

Paris, le 18 mai 2020

## Covid-19 : Les signaux précurseurs du monde d'après

---

*Article co-écrit par :*

**Jean-Claude Mailly**  
Administrateur



**Jean-Martin Cohen-Solal**  
Administrateur



**Steve Ohana**  
Administrateur



**Lionel Melka**  
Directeur de l'analyse émetteur



**Lionel Tangy-Malca**  
Président Directeur Général



La crise du Covid-19 est exceptionnelle par sa nature et ses impacts.

Pour la première fois dans l'Histoire, la moitié de l'Humanité s'est retrouvée confinée, chaque mois de confinement mettant à l'arrêt environ le tiers des économies développées<sup>1</sup>. Pour la première fois également, l'Humanité traverse une crise économique organisée par ses gouvernements, dans le but de préserver la vie et les capacités de soins pour faire face à l'épidémie.

On pressent que « le monde d'après » ne pourra pas ressembler au monde d'avant. Dans cet article, nous allons tenter d'agréger les différents « signaux faibles » pour discerner les impacts éventuels que cette crise pourrait avoir sur notre système économique et financier, sur nos croyances collectives et sur l'ordre politique actuel.

Un retour à la normale de l'activité économique nous semble improbable dans les deux prochaines années. D'une part, les foyers de contagion sont loin d'être éteints. L'absence de baisse des nouveaux cas de contamination au niveau mondial, malgré le confinement quasi-généralisé du mois d'avril, n'incite pas à l'optimisme. La persistance du virus pourrait donner lieu, en l'absence de traitement ou de vaccin efficace, à des séquences de « stop-and-go » empêchant une reprise en « V » de l'activité. D'autre part, même dans l'hypothèse favorable d'une extinction soudaine de cette première vague du virus, les séquelles du confinement ainsi que la crainte liée au risque d'une

---

<sup>1</sup> Voir par exemple la note de conjoncture INSEE de mars 2020  
<https://www.insee.fr/fr/statistiques/4481462?sommaire=4473296>

« seconde vague » ou d'une nouvelle pandémie continueront à peser sur les attitudes de consommation et sur l'organisation du système de production.

La crise actuelle a, en effet, profondément affecté la demande et l'offre.

Du côté de la demande, le niveau d'incertitude économique extrême, la crainte de contracter le virus et la fermeture d'une grande partie de l'économie se traduisent par une hausse significative de l'épargne des ménages ainsi que par un effondrement de l'investissement des entreprises. La contraction des dépenses des ménages et entreprises, le surendettement privé et le fort taux de chômage ou de sous-emploi subi exerceront une pression déflationniste durable sur l'économie globale.

La chute de la demande est amortie partiellement par les déficits fiscaux et les plans de relance monétaire sans précédent lancés par les principales banques centrales. Mais ces stimulus sont inégaux entre les pays. La chute de la demande sera généralisée mais non uniforme, se faisant ressentir de façon plus aigüe dans les pays les moins susceptibles de recevoir une impulsion fiscale ou monétaire pour répondre à la chute de l'activité. En particulier, les pays du Sud de l'Europe et les pays émergents sont confrontés à la conjonction d'une crise sanitaire, d'une récession économique et d'un durcissement de leurs conditions de financement.

Du côté de l'offre, les incertitudes sont également très grandes.

La première inconnue concerne l'impact de ce confinement sur la santé psychique et physique de la population active, facteur déterminant sur la capacité productive de nos économies à long terme. La seconde inconnue concerne les chaînes de production, qui pourraient se trouver désorganisées à long terme par les défauts en cascade, la mise à l'arrêt des usines et le licenciement ou la mise en chômage partiel des travailleurs. Ceci pourrait provoquer des hausses de prix localisées dans certains secteurs comme les biens d'équipement.

On pourrait assister à un vaste mouvement de consolidation sectorielle au terme duquel seules survivront les entreprises les plus grandes et solvables avant crise.

Certaines entreprises chercheront à accroître leur résilience vis-à-vis de tels événements de rupture en adoptant des modes d'organisation agiles et en relocalisant (voire robotisant) leurs chaînes de production. Ces deux phénomènes pourraient contribuer à une hausse structurelle de l'inflation, si la crise de demande parvient à être résorbée.

La composition sectorielle de l'économie pourrait être structurellement modifiée par cette crise. Le secteur de la high-tech, déjà le plus florissant avant cette crise, étend davantage son emprise. Cela posera de façon encore plus aigüe la question de la protection des données privées, de la défense du commerce de proximité ainsi que celle du statut, de la rémunération et des conditions de travail de ces nouveaux contingents de « travailleurs indépendants » qui rejoindront les plateformes telles qu'Amazon ou Deliveroo.

Sur le plan financier, la grande question est celle de l'excès d'endettement.

L'activisme monétaire des années 2008-2020 a en effet favorisé un endettement massif de la part des acteurs privés et des pays émergents. Cette dette s'est accrue davantage avec les différents prêts directs ou facilités bancaires octroyés par les

gouvernements aux entreprises à l'occasion de cette crise. L'excès de dette des entreprises réduit en premier lieu le potentiel de croissance future, du fait de ses effets négatifs sur l'investissement et l'embauche. La crise actuelle va poser en outre la question de la soutenabilité financière de toutes ces dettes dans un contexte d'activité durablement déprimée, ainsi que la gestion de nouvelles crises bancaires systémiques à la Lehman Brothers. Les banques, déjà fragilisées avant la crise, risquent à cet effet d'être une courroie de transmission fragile des plans de relance des gouvernements et des banques centrales vis-à-vis d'une population également fragilisée.

Sur le plan sociétal, une des caractéristiques de cette crise est son caractère à la fois inattendu et choisi. De façon exceptionnelle, les gouvernements ont, avec le consentement des populations, décidé de mettre à l'arrêt une partie importante de la sphère marchande afin de préserver la santé publique. Cet événement marque donc une rupture avec la « période néolibérale » qui s'est ouverte à partir des années 1970, marquée par le recul du sentiment collectif, et par le recours croissant au marché en tant que régulateur de la vie sociale. Pour une longue période, les individus, confinés dans la sphère familiale, sont amenés à redéfinir, à la fois individuellement et collectivement, leur identité en dehors de la sphère marchande. La longue période de confinement pourrait faire naître le désir chez une partie significative de la population d'un nouveau mode d'existence plus « frugal », respectueux de l'humain et de l'environnement. C'est aussi un moment de catharsis qui donne à certaines utopies, frustrations ou colères une occasion privilégiée de s'exprimer. La forme que prend la crise dans chaque nation dépend de son niveau de cohésion interne, du désir de vivre ensemble, de sa polarisation politique, ainsi que du niveau de confiance envers ses « élites ».

La crise actuelle exacerbe les inégalités sociales déjà créées par la mondialisation : les pertes d'emploi sont ainsi concentrées au sein des populations les plus vulnérables sur le marché du travail<sup>2</sup> (jeunes actifs, femmes, minorités ethniques, travailleurs peu qualifiés et précaires), tandis que la mortalité est plus élevée chez les travailleurs sociaux et les cols bleus<sup>3</sup>. Certaines propositions politiques visant à la réduction des inégalités, comme une fiscalité plus progressive, de nouvelles régulations du marché du travail ou l'instauration du revenu universel, ne manqueront pas de s'étendre dans le débat public.

En ce qui concerne le comportement des entreprises et des investisseurs, le monde d'après devrait donner lieu à un besoin accru de solutions visant à satisfaire la quête de sens. On voit la notion de Responsabilité Sociale d'Entreprise (RSE) émerger comme un thème important. Les investissements de santé, de relocalisation, de solutions aux risques extrêmes, de bien-être dans les entreprises et de protection des données sont des thématiques auxquelles les investisseurs seront particulièrement sensibles.

Au niveau politique, cette crise marque une réhabilitation des Etats-nations et un nouvel affaiblissement du multilatéralisme. Cet affaiblissement est particulièrement sévère en ce qui concerne les institutions européennes : la légitimité politique des plans de relance de la BCE est aujourd'hui mise à mal par le dernier jugement de la Cour Constitutionnelle allemande tandis que les instances européennes éprouvent une grande difficulté à s'entendre sur une mutualisation des dépenses de sortie de crise au

---

<sup>2</sup> Cajner, T., Crane, L. D., Decker, R., Grigsby, J., Hamins-Puertolas, A., Hurst, E. & Yildirmaz, A. (2020). The US Labor Market During the Beginning of the Pandemic Recession. University of Chicago, Becker Friedman Institute for Economics Working Paper, (2020-58).

<sup>3</sup> Voir l'article du Financial Times, "Male blue-collar workers twice as likely to die from Covid-19", Delphine Strauss, 11 mai 2020.

niveau européen. Ces fractures vont encore accentuer les divergences économiques observées entre « pays cœur » et « pays périphériques » depuis le lancement de l'euro il y a une vingtaine d'années.

Un discours souverainiste a émergé de la part des leaders politiques, y compris de la part de ceux qui étaient avant crise les plus favorables à l'ordre mondialisé existant. Les notions de contrôle migratoire, de « patriotisme économique », de souveraineté alimentaire, médicale, industrielle, voire de protectionnisme, ont le vent en poupe.

Autre impact politique déterminant de cette crise, le tabou de la dette et du financement des déficits publics par la planche à billets est en train d'exploser dans les pays développés. Les milieux d'affaires nous avaient prédit l'Armageddon financier en cas de hausse supplémentaire des dettes publiques, cette prédiction servant à justifier des coupes budgétaires sans précédent dans les services publics (notamment dans le secteur hospitalier aujourd'hui en première ligne dans cette crise). Les sommes astronomiques mobilisées en quelques semaines par les grands pays développés avec le soutien des banques centrales se sont pourtant accompagnées d'une baisse des taux longs pour tous les « émetteurs de qualité ».

La fin du tabou de la dette pourrait pousser les Etats à réengager des dépenses d'investissement public longtemps repoussées. Après les plans d'austérité qui ont suivi la crise des « subprimes » et des « dettes périphériques », les peuples n'accepteront plus de nouvelle séquence austéritaire. La crise pourrait pousser certains pays comme la France à contester les règles budgétaires obsolètes de Maastricht et les pays les plus fiscalement contraints comme l'Espagne ou l'Italie à vouloir regagner leur souveraineté monétaire par rapport à l'euro. On pourrait voir advenir le retour en force de l'Etat-Providence et un nouveau rapport de force entre capital et travail plus favorable à ce dernier.

Cette crise sonnera-t-elle la fin de la « deuxième mondialisation » entamée dans les années 1970 ?

Pour l'instant, les réponses monétaires et fiscales ont réussi à préserver peu ou prou l'ordre économique global. Mais la crise actuelle souligne ses failles multiples et profondes. Contrairement aux plans de relance coordonnés qui avaient suivi la crise des subprimes, les réponses sanitaires, fiscales et monétaires des Etats à la crise du Covid-19 s'opèrent en ordre dispersé. D'autre part, les crises financières de 2008-2010 ont accéléré l'avènement d'une conscience citoyenne aigüe des enjeux économiques, financiers, sociaux et écologiques, conscience qui fera obstacle à la reconduction de l'ordre ancien. Certaines nations (Italie et pays émergents notamment) découvrent une nouvelle fois leur vulnérabilité extrême face à ce type de crises et pourraient être tentées de rompre unilatéralement avec l'ordre économique global. Face à la montée des périls, les nations garantes de l'ordre multilatéral semblent pour l'instant impuissantes à apporter des solutions négociées. Pendant que les nations européennes sont occupées à colmater leurs multiples fractures et conflits internes, les deux grandes puissances hégémoniques, Chine et Etats-Unis, se livrent d'ores et déjà une lutte d'influence dont l'enjeu est le contrôle du « monde d'après » et dont l'intensité est encore incertaine.

Le 11 septembre avait marqué « la fin de la Fin de l'Histoire », les crises financières de 2008-2010 la première remise en cause importante de la mondialisation.

Les indices précurseurs dont nous disposons pointent vers une accélération des tendances du monde d'avant.

Sur fond d'explosion des inégalités, la crise du Covid-19 alimente un environnement conflictuel de tout ordre, au sein des Etats, mais également entre les nations, environnement qui existait déjà avant la crise.

Il pourrait conduire à moyen terme à une intensification des conflits sociaux ainsi qu'à une remise en cause du multilatéralisme dans un contexte de crise des institutions européennes et de tension croissante des relations sino-américaines.

A plus long terme, ce retour des Etats-nations pourrait être le prélude à une refondation soutenable des échanges et du système monétaire et financier, dans l'inspiration des accords de Bretton Woods.

**INFORMATIONS IMPORTANTES** : Les informations disponibles sur le présent document ont un caractère purement informatif. Toutes les opinions exprimées sont celles de HOMA CAPITAL et ne constituent pas de conseil en investissement. Les données disponibles sur le présent document sont constituées à partir de sources réputées fiables mais n'ont pas été vérifiées par un organisme indépendant. Elles ne constituent ni un élément contractuel, ni une proposition ou une incitation à l'investissement ou à l'arbitrage. Les commentaires ne sauraient être considérés comme une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'instruments financiers.

**HOMA CAPITAL SA** est une société de gestion de portefeuille, agréée par l'AMF sous le n° GP-11000002 en date du 13 janvier 2011, son siège social est situé au 37, avenue Pierre 1er de Serbie – 75008 Paris.

Elle est immatriculée au registre du commerce et des sociétés de la ville de Paris sous le n° B524 396 348.