



Et si la crise financière était à l'origine une crise de la demande mondiale ?

De Xavier Lépine - Président du Directoire de UFG-LFP

Tout semble avoir été dit sur la crise économique et financière actuelle, sur l'enchaînement des crises... sauf peut être l'essentiel. Et si la crise financière trouvait son origine dans une crise mondiale de la demande ?

L'origine de la crise de 1929 résulte, on le sait maintenant - on l'ignorait à l'époque - d'une insuffisance de la demande. La répartition du profit entre les salaires et le capital s'était portée massivement sur le capital. Le pouvoir d'achat des salariés s'était avéré insuffisant pour permettre la consommation des biens produits (l'offre) tandis que l'excès de richesse accumulé par "les capitalistes" avait créé une bulle sur les actifs financiers. On connaît la suite, y compris les plans de relance keynésiens, l'avènement d'une classe moyenne - les salaires devenant un élément de coût ET un moteur de la demande finale (la demande effective selon Keynes) - et, de façon ultime, la création du marketing après guerre, qui visait justement à créer le besoin chez le consommateur final.

L'évolution de l'économie mondiale sur les 30 dernières années a créé un véritable changement de paradigme que nous avons collectivement sous-estimé, voire nié, dans les pays développés. Et pourtant, l'analyse est assez simple. Prenons l'exemple de la France

des années 60 : à l'époque, le degré d'ouverture de l'économie est faible, l'économie fonctionne largement en circuit fermé. Le combat salariés-employeurs se termine invariablement par une hausse des salaires qui, au niveau national, entraîne une hausse du pouvoir d'achat et constitue un élément de soutien de la demande. Les salaires sont donc à la fois un élément de coût et un facteur de hausse de la demande. Le corollaire négatif est bien évidemment l'indexation prix-salaire, une partie du dispositif vertueux filant en inflation.

Aujourd'hui, pour caricaturer, une grande partie de ce que nous consommons n'est plus fabriqué en France, les salaires ne constituent donc plus qu'un élément de coût, d'où une pression à la baisse sur ces derniers (puisqu'ils ne sont plus réinjectés dans l'économie nationale). On pourrait penser que d'un phénomène national, la macroéconomie fonctionne au niveau mondial de façon homothétique, ce qui serait exact si les niveaux de développement et la répartition des richesses entre classes sociales étaient optimaux. Concrètement, pour des raisons démographiques évidentes et de niveaux de vie relatifs, le libre-échange aurait dû entraîner un transfert massif de richesse et une élévation des niveaux de vie dans les pays émergents, réduisant l'écart avec les pays riches, sur des

qualifications identiques. Seuls les gains de productivité auraient dû bénéficier pour partie aux pays riches.

Cette analyse ressort en filigrane de la politique américaine menée des années 90 jusqu'à récemment : ne pouvant augmenter les revenus salariaux des Américains, le "deal social" a été un enrichissement par le capital, notamment par l'accès à la propriété de la résidence principale (via le crédit), phénomène récent et généralisé. L'augmentation des prix de l'immobilier qui en a résulté a créé un effet richesse en partie artificiel, donnant lieu à un deuxième refinancement (l'hypothèque rechargeable) où l'actif immobilier sert de gage à un endettement destiné à maintenir un niveau de consommation élevé. Le développement de la finance et de la dette tous azimuts (des Chinois gagnant 2 000 dollars par an prêtent à des Américains qui en gagnent 20 000 !), accompagné d'une politique de taux d'intérêt bas (puisqu'il n'y a pas d'inflation) a permis de masquer cette réalité durant de nombreuses années, jusqu'à la crise financière... Le phénomène s'est traduit par un transfert massif et unique de la dette privée à un endettement public sur des niveaux historiquement inconnus dans le monde moderne ! On a bien vu que la réaction des entreprises, dont les profits se sont

redressés, a été de réduire les coûts (par les licenciements notamment, d'où une hausse du chômage mais pas d'augmentation du chiffre d'affaires, ce dernier ne se reprenant que très faiblement dans les pays développés).

Transfert de pouvoir d'achat via l'acquisition de biens manufacturés (et de plus en plus de services) dans les pays émergents. Celui-ci augmente à une vitesse phénoménale (300 millions de Chinois et d'Indiens auraient déjà le niveau de vie des 300 millions d'Européens)... ce phénomène unique se traduit également par un accroissement des inégalités : des capitalistes des pays émergents accumulent des richesses sans précédent (bénéficiant de profits beaucoup plus élevés que ceux qu'ils auraient perçus en économie fermée). Ces disparités de richesse n'ont probablement pas un impact aussi marginal que ce que l'on croit habituellement. Comme dans les années 20, cet argent n'est pas réintroduit dans la demande de biens de consommation, mais dirigé vers l'épargne de pure spéculation (bulle financière, immobilier de luxe, etc.), engendrant l'apparition de nouveaux pauvres dans les pays développés. La crise actuelle est donc bien une crise de la demande mondiale, le pouvoir d'achat des populations (hors le "grand capital") ne permettant pas de consommer l'offre potentielle (cf. les taux d'utilisation des capacités de production).

Il ne s'agit certainement pas de nier l'intérêt de la globalisation, que ce soit pour réduire la probabilité de nouveaux conflits armés ou pour augmenter le niveau de vie du plus grand nombre. Mais, comme dans tout système, l'excès est mauvais, et peut même conduire à sa destruction. Les politiques du G20 ont réagi en deux temps : plan de relance mondial de type keynésien (cf. les déficits publics) puis prise en compte de la problématique du fonctionnement du système financier. Le premier, pour nécessaire qu'il soit, n'est pas suffisant du fait des fuites de la demande (cf. la globalisation). Quant au second volet, le système financier, au cœur du mécanisme de transmission de la globalisation en est un des premiers acteurs et bénéficiaires historiques. Cependant, en affirmant à hauts cris qu'il

ne faut pas remettre en cause le libre-échange, on sent bien que l'essentiel de la question n'est pas abordé. Comment éviter une forte dégradation du niveau de vie des pays riches en relançant la machine alors que :

- a) la démographie joue contre nous (les retraites représentent déjà en France 40 % de la masse salariale versée par les actifs) ;
- b) par ce refus, qui court depuis 30 ans, nous avons accumulé un niveau de dette insupportable ;
- c) notre compétitivité baisse tous les jours en parallèle de l'augmentation de la productivité et des compétences dans les pays émergents, d'où un chômage de longue durée dans nos économies.

Il est temps d'avoir le courage de se poser les bonnes questions, même si celles-ci sont dérangeantes et ne doivent pas nécessairement être débattues sur la place publique. On aimerait avoir la certitude que nos politiques ont véritablement conscience de l'enjeu actuel, faute de quoi il est probable qu'après 2008, nous ayons, comme suite à 1929, une réplique beaucoup plus forte dans les prochaines années !

Si au niveau mondial, la globalisation a eu, et continuera d'avoir, des effets très positifs sur les pays émergents et sur le niveau de vie moyen des pays "riches", il me paraît probable que des dommages collatéraux continueront de se manifester : émergence de pauvres dans les pays les plus riches avec un risque de paupérisation de la classe moyenne inférieure et des difficultés structurelles des pays faibles de la zone euro. La crise Grecque actuelle et, d'une manière générale, les difficultés rencontrées par les pays faibles de la zone euro illustrent bien la situation actuelle : après avoir bénéficié de la création de l'Union Européenne (exportations facilitées intra-zone et financements faciles), ces pays souffrent maintenant de la compétition mondiale et n'ont plus la possibilité de jouer sur le niveau de leur taux de change pour restaurer leur compétitivité. Si nos industriels se plaignent de la concurrence chinoise ou indienne, on peut imaginer ce qu'il en est d'un industriel grec ou portugais. C'est précisément l'enjeu de la prochaine décennie que de trouver un

nouvel équilibre et, à ce titre, les décisions qui seront prises dans les prochaines semaines sur la dette Grecque nous donneront des indications sur la capacité des Etats à relever ce nouveau défi.

La démographie continuera de jouer son rôle fondamental et c'est elle qui fera évoluer la demande : elle fut au bénéfice des pays "développés" au 20^e siècle et plus particulièrement depuis l'après-guerre. Elle est désormais en faveur des pays émergents depuis 20 ans et le sera encore durant les 20 prochaines années, 1 milliard d'habitants atteignant progressivement le niveau de vie des Européens. Les niveaux de vie continueront de s'équilibrer et le monde deviendra véritablement multipolaire. Les bénéficiaires de ces évolutions seront très nombreux, mais les inégalités intra-pays risquent d'augmenter. Certaines catégories sociales des pays riches vieillissants, grâce aux gains de productivité mondiaux, continueront d'avoir un niveau de vie élevé en dépit d'une population active proportionnellement de moins en moins nombreuse. A l'évidence, en bénéficieront également tous les acteurs mondiaux qui accompagneront ces tendances séculaires : fabricants d'infrastructures et de technologies de pointe, investisseurs dans les crédits écologiques et les matières premières, etc. Si l'on peut être optimiste à un horizon de 10 ans, dans la mesure où les mécanismes de la demande émanant des pays émergents sont puissants et sains, les ajustements dans les pays développés seront d'autant plus difficiles qu'ils ont été retardés au prix d'une dette qui ne pourra être remboursée sans ajustement massif de la valeur des monnaies historiquement fortes (dollar, euro, yen) et probablement du niveau de vie des catégories sociales moyennes.

Dans un tel contexte, l'allocation d'actifs privilégiera les pays émergents, les actifs réels (y compris matières premières), les devises émergentes et l'or au détriment des devises "fortes", ainsi que les secteurs économiques bénéficiant de ces bouleversements. Les actifs de taux, quant à eux, risquent fort d'entrer dans des périodes turbulentes où le risque de défaut sera de plus en plus difficile à valoriser, tout comme celui de l'inflation.

Les informations contenues dans ce document ne sauraient constituer un conseil en investissement, une proposition d'investissement ou une incitation quelconque à opérer sur les marchés financiers. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de leur auteur à la date de publication et sont susceptibles d'évoluer ultérieurement. UFG-LFP ne saurait être tenu responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. La présente publication ne peut être reproduite, totalement ou partiellement, diffusée ou distribuée à des tiers, sans l'autorisation écrite préalable de UFG-LFP.