Chine :

Etats-Unis contre Chine, rien ne change mais les Etats-Unis ont perdu une occasion de réaffirmer leur leadership. Frappés par l'affirmation parfois brutale des Etats-Unis sur la scène internationale, les croisades menées par les Etats-Unis contre l'Irak en 1990 puis en 2003, on a trop tendance à oublier leur tentation de repli : l'entrée effective en guerre en 1918 avait pris un an, l'entrée en guerre en 1941, voulue par Roosevelt, n'avait été votée qu'à une voix de majorité et aujourd'hui ils ne cessent de bafouer le multilatéralisme.

Dans la relation avec la Chine, loin est le temps de la visite secrète de Kissinger à Mao en juillet 1971 avec comme cadeau un morceau de pierre lunaire, loin la visite de Nixon en 1972 précédée de nombreux cadeaux dont une tente à oxygène conservée par Mao, loin l'accord Chestnut en 1979 qui installait du matériel américain à l'Ouest de la Chine pour écouter les russes. En 1979, les américains vendaient pour \$4 milliards de marchandises aux chinois et n'achetaient que pour \$1 milliard. L'excédent commercial américain avec la Chine ne persista que jusqu'en 1985. Loin, juin 1989, peu de jours après les événements de Tian'anmen quand Georges Bush écrit à Deng Xiaoping pour lui « demander de préserver cette relation si importante pour les deux pays » ! Depuis, il est vrai, les relations sino-américaines ont connu des moments de tension, quand les américains appuient les premières élections du président taiwanais en 1996. En 1979, les exportations globales de la Chine ne représentaient que 5% d'un faible PIB, en 2008, 40%. En 2000, à la veille de l'entrée de la Chine à l'OMC, Pékin vendait pour \$100 milliards de marchandises aux Etats-Unis mais en 2008 pour \$350 milliards et en 2019 plus de \$500 milliards. Aujourd'hui, la rivalité persiste. China Telecom, après China Mobile mi-2019, pourrait être interdit d'accès aux Etats-Unis. La réélection de Trump n'est pas encore menacée car les Etats les plus affectés par le virus sont des fiefs démocrates, New-York et la Californie, et car le soutien des évangélistes est sans faille puisque dans les Etats républicains comme le Texas, l'Alabama, l'Oklahoma... ils profitent des mesures sanitaires pour supprimer les lits réservés à l'avortement.

## L'affaiblissement des pays émergents :

Souvent épargnés par la crise de 2008, ils sont cette fois affectés par le ralentissement du commerce international, l'arrêt du tourisme, la chute des cours des matières premières, les sorties de capitaux, les risques d'extension de la pandémie et une fatale aggravation des inégalités. Parmi les pays fragiles, les 1.8 milliards d'habitants des pays d'Asie du Sud : le Pakistan, le Bangladesh et l'Inde dont la croissance pourrait tomber à 1.5% contre 4.9%. En Amérique Latine, les cas les plus critiques sont l'Argentine avec un 9<sup>ème</sup> défaut sur la dette en un siècle et le Venezuela. Ailleurs, la Turquie, l'Afrique du Sud, le Nigéria, sont très vulnérables. En tout, une centaine de pays ont approché le FMI qui dispose de \$100 milliards pour des aides d'urgence et d'une capacité globale d'intervention de \$1000 milliards.

## La lente affirmation de l'identité européenne :

La rapidité de la mise en œuvre de mesures en Italie et en Espagne par deux gouvernements réputés politiquement faibles méritait en soi d'être saluée. Mais il fallait une réaction européenne. Certains diagnostiquaient, redoutaient ou espéraient un démantèlement de l'Europe ou à tout le moins un éclatement de la zone Euro. Ils ont à nouveau eu tort. De l'extérieur, depuis longtemps, la Russie essaie de diviser l'Europe,

les Etats-Unis voudrait qu'elle éclate et la Chine s'insinue en soutenant les maillons faibles, la Grèce et le Portugal hier, l'Italie récemment. De l'intérieur, les querelles entre les Pays-Bas, la Finlande, l'Allemagne avec les Etats du Sud s'envenimaient mais elles ont été dépassées. Jamais le mot de *Monnet* n'a trouvé meilleure illustration: « **Les hommes n'acceptent le changement que dans la nécessité et ils ne voient la nécessité que dans la crise** ». Euros 540 milliards d'aides communautaires, dont Euros 100 milliards pour financer l'indemnisation du chômage partiel par endettement gagé sur Euros 25 milliards de garanties apportées par les Etats membres de l'Union Européenne, Euros 200 milliards apportés par la BEI, Banque Européenne d'Investissements, pour soutenir la liquidité des petites entreprises des 27 Etats et Euros 240 milliards de prêts proposés par le MES, Mécanisme Européen de Solidarité, pour permettre à chaque Etat de la zone Euro, sans conditionnalité, de bénéficier d'une aide à hauteur de 2% de son PIB, soit par exemple Euros 36 milliards pour l'Italie. Diverses modalités d'une solidarité renforcée qui prolongent l'abandon du pacte de stabilité, ont déjà un écho dans les Euros 1000 milliards de monétisation annoncés par la BCE et devraient trouver un relais dans l'adoption possible d'un plan de relance européen, Euros 500 milliards, 4% du PIB européen, le 23 avril. Autant de mesures indispensables car la dette des entreprises européennes, 105% du PIB contre 45% aux Etats-Unis, va s'aggraver. On pourra regretter le refus hollandais de créer des « coronabonds » mais l'adoption aurait requis l'aval des parlements et aurait pris du temps.

## Quelle évolution des prix du pétrole ?

En 2008, la réduction de l'offre avait été de 2.5Mb/j, cette fois-ci, 10Mb/j à partir du 1<sup>er</sup> mai dont 2.5Mb/j à la charge de l'Arabie Saoudite, 2.5Mb/j à celle de la Russie. Un record, 10% de l'offre mondiale, mais un montant insuffisant au regard d'une diminution de la demande mondiale de 30%.

A court terme, des surcapacités persisteront mais gageons qu'à l'horizon d'une année, la reprise des transports, 60% de la consommation, conjuguée au ralentissement des efforts d'exploration et à la faillite d'acteurs américains dans le pétrole de schiste vont concourir à un redressement des prix.

## Quelle évolution dans les processus de production et la mondialisation ?

La mondialisation est accusée mais les trois pays exemplaires dans la gestion de cette crise, Taiwan, Singapour et la Corée du Sud sont parmi les plus ouverts et les bénéficiaires de cette mondialisation. La concurrence mondiale pour trouver un vaccin est un exemple probant de la supériorité d'un modèle d'ouverture multilatéral par rapport à un repli nationaliste. Entre réalité de l'interdépendance et tentations de repli, il faudra trouver un compromis.

Nonobstant les avantages de la mondialisation, des unités de production jugées stratégiques seront rapatriées, le plus souvent de Chine, parfois, à l'instar du Japon, moyennant des subventions étatiques. Aussi, contrairement à une opinion répandue, la Chine, atelier du monde, pourrait être la perdante mais elle pourra trouver des compensations dans l'accélération de la promotion d'une société de consommation et de « China 2025 », le programme d'indépendance technologique. Si la Chine en 2019, c'était 12.7% des exportations mondiales, soit \$2500 milliards, presque l'équivalent du PIB anglais, cela devrait baisser.

Enfin, de même que les lendemains de la seconde guerre avaient été les grandes décennies du modèle fordiste de production de masse créé dans l'entre-deux guerres, la période actuelle devrait profiter aux sociétés du numérique, riches de liquidités, de capacité d'innovation. Le libéralisme persistera mais l'Etat régalien sortira plus fort.

## Conclusion :

- Sous un angle économique, comme en 1982 aux Etats-Unis, la récession ne résulte pas de l'épuisement d'un cycle mais d'une décision politique. Hier, en 1982, en portant les taux à 20%, la FED acceptait une récession temporaire mais voulait tuer l'inflation. Aujourd'hui, en confinant la moitié de la planète, les gouvernants acceptent une récession pour tuer le virus. Parions, comme à l'époque sur une reprise soutenue.
- Sous un angle sociétal, espérons pouvoir nous réjouir bientôt d'une maîtrise du virus, de la mise au point d'un vaccin pour conjurer sa réapparition et de l'efficacité des mesures de relance mais n'oublions pas les libertés, les conséquences de la géolocalisation acceptée temporairement pour

vaincre le mal. Il ne faudrait pas comme le note *Kundera* dans « La vie est ailleurs » qu'on puisse finir par dire : « *Le pire, ce n'est pas que le monde n'est pas libre, mais que l'homme a désappris la liberté* ».

- Sous un angle politique, même mal en point, les démocraties devraient gagner des points dans leur rivalité avec les régimes populistes, Hongrie, Iran, Brésil, Etats-Unis, ... enfermés dans un déni initial qui a fait perdre beaucoup de temps. Les deux meilleurs pays dans la gestion de la crise sont des démocraties : Taïwan avec un nombre de morts limité à 4 pour une population de 24 millions et l'Allemagne.
- Sous un angle boursier, retenons de cette note, une surpondération de l'Europe et une sous-pondération des émergents, une surpondération de l'or, bénéficiaire des injections de liquidités par les banques centrales et, dans une optique à un an, une surpondération des valeurs liées à l'énergie. Ajoutons une prudence sur le marché anglais car le calendrier du Brexit sera perturbé et l'indice britannique compte beaucoup de financières et peu de technologie. Comme la semaine dernière, nous restons surpondérés sur la technologie, la santé, le luxe, sous-pondérés sur les banques, neutre sur les cycliques. Le début de la publication, ces prochaines semaines, des résultats des sociétés pourrait relancer la volatilité des marchés.

Genève, le 14 avril 2020



Bruno Desgardins  
Directeur de la Gestion