

# Fausse reprise et fausses réformes

Posté le : 16 juin 2009 13:56 | Posté par : Blog du cercle des économistes e-toile

Catégorie: Actualité chaude, Attitudes, Crise mondiale

Une fois de plus on a vu une « reprise psychologique », totalement virtuelle, emporter la presse internationale et les institutions politiques alors qu'absolument rien ne le justifiait.

Comme nous l'avons prévu et écrit depuis 2006, la crise est plus dure que celle de 1993 qui fut pourtant la plus sévère depuis la guerre. Beaucoup plus dure. Tous les records sont battus sur tous les fronts. Pas un jour sans qu'on nous annonce un désastre « jamais vu depuis les années 30 ». L'exercice qui consiste en permanence à rectifier les statistiques du passé à la baisse et les perspectives du futur à la hausse est certes bien intentionné mais peu représentatif de ce qui se passe sur le terrain.

Le rebond de la bourse doit être analysé avec un minimum de prudence. Comme d'habitude la réaction à la baisse a été plus loin que nécessaire. Et il y a eu une réaction normale. Mais qu'elle est minime ! Si on ramène les cours du CAC en unité monétaire réelle (en déflatant l'inflation), on s'aperçoit qu'on est proche des plus bas historiques depuis la guerre de 40. Les hausses nominales en unité monétaire courante masquent la réalité. On sait que l'Euro est désormais à parité de valeur avec le Franc du milieu des années 60. C'est-à-dire que la monnaie a été à peu près divisée par 6 ou 7 depuis cette période. Un indice de 3200 actuel correspond donc à moins de 500 en valeur constante. Laissons aux statisticiens le soin de faire les calculs précis. Mais cette approximation suffit pour constater que les cours actuels sont infimes. Il était normal que l'on rebondisse de 2500 à plus de 3000. La hausse est due principalement à la revalorisation des titres qui avaient été massacrés. En revanche les cours des blue chips ont eu tendance à s'effriter malgré le rebond. En un mot : les spéculateurs ont joué les valeurs spéculatives ; les épargnants ont quitté la bourse et n'y sont pas revenus, boudant même les belles valeurs qui après avoir mieux résisté s'enfoncent à leur tour. Tout ceci ne correspond à aucune anticipation de fin de récession.

De même les rebonds plus ou moins saugrenus que l'on constate sur les marchés de matières premières n'ont pas à être pris comme des signes absolus que tout repart. La spéculation est toujours là alors que les courbes de consommation sont au plus bas. La Chine qui craint comme la peste un effondrement du Dollar a converti une partie de ses réserves de devises en stocks réels. Ce faisant elle a induit une restriction du crédit aux Etats unis (où ses dépôts étaient placés) et alimenté une hausse des cours totalement disjointe des consommations. L'effet ne peut être que temporaire. Sur aucun marché on ne constate de reprise marquée. Au contraire tous les marchés sont maintenant confrontés à des baisses sensibles qui forcent les intervenants à des restructurations massives. La Chine qui prétend avoir une croissance « meilleure que prévue » a vu ses exportations chuter de près de 27% en mai...

Au total, la récession globale dans le monde sera de 3% (en PIB) en 2009 selon la BIRD, alors qu'on prévoyait il y a encore quelques semaines une baisse historique (ce n'était jamais arrivé depuis la guerre de 40) mais de moins de 2%.

En France, compte tenu de l'énormité du secteur non concurrentiel et du nombre très important d'inactifs (la plupart des jeunes jusqu'à 25 ans, la plupart des vieux après 55 ans), et de personnes vivant de subventions publiques, l'impression domine que finalement la crise n'existe pas et qu'elle touche uniquement quelques secteurs. La réalité est très différente. Tous les secteurs sont touchés.

La seule question c'est de savoir si la récession vécue est de 10%, de 30% ou de 50%, voire plus. Sur notre indicateur relatif à l'industrie mécanique (2500 entreprises) nous constatons que les commandes sont en baisse de plus de 30% pour plus de ...60% du panel. C'est une bérézina jamais constatée depuis le lancement de notre indicateur. Le tourisme souffre de la même façon, comme le transport des personnes et des marchandises, comme le commerce des boutiques, comme les prestations de conseil aux entreprises et de service à la personne. Même dans les activités subventionnées par l'Etat, les régressions sont importantes. Des spécialistes médicaux qui voyaient leur agenda pleins des semaines à l'avance ont des trous dans leur planning de la semaine en cours. Les dentistes s'occupent des soins et de moins en moins des appareillages et des reconstructions. Les coiffeurs vivent leur dixième mois d'activité ralentie. Les bistrotts marchent au pas (entre 10 et 30% de baisse de chiffre d'affaire). Les agences immobilières disparaissent par dizaines tous les mois. On voit bien avec Marionnaud que les grandes chaînes de boutiques qui fonctionnaient très bien n'y arrivent plus. Lorsque les statistiques seront connues dans quelques mois, on verra que le second trimestre 2009 aura été très mauvais. On ne voit pas pourquoi cela devrait changer au troisième.

Toutes les recettes fiscales et parafiscales qui sont liées à l'activité sont en berne. Et à chaque fois qu'on en cite une elle l'est dans des proportions bien pires que prévues. La TVA, l'ISF, les impositions sur les BIC, rien ne rentre. Les recettes sociales régressent ouvrant des abîmes dans les comptes sociaux. Entre l'Etat et les collectivités territoriale d'un côté, et les organismes sociaux de l'autre ont et en train de creuser un déficit annuel supérieur à 100 milliards d'Euros en 2009.

Pendant que la récession se déploie dans toute sa tragique splendeur, les réformes sont quasiment inexistantes.

Aux Etats Unis des textes commencent à sortir pour interdire ou rendre moins préoccupants les CDO. Il aura fallu deux années pour arriver à ce seul résultat. Alors qu'aucune banque, échaudée par l'expérience, ne pratique plus l'exercice et ne veut acheter de tels « véhicules ». La législation ne fait que confirmer ce qui existe déjà. Effet sur la reprise ? Zéro. Désormais on voit de nombreuses places financières mises en cause par le G.20 de Londres se précipiter pour sortir des listes noires ou grises de paradis fiscaux. Un peu de moralité dans les relations internationales ne font pas de mal. Mais le rapport avec la récession est nul et l'impact sur la reprise inexistant. Des débats concernent la régulation en Europe des hedge funds. Soit. Mais les hedge funds n'étaient pas à l'origine de la crise et leur encadrement n'aura aucun effet sur la reprise.

En revanche rien n'a été fait pour restructurer la banque. Au contraire : on a sauvé des molochs « too big to fail » qui savent que désormais ils seront toujours sauvés et que dégagés de la tutelle de l'Etat ils pourront à nouveau sévir sans entraves. Actuellement ils sont arcbutés sur la tâche inouïe de restaurer leurs marges à tout prix (pour le consommateur) pour sortir du collimateur. Ces banques jouent donc contre l'intérêt général en toute impunité. Un prix Nobel, certes souvent contestable et contesté, Stiglitz, vient de rappeler que les trop grosses concentrations dans la banque assurance ne garantissent qu'une seule chose : le retour des mauvaises pratiques. Il est amusant que les fonds obligataires que les grosses banques promeuvent actuellement comportent une grosse part de CDS : une fois de plus le risque est réparti entre assureur et banque. Il ne porte plus sur les crédits subprimes mais sur les obligations d'entreprises dont l'avenir est incertain. Où est le changement de pratiques et de mentalité ?

Une des démarches préférées des politiques est de toucher exclusivement au thermomètre et pas aux sources de difficultés. La discussion sur le changement d'indicateur de croissance est de cette nature. Il n'a strictement aucun sens dans la période actuelle. La révision des normes comptables est un exercice du même genre. La crise des subprimes en juillet 2007 ayant rendu impossible la cotation des CDO ceux-ci ne relevaient plus d'une estimation par les marchés. La norme en cours permettait donc de passer outre sans entrer dans la « pro cyclicité ». Ce qui explique que les réformes patinent joyeusement : aucun système comptable ne permet de masquer durablement une

crise !

L'important c'est d'abord d'éviter la crise.

On progresse vers la prévention de l'éclatement des bulles. L'étude de L. Alessi et C. Dektent, publiée dans le bulletin n° 8 de la BCE, prouve cette chose absolument neuve et incroyable : la hausse de la liquidité globale annonce qu'une bulle va éclater dans les 6 trimestres suivants. Mais elle ne dit rien sur les causes de la hausse de la dite liquidité. Lorsqu'en 1992, le lecteur impavide pouvait constater que les encours à l'immobilier d'entreprise avait été multipliés par 7 par rapport aux encours moyens des années précédentes, il ne fallait pas être grand clerc pour savoir que cela allait craquer et sévèrement dans les deux ans. On s'amuse avec des évidences en faisant croire qu'on a enfin compris.

Lorsqu'une bulle apparaît il est déjà trop tard pour agir efficacement. C'est en amont qu'il faut être attentif en éliminant les facteurs de gonflement irrationnel. Nous connaissons aujourd'hui à travers le monde une bulle obligataire : qui bronche ? Personne. Quand un indicateur montre le haut, tout le monde se réjouit. En France nous connaissons une bulle aberrante des investissements dans les PME du fait de la nouvelle loi sur l'ISF. Qui se plaint ? Il est plus que probable qu'il y aura à terme une correction sauvage sur les obligations (comme il y en a eu une après 74 sur les junk bonds) et sur les PME (d'ici deux ans, combien restera-t-il des PME surcapitalisées actuellement ?).

En France tout ne finit pas avec des chansons, mais avec des ...impôts. D'ores et déjà l'escroquerie du RSA apparaît dans toute sa splendeur. Bien sûr il ne permettra à aucun Rmiste de retrouver durablement un travail mais déjà les sommes prévues pour faire fonctionner le système sont insuffisantes. L'impôt de 1.1% sur le revenu de l'épargne ne suffira jamais pour financer cet immense bazar qui met à genoux toutes les institutions chargées de la pauvreté et du chômage. On parle déjà de l'augmenter massivement. On suit le même schéma que pour la CSG et le RMI il y a 20 ans. Les élections européennes ont été l'occasion de renouveler les paroles d'une chanson insistante : il faut des ressources propres pour l'Europe et vive l'impôt européen. La mode écologique conduit comme en septembre 2008 à une reprise des hostilités sur la taxe dite carbone. Avec la plus belle hypocrisie on annonce qu'elle serait créée à identité de pression fiscale ! De même avec l'anniversaire de la taxe Chirac sur les billets d'avion, on reparle d'une extension massive du système. Il est vrai que la récession dans le domaine des transports aériens prive de ressources quelques prébendiers évidemment bien intentionnés. Tous semblent oublier qu'en France, les prélèvements correspondent pratiquement au niveau de la valeur ajoutée des entreprises. La richesse produite est donc déjà quasiment préemptée par les besoins publics. En pleine récession, où ira-t-on chercher les ressources nouvelles ? A l'étranger ? La hausse des impôts ne pourra être financée que par la vente du capital privé ou national. Comme solution durable, on pourrait imaginer mieux !

Partout, faute d'avoir trouvé la reprise au second trimestre 2009, on la projette sur 2010. Le monde retrouverait la croissance en 2010 ! Faible, cette croissance, mais réelle. La méthode pour obtenir ce résultat mirifique est d'estimer la demande globale compte tenu des dépenses publiques envisagées et d'en tirer une valeur prévisionnelle du PIB. En l'absence de toute preuve que l'économie a touché le fond et qu'elle remonte après avoir talonné, ces estimations n'ont strictement aucune valeur. Il est vrai qu'il est pratiquement impossible de faire de prévisions solides immédiatement après un collapsus aussi important que celui que nous connaissons. Il faudrait pour cela non pas connaître les estimations de dépenses mais les chemins nouveaux de la croissance. Or personne ne voit à l'heure actuelle les ruisseaux qui feront les grandes rivières de la reprise.

Pour la France, on sait que la reprise suit en général celle des Etats-Unis avec un à deux ans de retard. En imaginant que celle-ci ait lieu à l'automne là bas, l'activité française ne reprendrait qu'en 2011 au mieux. 2010 va donc être plutôt dure et même tragique pour de nombreuses entreprises.

Tous les grands groupes français l'ont anticipé en récupérant au plus vite du cash soit par l'émission d'obligations soit en faisant des augmentations de capital à prix cassés. Toutes celles qui auront à se refinancer en urgence en 2010 seront au plus mal. Le budget en cours de préparation l'est sur une base de croissance faible mais croissance tout de même pour 2010. C'est de la fumisterie. Ou de la poésie politique, comme on voudra.

Quand on ne sait rien il est politiquement correct de prévoir une reprise et de la décider presque nulle. Si cela va mieux personne ne viendra crier au Charron et si cela va plus mal, on sera bien triste mais cela n'ira pas plus loin. En attendant on va bâtir un budget psychédélique sur une hypothèse de croissance qui limitera en apparence le déficit prévisionnel.

Reste la grande question de la déflation : sommes-nous ou non en déflation ? Il est vrai que pour la première fois depuis la guerre les prix ont baissé.

Inflation et déflation sont des termes connotés qui n'ont pas de sens fixé, ce qui rend leur emploi potentiellement dangereux pour une bonne compréhension des faits. La déflation est une réduction, en général voulue, de la masse monétaire, plus rapide que la baisse de la production, entraînant généralement une baisse générale des prix des actifs et des produits de consommation. L'inflation est son contraire : une hausse rapide des moyens monétaires, plus rapides que la hausse de la production, aboutissant généralement à une hausse générale du prix des actifs et des biens de consommation.

Dans le système de l'étalon or, les sorties d'or provoquaient à due concurrence une réduction du crédit et de la monnaie qui à son tour pesait sur les prix et permettait un rééquilibre des balances extérieures. La déflation était donc incorporée dans le système. Dans les années trente, après la dévaluation anglaise, les Français qui avaient eu longtemps un bénéfice de change, se retrouvèrent avec des prix trop élevés par rapport aux prix mondiaux. Ils tentèrent une déflation administrative, le système monétaire international n'étant déjà plus un système d'étalon or. Elle fonctionna partiellement mais se heurta à des contraintes politiques et électorales qui aboutirent au n'importe quoi généralisé.

Une politique de déflation est donc une politique menée afin de retrouver un niveau compétitif sur le front des changes, après que la compétitivité ait été détruite pour une raison ou une autre. En régime de changes flottants l'effondrement du change d'une devise peut avoir pour conséquence une hausse très forte des taux d'intérêt pour freiner le mouvement. Cela n'a rien à voir avec une politique déflationniste même si la hausse des taux d'intérêt est déflationniste par nature. Elle ne vise pas à rétablir la balance commerciale mais à contrer des mouvements de panique sur les mouvements de capitaux à court terme.

La déflation ne peut avoir dans le système actuel que deux sources

- la destruction de monnaie de crédit par les banques. Il est vrai que depuis l'été 2007 on se trouve dans ce schéma. Mais elle a été pratiquement intégralement compensée par l'émission de monnaie banque centrale.

- le redressement rapide et autoritaire des déficits de balance de paiement ou la ruine des pays créanciers (qui aboutit à détruire de la créance et de la dette mobilisable). Ce mouvement a eu lieu mais pas à une échelle astronomique qui expliquerait un cycle déflationniste.

Nous vivons des pressions déflationnistes mais nulle part des politiques de déflation sont menées.

A l'inverse la crainte d'une hyperinflation à court terme est vaine. La création monétaire des banques centrales peinent à compenser les destructions de monnaie par les banques.

La pression sur les prix est donc le fait de la récession plus que de manipulations monétaires et

dépend sur certains marchés sensibles comme celui du pétrole et des produits d'exportation purement et simplement de la spéculation en environnement de changes flottants.

Nous avons vécu une période de prix à la consommation contenus du fait de l'ouverture de la Chine et de sa politique d'accumulation d'excédents permis par un système conjoint de déficits abyssaux aux Etats unis et d'excédents fabuleux en Chine n, en même temps qu'une création monétaire débridée se concentrait sur les marchés de biens. Nous vivons des poussées spéculatives sur certains prix, dans une ambiance globale dépressive du fait que le désendettement global est en cours. Avec des situations nationales contrastées en fonction des cahots du système des changes. Donc il n'y a pas de véritable déflation, seulement une déprime des anticipations.

Rien n'est venu remplacer le circuit crédit de consommation à l'ouest, investissement au centre, production à l'est. Le système d'échange mondial reste désorienté et ne sait pas dans quelle direction reprendre. L'épargne mondiale est abondante mais gelée. La fragilité et l'instabilité est de règle partout. Aucune réforme réelle de quoi que ce soit n'a eu lieu.

Tout le monde attend le Godot de la croissance, en laissant les banques centrales créer de la liquidité à tour de bras et en laissant filer les déficits publics.

Si rien ne se passe, comme c'est le cas en ce moment, alors il y aura deux possibilités :

- Le temps des grandes bêtises comme on l'a vu trois ans après 1929. L'impatience des peuples se manifeste en général après deux-trois ans de crise ouverte. 2011 sera une année dangereuse.

- Le temps des grandes réformes et notamment la remise en place d'un système coordonné de croissance mondiale autour d'un système équitable de changes fixes.

Quelques indices montrent que cela frémit un peu dans ce dernier sens.

Cela méritera une étude spéciale.

Didier Dufau pour le Cercle des Economistes E-toile