

Synthèse de la réunion du 4 Avril 2016 animée par François de Givry, Président de Delta Finance

Introduction, par François-Xavier Serraz, Directeur de la Banque Privée.

« Dans l'inconscient collectif de nos sociétés occidentales, la croissance est devenue au fil des décennies une sorte de dû : tout citoyen naissant sous le ciel d'occident a droit à un niveau de croissance qui doit lui permettre de connaître une relative prospérité sa vie durant.

Le fait est que depuis la seconde guerre mondiale, la croissance est devenue pour les dirigeants et les peuples occidentaux, mais aussi pour ceux de nombre de pays émergents, une nouvelle religion, la réponse à toutes les questions qui offre l'avantage, par rapport aux religions traditionnelles, philosophies et autres systèmes politiques, de ne pas provoquer de guerre, car quand on vit bien, on a moins tendance à s'entretuer. C'est d'ailleurs cette idée qui inspira largement le projet européen : créer un grand marché qui impose ses propres lois, ses propres règles, et progressivement supplante les Nations elles-mêmes, puisque comme chacun le sait, le nationalisme, c'est la guerre et l'Europe a beaucoup donné dans ce domaine au dernier siècle.

Le problème est qu'après les trente glorieuses, et sous le coup des chocs pétroliers notamment, la croissance a commencé à ralentir, ce qui était bien évidemment impensable ! Les dirigeants de l'époque ont rapidement trouvé le remède au mal : l'endettement ; car en créant des effets de levier par la dette, on devait retrouver un niveau de croissance satisfaisant et c'est bien ce qui s'est produit, quelques décennies encore, même si l'exemple du Japon à partir de 1990 est apparu comme un hiatus dans cette belle théorie.

C'est la crise financière de 2007-2008 qui a véritablement a sonné le glas de cette nouvelle espérance ; on en connaît la raison : l'accumulation de la dette publique et privée a atteint un niveau insoutenable, d'autant que chacun comprend que ces dettes ne pourront pas être remboursées, ce qui menace directement la croissance mondiale.

Les banques centrales sont alors intervenues comme un pompier, inondant le système bancaire et financier de liquidités pour lui éviter un effondrement ; de fait, l'intervention massive de la FED dès l'été 2007 a sans doute permis d'éviter une dépression économique mondiale au moins équivalente à celle des années 30, voire pire encore.

Près de 9 ans plus tard, les investisseurs découvrent que ces injections massives de liquidités, si elles ont évité le pire, n'ont pas pour autant permis de retrouver les niveaux de croissance espérés, alors que la dette mondiale a, elle, continué de croître, ce qui laisse la question du désendettement sans réponse pour le moment : l'Europe connaît toujours une faible croissance, même si elle s'améliore un peu, la plupart des pays émergents ont enregistré des récessions, parfois sévères, notamment du fait de la baisse des prix des matières premières et du pétrole. Restent les deux grands moteurs de la croissance mondiale de ces dernières décennies, que sont les Etats-Unis et la Chine. Or les uns comme l'autre donnent d'inquiétants signes de ralentissement, ce qui fait dire à certains économistes que nous pourrions connaître durablement une très faible croissance mondiale.

C'est donc bien aux Etats-Unis et en Chine que se situe la réponse à cette question et celle-ci est aujourd'hui cruciale car, sans croissance, il est probable que les années à venir seront compliquées à gérer. »

Intervention de François de Givry, économiste et Président de Delta Finance.

« La croissance est en effet apparue comme une nouvelle « pierre philosophale » dans laquelle ont cru les opinions publiques parce qu'elle a produit un modèle exceptionnel dans les pays qui avaient subi les effets dévastateurs de la seconde guerre mondiale : une forte et constante croissance économique, une juste répartition des richesses produites, un modèle social efficient, l'émergence d'une classe moyenne, l'établissement d'un modèle démocratique (avec le vote des femmes notamment, inexistant avant la guerre) et une stabilité institutionnelle. On a cru que ce modèle était pérenne, que le développement et même l'épanouissement de l'humanité toute entière pourrait se fonder sur lui.

La cassure est intervenue non pas véritablement avec les chocs pétroliers, quelle qu'ait été leur importance dans la prise de conscience par l'opinion de la vulnérabilité du modèle, mais avec l'extension de la notion de marché dans sa liberté la plus outrancière à la sphère hypertrophiée de la finance : quand celle-ci s'est emparée de l'économie réelle et que les banques centrales sont alors devenues l'Alpha et l'Oméga du système !

Lorsque Henry Ford créa ses usines automobiles, son credo était que s'il payait bien ses ouvriers, ceux-ci le lui rendraient au centuple en achetant les voitures qu'ils produisaient. La doctrine des banques centrales a été au contraire d'imposer aux Etats une politique salariale déflationniste (Jean-Claude Trichet en tête) car augmenter les salaires, c'était accroître l'inflation. C'est donc par l'endettement que la baisse des revenus réels a été compensée, sans peser sur les comptes des entreprises. Cette idéologie dominante des banques centrales - « le danger, c'est l'inflation » - est une grossière erreur témoignant d'une grave méconnaissance des ressorts du modèle capitaliste : en dehors des périodes de guerre, le système capitaliste est en effet intrinsèquement déflationniste, puisqu'il consiste à produire davantage à moindre coût. Ainsi que l'avait très justement compris Henry Ford, la croissance dépend de la demande ; c'est la consommation des ménages qui en constitue le fondement. Or, cette demande ne peut croître sans une augmentation du revenu disponible et la hausse de ce dernier, soumis au contingentement des salaires tout au long des décennies 80 et 90, s'est principalement réalisée par la dette, avec les conséquences que l'on sait en 2007-2008. Pourtant, la crise des « subprime » n'a pas entraîné de remise en cause de l'idéologie des banques centrales : les salaires sont restés sous « pression déflationniste » ; en contrepartie, jamais les grandes entreprises n'ont disposé de telles réserves de « cash », au point qu'elles en viennent à racheter leurs propres actions, ce qui mécaniquement fait monter leur cours et, accessoirement, les bonus de leurs dirigeants, accroissant encore les inégalités.

Les banques centrales se sont en effet lancées dans une création monétaire outrancière mais cette monnaie n'est pas reliée à la réalité économique, à une croissance alimentée par la consommation. L'essentiel de cette dernière (75 % de la consommation mondiale en fait) repose encore sur les pays développés ; si l'émergence de classes moyennes solvables s'accélère dans les pays émergents depuis deux décennies, celles-ci sont encore loin de pouvoir prendre le relais de leurs homologues des grandes nations développées. Or, les consommateurs américains, européens et japonais ont perdu de leur puissance économique : les populations sont vieillissantes et consomment nettement moins que dans les années 80 et 90. Les générations qui viennent après celle du baby-boom ont des comportements différents, moins consuméristes. Enfin, la part de la population non active augmente, du fait du vieillissement mais aussi du chômage de masse en Europe. Quant aux actifs américains, les statistiques en donnent une vision faussée car ne portant que sur la population potentiellement active, hors la fraction de citoyens exclue du travail, notamment pour des raisons judiciaires (2 % de la population américaine est incarcérée contre, par exemple, 0,3 % en France). Une population active plus restreinte dont les revenus n'augmentent plus du fait de l'idéologie toujours dominante des banques centrales, a un effet déflationniste sur la consommation et par conséquent sur la croissance économique mondiale.

Les banques centrales persistent pourtant dans cette logique à travers leurs politiques de taux d'intérêt négatif, qui, au-delà d'une nouvelle « euthanasie des rentiers » plus radicale que celle

provoquée par l'inflation, faussent le paramètre fondamental de nos sociétés qu'est le taux d'intérêt, référence centrale, clé de voûte de la confiance ou de la défiance des investisseurs face à l'économie. En maintenant leurs taux en territoire négatif, les banques centrales donnent l'impression d'une défiance majeure à l'égard de l'avenir, fondée sur des informations qu'elles seraient seules à détenir car les statistiques ne démontrent pas à ce stade une dégradation de l'économie mondiale justifiant de telles politiques. Il y a donc le risque d'un effet auto-réalisateur, les investisseurs restreignant leurs initiatives au vu des décisions de politique monétaire. Pourtant, comme le montrent les derniers « accidents » économiques ou financiers, jamais les banques centrales n'ont été autant incapables de prédire ce qui vient.

Cette situation est d'autant plus préoccupante que la mondialisation et la vitesse de transmission des informations font que le moindre déséquilibre quelque part dans le monde peut avoir des conséquences importantes :

- En Chine, le système autocratique se trouve confronté à une évolution économique et sociale complexe et pratique des changements de pied fréquents autant que surprenants, comme avec la dévaluation brutale du Yuan en août dernier. Ces décisions entraînent des réactions sur les marchés occidentaux dont les dirigeants chinois n'ont, semble-t-il, aucune idée faute d'une connaissance des mécanismes de notre modèle capitaliste.
- Aux Etats-Unis, la croissance, certes meilleure que partout ailleurs, a été « gonflée » par le niveau des taux d'intérêt ; cette politique de soutien de l'économie américaine par la FED trouve néanmoins ses limites dans la saturation des consommateurs en biens d'équipement par exemple : le parc automobile a ainsi été très largement rajeuni au cours des dernières années et les citoyens américains ne vont pas changer de voiture avant un moment. Les Etats-Unis sont donc en passe de connaître sinon une récession, du moins une croissance anémique avec, probablement, comme en Europe, des taux d'intérêt négatifs.

La question des taux d'intérêt et celle des politiques des banques centrales constituent donc le point essentiel pour comprendre ce qui va se passer : il est ubuesque d'entendre des banquiers centraux, qui prônent depuis des décennies la maîtrise des coûts salariaux, envisager aujourd'hui de relancer la croissance en adressant directement aux ménages un « chèque cadeau » destiné à financer leur consommation !

En réalité, la portée des politiques de taux négatifs est plus grave qu'il n'y paraît : au-delà du fait que les banques centrales retirent ainsi d'une main ce qu'elles donnent de l'autre, au travers de leurs injections de liquidités et autres « quantitative easing », cette portée est non seulement économique mais aussi psychologique, politique voire philosophique, au regard de ce que l'intérêt a représenté dans l'histoire de nos civilisations : on ne joue pas impunément avec les taux d'intérêt et on ne met pas en risque des équilibres politiques et sociaux parce qu'un indice boursier a chuté de quelques pourcents ! D'une certaine façon, c'est l'avenir de l'humanité qui est en cause.

Or, aujourd'hui, alors que 50 % de la dette publique mondiale connaît un taux d'intérêt négatif, on sait qu'on ne sauvera pas la croissance par ce moyen. Il est en effet impensable, pour toutes les raisons déjà évoquées, de retrouver avant longtemps une croissance nominale de 10 %, soit 5 % de croissance mondiale à laquelle s'ajoutent 5 % d'inflation, comme nous l'avons connue dans le passé. La croissance mondiale des années à venir devrait plutôt s'établir autour de 3, voire 2 %, et avec de la déflation et non plus de l'inflation.

Les opinions publiques commencent à en prendre conscience et leur réaction devant l'incapacité de leurs dirigeants à faire redémarrer la machine économique, exprimée notamment dans les derniers scrutins européens et américains, ouvre des perspectives pour le moins inquiétantes quant à la pérennité de nos régimes démocratiques. Car la mécanique poussée à bout par les banques centrales pour assurer à tout prix la croissance s'essouffle, entraînant une défiance croissante des opinions à l'égard des élites, renforcée par les scandales comme celui des « Panama papers » : sur ce point, le risque d'un « Brexit », qui était assez faible lors de l'annonce du référendum sur le maintien du Royaume Uni dans l'Union Européenne, monte désormais chaque jour car, comme on l'a constaté

maintes fois dans le passé, plus le temps est long entre l'annonce d'un référendum sur une question essentielle et la date du scrutin, plus le « non » se renforce. Or, la survenance d'une sortie de la Grande Bretagne de l'Europe actera sans doute l'implosion de l'Union, déjà fragilisée par la question grecque et plus récemment, par celle des migrants.

Il faut donc se préparer à connaître des épisodes de très forte volatilité sur les marchés, en espérant que cette volatilité reste confinée aux seuls marchés, ce qui serait somme toute un moindre mal, mais ce qui est loin d'être le scénario le plus probable. »

Achévé de rédiger le 11 avril 2016 par François-Xavier Serraz