

Lettre n°29

Vers une mutation du capitalisme : la fin du néolibéralisme ?

« *Tout le monde veut vivre aux dépens de l'Etat et on oublie que l'Etat vit aux dépens de tout le monde.* » Frédéric Bastiat

- Jamais depuis 1945, le ratio dépenses publiques/PIB dans le monde n'a été si élevé et on semble avoir oublié cette tautologie énoncée par **Frédéric Bastiat**, économiste libéral français de la première moitié du XIX. Depuis le début de la crise de la Covid, \$13800 milliards, un montant plus de 4 fois supérieur à celui mis à disposition par les Etats en 2008, ont été dépensés par les Etats pour venir en aide aux ménages, aux entreprises et aux collectivités.
- Cette crise est l'occasion, l'opportunité, le moment à saisir pour réapprécier le rôle des Etats. Le plan Obama de \$800 milliards avait été critiqué, le premier plan de Trump, pourtant bien plus important, \$2000 milliards, a été aisément approuvé et le plan Biden, dont on ne peut ignorer la dimension sociale, la filiation avec Franklin Roosevelt, est plébiscité par 70% des américains car il majore les revenus des plus démunis, vise à réduire les inégalités et sera suivi d'un plan d'infrastructures, porté par une ambition écologique revue à la hausse.
- L'amélioration de l'environnement, la réflexion sur la place de l'homme dans l'entreprise se sont imposées aux citoyens, aux Etats et aux entreprises et bousculent certains principes du néolibéralisme. La pollution, la dette publique et privée, la précarité, chaque jour on mesure le fardeau transmis aux générations futures et le mot de **Saint Exupéry dans Terre des hommes** « *Nous n'héritons pas de la terre de nos parents, nous l'empruntons à nos enfants* » guide la réflexion.
- Aux yeux de ses détracteurs, le néolibéralisme mis en œuvre par Ronald Reagan et Margaret Thatcher laisse apparaître ses démerites : une aggravation des inégalités, un excès d'endettement des ménages, une stagnation des revenus et des bulles financières. Les critiques fusent et les Etats infléchissent leurs politiques mais certains de ces méfaits, aggravation des inégalités et de l'endettement, sont aussi visibles en Chine.
- Alors doit-on blâmer, anathématiser, rejeter le néolibéralisme ou chercher à l'amender, le dulcifier, le régénérer ? L'Etat est sollicité, mais est-il armé pour optimiser l'investissement ? Pour répondre à ces questions, on examinera les dérives du néolibéralisme puis ses inflexions.

1. **Trois dérives du néolibéralisme :**

- La dérive des inégalités : plusieurs causes s'interpénètrent.

Cela surprendra certains mais les taux d'intérêt faibles, voire négatifs, résultant des injections de liquidités et de l'excédent d'épargne (« saving glut ») sont un des germes de la dérive des inégalités. A cela, trois raisons : un encouragement à substituer du capital au travail, donc une baisse de la part des salaires dans la valeur ajoutée des entreprises au profit du capital ; un effet d'éviction de l'obligataire vers les marchés actions, une des causes de la forte performance des bourses depuis 2009, un avantage pour les plus aisés car, aux Etats-Unis, 1% détiennent près de 52% des actions quand 50% n'en possèdent que 0.7%. Troisième incidence des taux zéro, une pénalisation des systèmes de retraite.

La stagnation des salaires, spécialement des personnes peu qualifiées, dans le monde occidental depuis une trentaine d'années est un autre facteur de cette dérive des inégalités car l'augmentation du salaire

réel a été inférieure à celle de la productivité. Dernière explication, la concurrence des pays émergents à bas salaires sur les emplois peu qualifiés.

Pour compenser la stagnation des revenus, le premier palliatif, jusqu'en 2008, fut de faciliter l'endettement des ménages mais, de 60% du PIB américain en 1998, il a rapidement atteint 80% en 2009. La crise des « subprimes » en 2008 et les faillites ont mis un terme à cette option et, depuis lors, on a constaté une diminution du ratio d'endettement des ménages à 70% du PIB en 2019.

Le second palliatif à cette dérive de l'endettement privé entre 2008 et 2019, a été de recourir à la dette publique pour financer en partie les transferts aux ménages et, en 2020, on a même assisté à une politique d'« helicopter money », c'est-à-dire l'envoi par Trump puis Biden de chèques aux ménages et le versement d'allocations chômage supplémentaires. Bilan, en dépit de l'arrêt de l'économie, de l'explosion du chômage, les revenus n'ont pas baissé et l'épargne a atteint des niveaux insoupçonnables. Il y a là un virage social. Mais est-ce suffisant ou adapté ? **Angus Deaton**, prix Nobel d'économie, dans son récent livre « *Morts de désespoir, l'avenir du capitalisme* » parle, à propos des Etats-Unis, des 165 000 morts en 2019 de suicides, d'alcoolisme, d'overdose, essentiellement des blancs, des ouvriers peu qualifiés, confrontés depuis des décennies à une diminution de leurs salaires.

- La désindustrialisation :

La valeur ajoutée manufacturière en pourcentage du PIB ne représente plus que 10% en France, 8,5% au Royaume-Uni, 11,5% aux États-Unis, 19% en Allemagne et un peu plus de 14% en Italie. La diminution du poids de l'industrie dans le PIB est un phénomène assez général mais plus accentué aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et en France qu'en Suisse ou en Allemagne. Pour les trois quarts, le recul de l'emploi industriel s'explique par le progrès technique et les gains de productivité. Les délocalisations ne constituent qu'une cause marginale des pertes d'emplois. L'erreur stratégique, commise dans les années 90, fut de considérer comme vil, le maintien en Europe des usines et comme noble le développement des centres de recherche.

Réindustrialiser l'Europe ou les Etats-Unis, le Japon ou la Corée ne va pas tant passer par le rapatriement d'activités à faible valeur ajoutée que par l'accent sur des activités requérant une qualification élevée. On ne va pas fermer une usine en Chine pour la rapatrier en Italie ou aux Etats-Unis mais pour l'ouvrir au Vietnam ou au Bangladesh, dans des pays à coûts de production inférieurs. Il ne s'agit pas de faire revenir une chaîne de montage automobile délocalisée au Maroc mais, par exemple, de développer la voiture électrique car elle représente une part croissante des immatriculations, 3% en 2019, 10% en 2020. « L'Europe des batteries » lancée il y a trois ans à l'initiative de l'Allemagne, de la France et de quelques autres permettra la production dès 2025 de 7 millions de batteries et s'accompagne de la création d'emplois qualifiés. Le différentiel de coût du travail est moins sensible sur le coût global car la voiture électrique requiert moins d'heures d'assemblage. Dans d'autres secteurs, il faudra se focaliser sur le haut de gamme.

- La concentration des entreprises et la tendance à l'oligopole :

« *Si l'on élimine la concurrence, la qualité du produit se dégrade et le commerce, au lieu d'être un service, se transforme en exploitation du client* ». Ce mot d'**Adam Smith**, dans *La Richesse des Nations* en 1776, reste valable aujourd'hui. La concentration freine l'innovation et renchérit les services pour les consommateurs. Le pouvoir pris par les groupes de lobbying à Washington et la recherche inextinguible de rente constituent des dérives du capitalisme et biaisent l'économie de marché, aux Etats-Unis plus qu'ailleurs, dans des secteurs aussi divers que le numérique, les télécommunications, la santé, les banques.

Un exemple topique, le numérique car, en Chine, comme aux États-Unis et en Europe on observe désormais la même volonté d'encadrer les leaders du numérique. Pour **Zuboff** dans son grand livre « **L'âge du capitalisme de surveillance** », le capitalisme de surveillance constitue une menace pour la société et pour le capitalisme. Aux États-Unis, le Congrès, toutes tendances confondues, envisage d'amender la loi antitrust avec quatre objectifs : éviter l'utilisation par les GAFAM de leurs plateformes dans un intérêt exclusif, freiner leurs acquisitions, ne pas léser les consommateurs et mieux protéger les travailleurs.

2. *Les inflexions :*

Entre le renoncement, temporaire (?), par l'Allemagne au pacte de stabilité, l'engagement par les États-Unis de \$4500 milliards pour lutter contre la crise, le plan européen de €750 milliards, une première dans l'histoire de l'Europe, le « quoiqu'il en coûte » d'Emmanuel Macron, le renforcement de l'intervention de l'État en Grande Bretagne, on ne compte plus les indices d'une implication accrue des États dans le fonctionnement des économies, idée a priori contraire au néolibéralisme. Rappelons les sources idéologiques du libéralisme et évaluons les manifestations de l'implication de l'État,

a) *Les sources idéologiques du libéralisme et les idées qui en découlent :*

« *Ce n'est pas de la bienveillance du boucher, des marchands de bière et du boulanger que nous attendons notre dîner, mais bien du soin qu'ils apportent à leurs intérêts. Nous ne nous adressons pas à leur humanité, mais à leur égoïsme ; et ce n'est jamais de nos besoins que nous leur parlons, c'est toujours de leur avantage* ». Ce mot d'**Adam Smith** dans son livre *La richesse des Nations* résume l'essence du libéralisme.

Mais, le libéralisme est traversé par de nombreux courants et indubitables sont les différences d'un Hayek avec Popper ou Isaiah Berlin. Pour **Hayek**, l'interventionnisme de l'État est nocif par essence mais **Karl Popper**, qui le fréquentait, défend une ligne plus progressiste, imprégnée d'une volonté de justice. L'État est un mal nécessaire pour faire reculer l'injustice et assurer la redistribution de la richesse. La liberté économique, selon lui, doit être complétée par une éducation publique de haut niveau, une forme d'État-Providence pour « *protéger l'économiquement faible de l'économiquement fort* », retraite, assurance-chômage, éducation gratuite pour créer une égalité d'opportunités car dit-il « *Le pouvoir économique peut être presque aussi dangereux que la violence physique* ». Et **Adam Smith** notait également que les travailleurs bien payés sont plus productifs et que leur prospérité garantit la paix sociale.

Concrètement, si on considère l'éducation comme une clé de compétitivité, si on veut assurer l'égalité des chances, grand principe du libéralisme, et si on ne veut pas que les jeunes renoncent à faire des études, les bourses d'études ne suffisent plus et on peut réfléchir à minimiser les frais de scolarité, voire comme au Danemark allouer un revenu mensuel, €750, aux étudiants. Dans la création d'emplois, l'État peut créer un environnement attractif, mais ce n'est pas l'État qui crée des emplois. L'État doit favoriser l'apprentissage, peut aider les salariés par la formation mais non les emplois car aujourd'hui les emplois à vie n'existent plus.

b) *Les six manifestations de l'implication accrue de l'État :*

A l'Ouest comme en Chine, en Europe comme aux États-Unis, le rôle de l'État est accru. L'État multiplie les priorités. Les récents problèmes d'approvisionnement du Texas en électricité ont renforcé la détermination des Démocrates à donner un rôle plus important au secteur public. Il en est de même en Grande Bretagne dans le transport ferroviaire. En Chine, la présence du parti communiste dans les entreprises privées est renforcée.

- 1^{ère} inflexion, le débat mondialisation-relocalisations :

La crise de la Covid a illustré quelques méfaits de la mondialisation. Les pénuries dans le secteur médical ont mis en exergue les effets délétères des économies budgétaires de ces dernières années, les limites d'une politique de stocks zéro et de « just in time », l'abandon de certaines filières industrielles, la dépendance envers la Chine pour des biens jugés essentiels. Des Etats-Unis à l'Europe, on assiste à une volonté de relocalisation. C'est le sens du « Buy American Act » et de l'augmentation des normes pour inciter à la relocalisation.

Les souverainistes applaudiront au « patriotisme économique », les libéraux s'inquiéteront d'un protectionnisme rampant. Rapatrier des activités, fermer ses frontières, ce serait se fermer des opportunités et rien ne garantit qu'un acteur local serait plus efficace qu'une usine éloignée dans le monde pour fournir rapidement des quantités importantes de vaccins, puisque tel est le débat de l'heure.

La mondialisation a pesé sur l'emploi peu qualifié dans les pays occidentaux mais amélioré le pouvoir d'achat grâce à des importations à bas prix. Un pays comme la France ne gagnerait pas nécessairement à un rapatriement d'activités depuis la Chine ou d'autres pays émergents car son déficit commercial résulte du commerce avec des pays européens comme l'Allemagne et, hors matières premières, il est assez faible, avec les pays émergents. En France, par exemple, en 2020, 40000 emplois ont été créés ou sauvés grâce aux investissements internationaux selon la direction du trésor et, en 2019, le flux des investissements français à l'extérieur était de €34 milliards, assez proche des €30 milliards de capitaux étrangers investis en France, selon les statistiques de la Banque de France. On ne voit pas en quoi un investisseur étranger serait plus dangereux pour un client local qu'un investisseur national. Dans cette thématique, la logique néolibérale doit continuer à prévaloir. Dans les tentatives de rachats d'entreprises locales par des mains étrangères, l'Etat ne doit pouvoir s'opposer qu'à une entreprise étrangère publique subventionnée par un Etat car le jeu concurrentiel pourrait être biaisé. On peut ainsi critiquer le refus de l'Etat, en France, de laisser le groupe canadien Couche Tard acquérir Carrefour.

- 2^{ème} inflexion, favoriser l'innovation et la réindustrialisation :

Accompagner l'innovation, relocaliser les secteurs industriels stratégiques, accroître à nouveau le poids de l'industrie dans le PIB, tels sont les leitmotiv des gouvernements occidentaux. Mais les Etats doivent mettre en rapport les avantages et les coûts d'une telle politique, avantages en termes de créations d'emplois, handicaps en termes de compétitivité. L'innovation comme Schumpeter l'a montré, est un facteur essentiel de croissance et, récemment, Aghion en a fait le cœur de son livre « Le pouvoir de la destruction créatrice ». Les crises peuvent être des opportunités et on se souvient de Microsoft, créée en 1975 pendant une crise, Uber et Airbnb en 2008-2009 pendant une autre crise.

De même, la crise provoquée par la Covid a accéléré la révolution numérique dans les entreprises, favorisé l'essor de certains groupes et généré un surcroît de productivité dans l'organisation de la production, dans la distribution, dans la production de masse et, grâce à la 3D, dans la réalisation de petites séries. Le digital, un des thèmes choisis dans notre stratégie d'investissement, est l'énergie du vingt-et-unième siècle.

- 3^{ème} inflexion, lutter contre les inégalités, renforcer l'éducation, assurer l'égalité des chances :

C'est la troisième manifestation de l'adaptation du libéralisme. Les chèques de \$1200 puis \$600 distribués par l'administration Trump et maintenant le chèque de \$1400 alloué par le gouvernement Biden apportent un pouvoir d'achat supplémentaire, notamment aux plus défavorisés. Biden s'inscrit dans la lignée de Franklin Roosevelt avec une connotation plus sociale du rôle de l'Etat. Des chèques ciblés constituent un progrès par rapport à une politique keynésienne classique.

Si Boris Johnson a, pour la première fois, pris aux travaillistes, les bastions ouvriers autour de Newcastle, c'est parce que son programme est très éloigné de celui de Thatcher.

La réflexion sur le revenu universel ou l'idée d'un revenu minimum pour les jeunes ne sont pas mûres mais elles cheminent. Sur le revenu universel, des expériences sont menées, en Finlande avec 2000 personnes gratifiées de 560€/mois et en Alaska avec plus de 600 000 personnes bénéficiaires d'un revenu de \$1000 à \$2000/an.

- 4^{ème} inflexion, renforcer l'efficacité de l'Etat Providence, réduire les inégalités et accroître les taxes :

Il ne s'agit plus de réduire l'Etat Providence mais de veiller à une plus grande efficacité. Cependant, si la revendication d'un accroissement de l'effort de soins est légitime, elle devra surmonter l'obstacle du financement ou alors, ce sera de nouvelles dettes.

La taxation des entreprises, en baisse ces dernières années, a sans doute atteint un plancher. Depuis le début des années 90, dans l'OCDE, le taux d'impôt sur les sociétés a baissé de 42% à 27%. Aujourd'hui, plusieurs pays envisagent une majoration. En Grande Bretagne, le ministre des finances prévoit une augmentation de 19 à 25% d'ici 2023, aux Etats-Unis, le programme de Biden envisage un accroissement de 21 à 28% du taux de l'impôt sur les sociétés. A cela, on peut ajouter, grâce à Biden, l'avancée du débat sur une taxation minimale des multinationales, GAFAM incluses, à un taux envisagé de 12%. Nonobstant, les besoins d'argent des Etats, la majoration, même temporaire, de l'impôt sur le revenu est écartée par beaucoup.

- 5^{ème} inflexion, réduire la dépendance des entreprises au court terme et faciliter la transition énergétique :

Beaucoup d'Etats, ces dernières années, s'inquiètent de la tendance à la moindre protection du travail. L'indemnisation du chômage partiel offerte par les Etats en 2020 a permis aux entreprises d'éviter des problèmes de trésorerie et de préserver l'emploi.

Les Etats s'impliquent dans la transition énergétique et, parfois sous la pression de l'opinion, parfois à l'initiative des gouvernements, ils adhèrent à des objectifs de réduction de l'empreinte carbone, s'emploient à les faire respecter par les entreprises et réfléchissent à la mise en œuvre d'une taxe.

L'enjeu est d'importance et il en va de la responsabilité envers les générations futures. Même Exxon, un temps dirigé par Rex Tillerson, un climato-sceptique, éphémère ministre de Trump, a décidé de suivre l'exemple des autres Majors et d'investir dans les énergies vertes. Les banques, HSBC dernière en date, sous la pression des actionnaires, doivent limiter les financements d'énergies fossiles et se dégager peu à peu du financement de la production d'électricité à partir du charbon.

En résumé, pour les entreprises, l'adhésion aux objectifs ESG pourrait se traduire soit par une diminution des marges, donc une fragilisation des valorisations boursières, soit par des hausses de prix destinées à absorber ces surcoûts donc un germe inflationniste. Il semble que les actionnaires activistes ne tolèrent pas un sacrifice de la marge aux objectifs climatiques, une sous-performance boursière et, c'est tout le sens, de l'action menée contre le président de Danone.

- 6^{ème} inflexion, gérer la dette avec les banques centrales :

De cette crise, on gardera plusieurs stigmates, notamment un endettement accru des Etats et des entreprises. Laisser les taux longs fluctuer au gré de l'offre et de la demande est un risque et pour le conjurer, les banques centrales pourraient, à l'instar de la Banque du Japon, être tentées de plafonner les taux longs mais cela serait malaisé car, à la différence du Japon, les taux d'inflation sont positifs. Là encore, le néolibéralisme subirait une entorse.

Conclusion :

- Fin du néolibéralisme ? Le terme est peut-être excessif mais on relève quatre glissements :

Premièrement, moins de mondialisation des chaînes de production, davantage de régionalisation avec des incitations fiscales ou politiques à des rapatriements. Les exemples se multiplient, depuis le Japon, prêt à subventionner des entreprises revenant de Chine jusqu'aux déclarations de Biden pour réactiver le « Buy American Act ».

Deuxième glissement, des Etats plus interventionnistes : sous l'angle conjoncturel, ils offrent des garanties aux entreprises. Sous l'angle structurel, on assiste à un retour en force de la politique industrielle, une accélération de la transition énergétique et une diffusion plus rapide du numérique. Sous l'angle fiscal, on retiendra à la fois, l'avancée de Biden pour permettre une plus juste taxation des GAFAM et des multinationales, et la décision de majorer le taux d'impôt sur les sociétés en Grande Bretagne, comme demain peut-être aux Etats-Unis. Sous l'angle sectoriel, l'idée est d'accroître le contrôle des Etats sur les GAFAM, de mieux les réguler, de surveiller leurs positions dominantes, de ne pas laisser des acteurs privés décider de l'application des règles de la démocratie.

Troisième glissement, au niveau monétaire, des banques centrales, certes indépendantes, mais qui ont dû mettre sous le boisseau la doxa monétariste, le primat de la lutte contre l'inflation, pour accroître l'efficacité des politiques économiques.

Quatrième glissement, au niveau de l'entreprise, l'objectif de rentabilité doit composer avec le respect de l'environnement, une meilleure prise en compte d'un équilibre entre le profit, l'humain et le sociétal, donc des investissements susceptibles de contrarier l'objectif de maximisation des bénéfices à court terme.

- Mais, attention aux excès d'intervention et à une méfiance induite envers le secteur privé. Comme le souligne avec justesse *Milanovic* dans son livre « *Le Capitalisme sans rival* », il n'existe pas d'alternative au capitalisme mondialisé. Le capitalisme continuera à jouer de la compétition et de l'accumulation. Qu'il s'agisse du capitalisme à l'américaine ou du capitalisme d'Etat chinois, les moteurs demeurent les mêmes, le profit et le maintien de la paix sociale, ce qui suppose la croissance.
- Le libéralisme est une doctrine flexible, à même de s'adapter à une réalité complexe et mouvante. Les Etats doivent s'impliquer davantage puisqu'après la pandémie, le coût économique, social et psychologique sera lourd pour les jeunes, la dette transmise aux générations futures est aggravée, la transition énergétique doit être accélérée car, on le sait grâce à l'OMS (Organisation mondiale de la santé), chaque année, 12 millions de personnes dans le monde meurent à cause de l'environnement. Comme l'écrivait le philosophe *Hans Jonas* dans *Le Principe responsabilité* : « *Agis de façon que les effets de ton action ne soient pas destructeurs pour la possibilité future d'une telle vie.* »

Genève, le 15 mars 2021

Bruno Desgardins



Bruno Desgardins
CIO
Switzerland

SingAlliance (Switzerland) SA
16bis rue de Lausanne
1201 Geneve
Switzerland
T: +41 22 518 85 85
E: info.switzerland@sing-alliance.com



SingAlliance Pte Ltd
20 McCallum Street
#18-01 Tokio Marine Centre
Singapore 069046
T: +65 6303 5050
E: info@sing-alliance.com

SingAlliance (Hong Kong) Ltd
1205, 12/F Bank of America Tower
12 Harcourt Road, Central
Hong Kong
T: +852 3611 7790
E: info.hongkong@sing-alliance.com

Ce document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Toute opinion contenue dans le contexte actuel peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.