

Les ruines du futur : ce passé qui vaut plus cher que l'avenir

Olivier Passet le 07/12/2020

L'histoire des taux d'intérêt depuis 30 ans, c'est celle d'un long affaissement au fil des cycles et des crises successives qui ont ébranlé les économies développées. Un affaissement des taux sur toutes les échéances qui conduit à un écrasement structurel de la courbe des taux. Or dans la vision classique, les taux sont l'expression de notre relation au temps. La baisse des taux est le résultat d'un surcroît d'épargne sur l'investissement. Elle résulte d'une faible appétence des ménages pour le présent. Ces derniers ne sont pas dominés par l'impatience du plaisir de consommation immédiate. Ce que l'on dénomme souvent par « préférence pour le futur », avec l'idée d'une consommation différée. Les entreprises de leur côté, dans un contexte de faible consommation investissent peu, mais sont en quête de hauts rendements. Elles deviennent de plus en plus sélectives et jouent la croissance intensive, autrement dit la recherche de la profitabilité, plutôt que la croissance extensive, par expansion de leurs capacités. Ce pourrait être le paradigme d'une société vieillissante. Les ménages consomment peu, et cherchent à adosser leur revenu futur sur la rente produite par un capital sélectionné avec soin. Pourtant, cette idée de préférence pour le futur, qui sous-tend le faible niveau des taux d'intérêt est trompeuse. Elle nous fourvoie par rapport à la réalité de notre relation au temps. Elle suggère une projection sur l'avenir qui est précisément absente du monde contemporain. Elle entre de surcroît en totale contradiction avec l'explosion des taux d'endettement public et privés que l'on observe depuis plusieurs décennies, qui alimente les dépenses courantes, et l'inflation des prix d'actifs, plus que l'investissement. Autrement dit, nos comportements de fourmis, entre des ménages qui préfèrent épargner et des entreprises de plus en plus sélectives sur leurs choix d'investissement, produirait paradoxalement des économies cigales, qui se consomment dans la dette et qui utilisent avec frénésie tous les artifices monétaires, pour maintenir à flot les dépenses courantes et la valeur des actifs. Tout cela n'a rien à voir avec une économie tournée vers l'avenir. Car une telle économie met au contraire en tension le marché des capitaux et donc les taux d'intérêt. Dans une économie confiante dans sa prospérité future, les ménages dépensent sans prudence excessive. L'acte d'épargne sera conditionné par un juste niveau de rémunération de cette dernière. Et les entreprises, confiantes dans le rendement futur de leurs investissements, dans les opportunités liées au progrès technique et dans l'expansion de leurs débouchés seront prêtes à s'endetter à taux positifs. Dans ce monde, tourné vers le futur, l'économie est traversée d'anticipations positives sur la croissance et l'inflation, dont les taux d'intérêt portent la marque. Et, in fine, ce n'est pas une préférence pour le futur que reflètent les taux zéro et même négatifs sur les échéances longues, mais tout au contraire une préférence pour le passé disons plutôt un repli sur le passé. Il suffit de décrypter les arbitrages des acteurs privés et publics aujourd'hui pour en prendre toute la mesure. Derrière la formidable explosion de l'endettement qu'y a-t'il ? Des entreprises, notamment les plus grandes qui débordent de cash. Et qui plutôt que de mobiliser cette liquidité sur des investissements nouveaux et une extension de leurs capacités en pariant sur l'avenir 1/ rachètent leurs actions anciennes sur le marché de l'occasion pour doper à court terme la valeur actionnariale de leur entreprise. 2/ jouent sur le levier d'endettement pour acquérir les concurrents ou les nouveaux entrants de leur secteur. Ce faisant l'endettement alimente le jeu de la concentration, renforce le pouvoir de marché et de réseau des acteurs déjà existants. Dans un monde de taux zéro et sur des marchés en attrition, il est beaucoup plus rentable financièrement d'opérer la cueillette des capacités et des compétences déjà installées, de tirer profit des synergies potentielles, de renforcer sa rente d'oligopole, que de prendre le risque de financer d'une croissance organique. Un mouvement de concentration qui a pour arrière-plan le développement des fusions-acquisitions avec des conditions favorables de financement. L'endettement alimente in fine un jeu d'enchère sur le capital existant, mobilier et immobilier dans la grande salle des ventes du capital d'occasion. Du côté des États, la hausse phénoménale de l'endettement public depuis 15 ans est toute entière dédiée au maintien à flot des débouchés courants, au renflouement des secteurs en perdition, et donc à la sauvegarde, que qu'en soit le prix des capacités existantes. Ce sera l'occasion manquée du début du 21ème siècle. Les États auront mobilisé 40 points de PIB d'endettement supplémentaire pour maintenir en état de survie artificielle l'économie du passé, loupant l'occasion de mettre sur les rails, à taux zéro, la transition écologique. Et face à cela, ce n'est pas l'abondance de l'épargne des ménages qui a permis de boucler cette fuite en avant dans la dette. Il a fallu l'irruption des banques centrales en acquéreuses en dernier ressort, de titres gagés sur le passé. Et ce que l'on retrouve du côté des ménages, comme trace des tombereaux de liquidité déversés par les banques centrales, c'est de l'épargne liquide, c'est de l'immobilier... Une composition de l'épargne, qui ressemble plus à une défiance qu'à une préférence pour le futur.

l'immobilier... Une composition de l'épargne, qui ressemble plus à une défiance qu'à une préférence pour le futur.