

PATRIMONIA 2003

10^{ème} Convention Annuelle des Professionnels du Patrimoine

Où vont l'économie et la finance ? Faut-il inventer de nouvelles clefs d'analyse ?

Intervenants :

Edmond ALPHANDERY, Ancien Ministre, Président du Conseil de Surveillance de la CNP

Michel AGLIETTA, Professeur d'économie à l'Université Paris X Nanterre, Conseiller scientifique au Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales (CEPII)

Jacques MARSEILLE, Professeur d'histoire économique à l'Université Paris I – Sorbonne, Directeur de l'Institut d'Histoire Economique et Sociale

La conférence était animée par Michel GIRARDET, Directeur du Programme PATRIMONIA.

I. Introduction

Michel GIRARDET

Cette dixième édition de PATRIMONIA s'inscrit dans une tradition de réflexion prospective et d'interrogation sur les conditions d'exercice de votre métier. Dans ce cadre, cette première conférence pose la question de savoir où vont l'économie et la finance. Aussi iconoclaste qu'elle puisse paraître, elle n'en est pas moins pertinente au vu de l'évolution récente des marchés, dont peu d'analystes économiques ou financiers avaient anticipé l'écroulement, mais aussi au vu de l'évolution de l'économie réelle, avec les anticipations de croissance réalisées au début de l'année 2003 et sur la base desquelles des budgets ont été élaborés. Aujourd'hui, chacun s'interroge : la croissance observée aux Etats-Unis est-elle un feu de paille ? Est-elle, au contraire, répartie durablement ?

Sur le fond, ces questionnements posent un problème simple : les bases de la théorie économique sur laquelle toutes ces analyses sont élaborées sont-elles encore pertinentes pour appréhender le monde dans lequel nous vivons, l'économie et ses mutations – la mondialisation, la dématérialisation des échanges ?

Pour tenter d'y répondre, nous allons commencer par voir dans quelle mesure l'histoire peut nous fournir des enseignements sur ce que pourrait être l'avenir.

II. Quels enseignements tirer de l'histoire économique pour l'avenir ?

Jacques MARSEILLE

Si je devais faire une boutade, je dirais que l'historien est, par nature, un escroc, car il se borne à expliquer ce qui s'est passé, ce qui est beaucoup plus facile que d'expliquer l'avenir, qui est celui de notre présent. Par exemple, si l'on avait demandé aux Français vivant en juillet 1789 dans quel présent ils se trouvaient, ils auraient tous répondu : « nous sommes en crise ». Effectivement, le prix du pain avait doublé et le niveau du chômage était très élevé. Cette crise était si importante que le peuple a fini par se soulever, ce qui a débouché sur la prise de la Bastille. Pourtant, si l'on considère les courbes sur une longue durée, on pourrait se dire que les gens qui vivaient en juillet 1789 étaient à l'apogée d'un cycle de croissance exceptionnel, qui avait commencé dans les années 1730-1740, et que jamais le pouvoir d'achat et le niveau de vie n'avaient été aussi élevés qu'au XVIII^{ème} siècle. Les conjoncturistes, pour leur part, remarqueraient que, dans ce grand siècle de prospérité, un inter-cycle de plafonnement de cette prospérité s'est produit entre les années 1776 et 1789. En définitive, les gens qui vivaient en juillet 1789 avaient le sentiment d'être en crise, mais en fait, ils étaient dans une période de croissance au sein de laquelle une phase de ralentissement était intervenue.

Où sommes-nous aujourd'hui, dans quel présent ? Sommes-nous en crise, à la veille d'une reprise ? La croissance va-t-elle repartir ? Qu'est-ce que l'historien peut apporter sur cette importante question ? Il peut formuler plusieurs hypothèses.

1. La référence à 1929 est-elle justifiée ?

Nous venons de vivre une débâcle boursière de grande envergure. Lors de cet événement, d'aucuns ont immédiatement fait référence au krach boursier d'octobre 1929. S'agit-il d'une bonne référence pour comprendre notre présent ? En apparence, c'est le cas : la chute des indices boursiers entre septembre 2000 et février 2003 est de même ampleur que celles intervenues entre octobre 1929 et juin 1932. Si les événements se reproduisaient à l'identique aujourd'hui, le CAC 40 atteindrait son niveau plancher à 2 400 points, soit 900 points de moins qu'aujourd'hui. En termes de chute, la comparaison entre 2000-2003 et 1929-1932 est donc bonne.

Autre élément de comparaison : plus la reprise tarde, plus la confiance des investisseurs et des épargnants s'émousse. Si un indice boursier baisse de 80 %, il doit ensuite remonter de 400 % pour retrouver son niveau initial, ce qui demande un certain temps. Autant dire que tous ceux qui disent : « tant qu'on n'a pas vendu, on n'a pas perdu » courent à leur perte car, pour que les cours de Bourse augmentent de 400 %, il faut un certain temps. Il s'agit bien là d'un autre élément comparable entre la période actuelle et la crise de 1929, comme le prouve aujourd'hui le débat sur le déclin français.

En troisième lieu, comme en 1929, nous connaissons aujourd'hui une crise de légitimité du système capitaliste, en tant que facteur de progrès. La débâcle actuelle ne met-elle pas en cause l'idée selon laquelle le marché est un bon allocataire des ressources, un facteur de croissance et de progrès ? Ce climat de pessimisme est très fort dans notre pays. Nous pourrions donc assister à une montée du populisme et du poujadisme, comme dans les années 1930.

Cependant, je ne pense pas que la crise actuelle soit comparable à celle de 1929. En effet, tout d'abord, la baisse de la capitalisation boursière, en dépit de son importance, n'a pas fondamentalement affecté le niveau des revenus : grâce à la croissance de la seconde moitié du XXème siècle, nous sommes aujourd'hui beaucoup plus riches qu'en 1929. Dans les années 1930, la concentration des revenus sur une petite partie de la population faisait que toute débâcle boursière entraînait une baisse très forte de la consommation. Aujourd'hui, ce n'est plus le cas : l'enrichissement global de la société a permis aux épargnants de tenir face à la crise et de ne pas céder à l'effet de panique.

Deuxièmement, contrairement aux années 1930, nous connaissons aujourd'hui un maintien de la croissance, même si cette dernière est faible. Dans les années 1930, la chute du PIB était de l'ordre de 30 à 40 %. Je ne pense donc pas que nous soyons aujourd'hui dans une situation analogue à la crise de 1929. Mais ce n'est pas une bonne nouvelle pour autant, car je vais maintenant poser une question dont les implications pourraient être bien pires.

2. Ne sommes-nous pas entrés dans une phase de ralentissement durable de la croissance et des marchés boursiers ?

Le cycle haussier qu'a connu la Bourse de 1980 à 2000 a été exceptionnel. Il nous a fait penser, et vous a fait dire, en tant que gestionnaires d'actifs, que la Bourse était toujours gagnante à long terme. Rien n'est plus faux ! Prenons, d'une part, l'horizon d'un épargnant raisonnable, qui se dit : « je veux être gagnant à 10 ou 15 ans » et considérons, d'autre part, le contexte du XXème siècle, en prenant pour référence l'indice boursier américain ou français déflaté. Dans ces conditions, pour avoir une rentabilité significative sur quinze ans, il n'y a eu que trois ou quatre années d'entrée en Bourse possibles. Si vous êtes entré en Bourse en 1920 et sorti en 1929, vous êtes gagnant. Il en est de même pour une entrée en 1950 et une sortie en 1965, une entrée en 1980 ou 1990 et une sortie en 2000. Sur toutes les autres périodes, vous êtes perdant. L'espoir d'un gain en Bourse est donc très fragile.

Si vous êtes entré en Bourse en 1900, à la « Belle Epoque », et que vous n'avez pas touché à votre portefeuille, faisant confiance à votre conseiller en patrimoine, vous n'avez récupéré votre mise, en monnaie réelle, qu'en 1925 et vous n'avez rien gagné. Si vous êtes entré en Bourse en 1960, au milieu des « Trente Glorieuses », vous avez dû attendre 1980 pour retrouver votre mise initiale. Et si vous êtes entré en 2000, quand récupérerez-vous votre mise ?

La période 1980-2000 a été marquée par une conjonction de facteurs macroéconomiques exceptionnelle :

- une baisse des taux d'intérêt et de l'inflation historique, avec, en début de période, des obligations d'Etat à 15 %, tombées à 4,5 % en fin de période ;
- une croissance nominale du PIB de l'ordre de 5 % ;
- un rééquilibrage de la valeur ajoutée au profit du capital et au détriment du travail, contrairement à ce qui s'était produit au cours des trente années précédentes.

Cela explique le fameux mythe de 15 % de rendement des fonds propres, qui était devenu la norme au cours de cette période et qui apparaît aujourd'hui totalement hors de portée.

Ne rêvons pas : les bonnes surprises sont finies. La désinflation a atteint un niveau plancher, le rééquilibrage de la valeur ajoutée au profit du capital a atteint ses limites et quant à la croissance future du PIB, nous ignorons quel niveau elle atteindra. De mon point de vue, la période de hausse des années 1980-2000 a donc été exceptionnelle et ne se reproduira pas de sitôt.

3. Pouvons-nous croire aux trends séculaires ?

Je crois beaucoup aux tendances lourdes. Dans l'histoire, depuis que l'on observe le mouvement des prix, autrement dit depuis le X^{ème} ou XI^{ème} siècle, les périodes de croissance ont toujours été des périodes d'inflation. L'inflation, en règle générale, est une bonne nouvelle pour la croissance, car les débiteurs sont les éléments les plus dynamiques d'une société, au contraire des créanciers. L'inflation est également un excellent facteur d'ascension sociale. Si le XVIII^{ème} siècle a connu une si belle croissance, c'est grâce à l'inflation, qui a remis les compteurs à zéro après un siècle et demi de déflation à la sinistre époque de Louis XIV, au cours de laquelle le poids de la dette, pour les personnes concernées, était colossal. Au XVIII^{ème} siècle, les paysans ont parfaitement compris le mécanisme de l'inflation et se sont libérés de leurs dettes en deux ou trois ans, ce qui a constitué un extraordinaire facteur de stimulation de la croissance.

Sommes-nous prêts à revivre aujourd'hui une période d'inflation, dans un pays où le poids des personnes âgées de plus de 70 ans, autrement dit des créanciers sur l'Etat, va devenir plus important ? Je ne le pense pas. Si l'on conjugue les réflexions que je viens de faire sur l'évolution de la Bourse à long terme, avec ses phases de hausse et d'alternance, au poids du vieillissement démographique de nos sociétés industrialisées, je serais tenté de conclure sur une note fort pessimiste quant à l'avenir. Mais « au pessimisme, nul n'est tenu ». Si je suis encore en vie, je verrai dans une vingtaine d'années si je me suis trompé.

III. Faut-il inventer de nouvelles clefs d'analyse économique ?

Michel GIRARDET

Monsieur le Ministre, pensez-vous que nous sommes aujourd'hui à une croisée des chemins, à l'aube d'une nouvelle théorie économique qui jetterait les bases d'une nouvelle analyse économique ?

Edmond ALPHANDERY

Incontestablement, depuis le début de la révolution industrielle, au XVIII^{ème} siècle, la même question s'est posée chaque fois que nous avons traversé une crise majeure : faut-il inventer de nouvelles clefs d'analyse ? Cela a été vrai au XVIII^{ème} siècle, lorsque le capitalisme naissant a connu le problème social majeur de la naissance du prolétariat. Cela a également été vrai pendant l'entre-deux-guerres, où le keynésianisme est né de l'incapacité apparente de la théorie néo-classique, pourtant dominante, à expliquer les origines de la dépression économique et à proposer des solutions. L'œuvre maîtresse de Keynes, *La Théorie Générale*, est également, on l'oublie souvent, un pamphlet contre les thèses des économistes néo-classiques, au premier rang desquels Pigou.

Quant au monétarisme, il est apparu à la fin des années 1970 aux Etats-Unis sous la plume de Milton Friedman, face à la dérive inflationniste que la théorie keynésienne, devenue à son tour dominante, était dans l'incapacité d'expliquer.

Dans le contexte économique actuel, nous n'échappons pas à ce genre de questions. Nous assistons à une floraison de théories nouvelles, la dernière en date étant la *Prospect Theory*, selon laquelle les comportements des agents seraient conditionnés par ce qu'ils possèdent. En d'autres termes, si vous possédez une maison, vos décisions patrimoniales, à patrimoine identique, seraient différentes de celles que vous prendriez au cas où vous n'en possédiez pas. Cette constatation de bon sens paraît élémentaire, mais elle pourrait peut-être venir bouleverser un certain nombre d'acquis de la théorie économique.

Pour ma part, je vais plaider devant vous le fait que l'analyse économique est une « boîte à outils », pour reprendre l'expression de la célèbre Mrs. Robinson, qui s'enrichit chaque jour de nouveaux instruments, mais dont les fondamentaux constituent un acquis définitif.

Je vais tout d'abord illustrer le fait que les paradigmes traditionnels, qui servaient de référence il y a quelques années, sont aujourd'hui mis à mal.

1. Le paradigme keynésien

On enseigne dans les manuels que, pour stimuler l'économie, il est possible d'augmenter la dépense publique et mener une politique de déficit budgétaire. Ainsi fonctionne le mécanisme du multiplicateur keynésien. Cette relation est loin d'être confirmée.

En Allemagne, par exemple, si l'on compare le rythme de la croissance et l'évolution du déficit public total, en pourcentage du PIB, entre 1992 et 2003, on constate que depuis le début des années 2000, le déficit public augmente de manière sensible, sans pour autant empêcher une baisse considérable de la croissance.

Au Japon, le déficit public a crû dans des proportions abyssales depuis le début des années 1990, mais la croissance n'a globalement pas décollé.

Les Etats-Unis, quant à eux, sont le parfait contre-exemple de la théorie keynésienne sur la période 1992-2003 : en effet, ce pays a connu une croissance soutenue tout au long des années 1990 avec un déficit public en constante diminution. Lorsque le déficit public a recommencé à augmenter, à partir des années 2000, la conjoncture s'est dégradée, au contraire de ce qu'enseigne la théorie keynésienne.

2. Le paradigme monétariste

Selon ce paradigme, l'évolution de la masse monétaire a un impact à court terme sur l'activité économique. Pour la stimuler, il faut donc injecter de la monnaie, qui a un impact à long terme sur le rythme des prix et l'inflation. Ce paradigme est lui aussi mis à mal.

En Allemagne, la croissance de la masse monétaire M3 a été très forte entre 1992 et 1999, ce qui n'a pas empêché une très forte diminution de l'inflation sur la période.

Au Japon, la croissance de la masse monétaire M2+CD's, quasiment équivalente à M3, n'a pas été soutenue par l'augmentation considérable de la masse monétaire.

3. Le paradigme du taux de change

Traditionnellement, les manuels d'économie enseignent qu'un déséquilibre des échanges extérieurs, de la balance des paiements courants, aboutit tôt ou tard à un réajustement à la baisse des taux de change.

Pourtant, au Japon, la balance des paiements courants est très largement excédentaire depuis le début des années 1990, entre 2 et 4 % du PIB, alors que le taux de change effectif n'a connu aucune appréciation permanente depuis lors, qui aurait permis de corriger les excédents de la balance des paiements courants.

Ces tendances doivent être interprétées avec une grande prudence, car de très nombreuses variables agissent simultanément sur les données macroéconomiques.

4. Quatre bouleversements de l'économie mondiale

Je suis de ceux qui pensent que l'analyse économique n'est pas en faillite, mais rendue beaucoup plus difficile du fait des bouleversements qui affectent l'économie mondiale. J'en citerai quatre.

a. La mondialisation

Les échanges internationaux ont connu une croissance considérable ces dernières années. De plus, les échanges extérieurs représentent une part sans cesse plus importante du PIB, dans des économies de plus en plus ouvertes.

Evoquons, par exemple, l'impact de la mondialisation sur le niveau des prix. Avec la part, toujours plus importante dans la consommation, des produits manufacturés importés de pays émergents, notamment ceux d'Asie, qui pratiquent des prix bas souvent orientés à la baisse du fait des gains de productivité qu'ils réalisent, il n'y a rien d'étonnant à ce que les pays industrialisés résistent si bien à l'inflation, en dépit de politiques monétaires particulièrement laxistes. Il y a là une différence fondamentale avec la période de l'entre-deux-guerres, marquée par une politique monétaire des plus restrictives et la fermeture des frontières, deux phénomènes qui ont généré la forte dépression économique qui est survenue. Nous voyons aujourd'hui des politiques monétaires extrêmement laxistes, qui ne se répercutent pas sur la hausse des prix du fait de l'impact de la mondialisation sur le niveau des prix.

Pour autant, la mondialisation bouleverse-t-elle les fondements de l'analyse économique ? La réponse est négative. Jamais, par exemple, la théorie des avantages comparatifs de Ricardo, qui date de deux siècles, n'a été plus éclairante sur l'allocation des facteurs de production à travers le monde, donc sur les phénomènes de délocalisation industrielle actuels. D'ailleurs, qu'est-ce que la mondialisation, sinon une amplification des mécanismes de marché à l'échelle de la planète, mécanismes dont les règles apparaissent d'autant plus pertinentes ?

b. L'explosion des activités financières

Depuis les années 1980, le volume des activités financières à travers le monde s'est développé à un rythme sans commune mesure avec celui des activités réelles. L'explosion des marchés financiers, qui s'explique par de nombreux facteurs, a sensiblement modifié l'univers traditionnel dans lequel les économistes faisaient leurs analyses il y a encore quinze ou vingt ans.

Evoquons l'exemple du découplage entre la balance des paiements courants et les taux de change. Aux Etats-Unis, le déficit actuellement considérable de la balance des paiements courants ne s'accompagne pas d'une forte dépréciation du dollar, du fait de l'existence d'un afflux de capitaux en provenance du reste du monde, de l'Europe, mais surtout de l'Asie. Cet afflux de capitaux soutient le dollar et finance le déficit de la balance américaine des paiements courants.

Pour autant, faut-il considérer que l'analyse économique est mise en échec par l'impact croissant des flux financiers ? Là encore, la réponse est négative. En effet, beaucoup soutiennent que l'équilibre de court terme de la balance des paiements américaine est provisoire et ne fait que retarder le moment où la dépréciation du dollar sanctionnera ce déséquilibre. Plus généralement, la sphère financière est le domaine de prédilection de l'analyse économique, car c'est précisément dans les activités financières que la rationalité du comportement se manifeste le plus rapidement et, par conséquent, que les lois économiques s'appliquent le mieux. Voyez comment la loi de Fischer, selon laquelle le prix des actifs est lié aux taux d'intérêt, explique parfaitement la situation que nous connaissons depuis 2001 ! Dans une compagnie d'assurances telle que la CNP, que je préside, la baisse des taux d'intérêt s'est accompagnée de plus-values sur les portefeuilles obligataires qui ont, en partie, amorti les moins-values enregistrées sur les portefeuilles d'actions.

Je ne suis donc pas de ceux qui pensent que cette explosion des opérations financières met en doute l'analyse économique. Je crois au contraire qu'elle la rend encore plus pertinente.

c. La montée de la rationalité des comportements

La montée de la rationalité des comportements a été systématisée par la théorie des anticipations rationnelles. Avec la généralisation des techniques modernes de l'information et de la communication, les agents économiques, qui sont de mieux en mieux formés, agissent de plus en plus conformément à leurs intérêts, en prenant en compte toutes les informations dont ils disposent.

Prenons l'exemple de la remise en cause de la théorie keynésienne : selon le modèle keynésien, si l'on augmente les dépenses publiques lorsque l'activité économique se ralentit, on injecte une dose de pouvoir d'achat dans l'économie, ce qui entraîne une consommation à la hausse, à l'origine de revenus supplémentaires. C'est ainsi, par un effet multiplicateur, que l'on relance l'activité économique.

Mais si les consommateurs, qui sont aussi des contribuables, pensent que le déficit supplémentaire va conduire, à terme, à une augmentation des impôts, ils vont augmenter leur épargne pour faire face à ce mouvement et préserver leur pouvoir d'achat futur, et non consommer davantage. S'ils se comportent ainsi, l'injection de pouvoir d'achat espérée par la politique keynésienne ne stimule pas la consommation, mais l'épargne. Voilà pourquoi des pays comme l'Allemagne, la France ou le Japon ne parviennent pas à relancer leur activité en menant des politiques budgétaires.

En revanche, aux Etats-Unis, pays où la dette publique a fortement diminué par le passé, l'administration Bush peut espérer que tous les Américains n'anticiperont pas fortement une augmentation future des impôts pour combler les déficits publics. C'est pourquoi le multiplicateur keynésien a peut-être plus de chances d'être efficace, dans ce contexte particulier, qu'en Europe.

Est-ce à dire que cette plus grande rationalité des comportements remet en cause les fondements de l'analyse économique ? Evidemment non : elle en est au contraire la dimension première, car sans rationalité des comportements, il n'y a pas d'analyse économique..

d. Le développement spectaculaire des marchés à terme, des techniques financières sophistiquées, de la titrisation, des marchés de produits structurés

Le développement des marchés à terme et de techniques financières sophistiquées peut donner le sentiment que le cadre de l'analyse économique traditionnelle est désormais dépassé. Il est vrai que leur fort développement a un impact sur le fonctionnement de nos économies. Certains y voient l'origine de l'importante volatilité des marchés qui prévaut à l'heure actuelle.

Prenons l'exemple des dérivés de crédit, comme la technique de titrisation du crédit permet à une banque de conserver la propriété d'un titre de crédit tout en transférant le risque à d'autres investisseurs sur le marché. L'usage de ces dérivés connaît une progression ahurissante. Selon les derniers chiffres de la Banque de France, les encours concernés étaient de 180 milliards de dollars en 1997, 1 189 milliards de dollars en 2001 et pourraient atteindre 4 799 milliards en 2004. Cette activité de dérivés de crédit connaît donc une progression colossale et change sensiblement la nature du métier de banquier, donc son rôle dans l'économie. Elle pose par ailleurs de redoutables problèmes prudents, pour l'instant insuffisamment explorés.

Là encore, toutes ces techniques conduisent-elles à modifier le cadre de l'analyse économique traditionnelle ? La réponse est non. Elles sont au contraire le fruit des réponses les plus rationnelles dont nous disposons pour faire face aux risques du marché. En réalité, elles enrichissent donc le champ de l'analyse économique actuelle.

5. Conclusion

Devant la concomitance des évolutions de fond que je viens de décrire, face aux déséquilibres, à l'instabilité grandissante et aux incertitudes qui sont devant nous, est-on à la veille d'une révolution de l'analyse économique, comme cela s'est produit dans les années 1930, avec la doctrine keynésienne, ou 1970, avec la doctrine monétariste ? Je ne le pense pas.

Le dernier grand mouvement de la pensée économique, que l'on a qualifié à juste titre de « contre-révolution monétariste », a d'abord consisté en un retour aux sources de la théorie néo-classique et quantitativiste. Elle a, avec bonheur, relativisé la portée de l'apport de la *Théorie Générale* de Keynes, désormais devenue une analyse complémentaire utile au *corpus* préexistant. De ce fait, elle a fait apparaître une grande continuité dans l'évolution de l'analyse économique, qui continuera, à l'avenir, à s'enrichir d'apports successifs rendus nécessaires par la complexité croissante des mécanismes économiques. Je ferai observer, à ce sujet, que les quatre phénomènes que j'ai mis en exergue pour expliquer les transformations que nous observons aujourd'hui ont tous en commun le fait qu'ils conduisent à renforcer encore le rôle des mécanismes de marché dans nos économies.

Il ne s'agit pas de porter un jugement de valeur sur l'économie de marché, mais cet état de fait permet de penser que l'analyse économique de demain ne pourra s'enrichir que dans le cadre d'un approfondissement de la compréhension du fonctionnement des mécanismes de marché.

Selon moi, il ne faut pas confondre les outils d'analyse et les erreurs de prévision ou les comportements « moutonniers », qui expliquent d'ailleurs la plupart des déboires auxquels nous assistons aujourd'hui. Voilà pourquoi je suis de ceux qui pensent que les outils d'analyse qui naîtront dans l'avenir ne feront que compléter la « boîte à outils » dont nous disposons aujourd'hui.

IV. Quelles explications de la récente débâcle boursière et quelles tendances en dégager pour l'avenir ?

Michel GIRARDET

Si la rationalité des comportements économiques trouve sa pleine justification et son application dans la sphère financière, comment, dès lors, expliquer le dérapage des marchés financiers qui s'est produit ces dernières années ?

Michel AGLIETTA

Nous allons tenter de faire de l'analyse économique pour vous donner une perspective sur les marchés financiers, en essayant d'approfondir les hypothèses prises par Jacques Marseille. Pour cela, il faut :

- comprendre les mécanismes qui ont mené à la dernière vague spéculative afin de voir comment des déséquilibres financiers et des fragilités se sont construits en pleine phase d'euphorie des marchés financiers ;
- comprendre la nature de l'ajustement de type « déflation financière » qui s'est opéré, afin de voir quels sont, aujourd'hui, les risques de la reprise que l'on est en train de percevoir, et sa durée ;
- comprendre les grands facteurs structurels prépondérants liés à la transition démographique mondiale et à ses effets sur l'économie.

1. Comprendre les mécanismes endogènes d'évolution de la Bourse

Nous avons assisté à un emballement du crédit et à une hausse du prix des actifs, phénomènes étroitement liés qui ont entraîné les effets fragilisants suivants : non seulement une baisse boursière ultérieure, du fait de l'existence d'une bulle spéculative insoutenable, mais aussi et surtout un surinvestissement guidé par des cours boursiers considérés comme le reflet de futurs profits, alors qu'ils se sont avérés totalement irréalistes. Ce surinvestissement est l'un des facteurs explicatifs des difficultés que rencontrent aujourd'hui les entreprises appartenant aux secteurs des hautes technologies, ainsi que la sous-évaluation du risque portée par les professions financières et, partant, les ménages.

Cet aspect macroéconomique a des racines microéconomiques, issues de l'innovation et de l'évaluation des entreprises réalisée dans les années 1990, suite aux transformations de la finance.

Cela signifie que l'évaluation des entreprises pose aujourd'hui problème. En effet, pour pouvoir évaluer des cours boursiers, il faut avoir un modèle d'évaluation. Les modèles standard consistent tous en une actualisation des profits futurs. Dans une situation économique paisible, avec des entreprises et des industries bien connues, on peut faire une inflexion raisonnée des tendances de profits passés pour aboutir à une prospective des profits futurs permettant un calcul des cours boursiers. Cela n'a aucun sens dans un secteur innovateur, qui n'a pas de passé et dont la rentabilité future est incertaine.

Les grandes bulles boursières spéculatives ont toujours été étroitement liées à de grandes vagues d'innovation : l'une d'entre elles s'est produite dans le secteur automobile au cours des années 1920, une autre s'est produite pour les chemins de fer, et chacune a entraîné d'énormes phénomènes boursiers, d'énormes surinvestissements. La dernière en date est liée au fait que les innovations introduites par les technologies de l'information et de la communication sont liées à des réseaux. Dès lors, en réalisant l'analyse financière menant à l'évaluation des cours boursiers des sociétés concernées, les experts se sont interrogés sur la nature et la portée de « l'effet de réseau ». Ils ont pensé que cet effet de réseau se caractérisait par le fait que le premier entrant sur une activité occupait une position dominante parce qu'il capturerait sa clientèle. Il convenait donc de développer ses parts de marché le plus rapidement possible et avant tout le monde pour pouvoir espérer de futurs profits. Ces effets de réseaux massifs existent : Microsoft, Intel ou encore Yahoo en sont de parfaits exemples, car ces entreprises ont développé des standards dont il est difficile de sortir. Mais une activité comme la vente de pizzas sur Internet n'est pas de nature à entraîner un tel effet de réseau.

Pourtant, tout le monde cru que le simple fait d'être une entreprise Internet allait permettre de générer de gigantesques effets de réseau, de sorte que les entreprises ont toutes cherché à être le premier entrant partout, ce qui a entraîné un surinvestissement que les boursiers ont valorisé. Ces entreprises produisaient des pertes colossales, mais ces dernières étaient considérées comme un indicateur de futurs profits mirobolants. Au cours de cette période, les analystes financiers et les banques d'affaires ont proposé aux investisseurs des entreprises à des cours d'un niveau très élevé. Plus les pertes étaient importantes, plus les cours augmentaient.

En outre, lorsque l'on veut être le premier entrant sur un marché, il est nécessaire d'investir très rapidement afin de capter des parts de marché le plus rapidement possible, donc de faire de la croissance externe. Cela explique la vague de fusions et acquisitions qui se sont faites sans qu'aucune analyse sérieuse de la réalité ne soit produite. Cela est normal, dans la mesure où le modèle d'évaluation des entreprises ne pouvait être extrait de la connaissance passée et où seule la croyance dominée.

Il existe, en définitive, des situations où les marchés financiers sont dominés par les croyances plutôt que par des modèles étalonnés d'évaluation, parce que, dans de tels contextes, l'incertitude s'avère radicale.

2. Comprendre les transformations de la finance

J'évoquerai à ce sujet l'hybridation des banques et des marchés, dont il a été question lors des transferts de risques. Mais avant ces derniers, il a été nécessaire d'évaluer les risques en question. Pour pouvoir transférer un risque sur un marché, il faut l'évaluer d'une manière très différente de

celle utilisée par le passé. Lorsqu'une banque entretenait une relation bilatérale avec ses clients, elle faisait une évaluation intrinsèque du risque, avec un *monitoring ad hoc*. Aujourd'hui, le risque de crédit est évalué par des modèles stochastiques en fonction de variables de marché et non en fonction d'une étude intrinsèque des dossiers des actifs transférés. Fondamentalement, cela signifie que la probabilité de défaut que la banque essaie d'évaluer est fonction du cours boursier de l'entreprise. Par conséquent, dans une vague spéculative où le cours boursier est surévalué, cela aboutit nécessairement à une sous-évaluation du risque. De fait, en même temps que la bulle spéculative a gonflé, les *spreads* de crédit ont énormément diminué. Ces racines microéconomiques ont enclenché le processus macroéconomique selon lequel, si le *spread* de crédit est bas, on a intérêt à s'endetter pour investir en espérant obtenir des profits mirobolants. Par ricochet, cela fait monter les cours boursiers, qui font à leur tour baisser les *spreads*, et ainsi de suite. Un tel emballement s'est produit sur les marchés à partir de 1998. En 1999 et début 2000, une inflation spéculative s'est produite sur les marchés d'actifs, dont la conséquence logique a été un krach, dans la mesure où les cours de Bourse étaient alors hors de proportion avec les réalités économiques sous-jacentes des entreprises.

Le retournement boursier est lié à un effet catalyseur. L'important, alors, est de savoir dans quelle situation les entreprises se mettent à cette occasion. Elles se mettent dans des situations de déflation financière, car le retournement boursier renverse toutes les relations que j'ai évoquées : puisque la Bourse baisse, les fonds propres de l'entreprise diminuent, donc le rapport dettes sur fonds propres se met à augmenter de manière exponentielle. C'est exactement la même chose que pour les marées : lorsque l'eau est à un niveau élevé, on ne voit pas les récifs, comme cela s'est produit dans les années 1998-1999, où l'on n'a pas vu l'endettement des entreprises, dans la mesure où les fonds propres croissaient plus rapidement. Mais dès l'effondrement de la valeur de marché de ces derniers, les récifs sont très rapidement apparus. Le rapport dettes sur fonds propres a donc commencé à augmenter dans la phase de baisse boursière. Le résultat a été une hausse des primes de risques, une dégradation des notations des entreprises par les agences spécialisées, une augmentation du coût du capital et des entreprises confrontées à une contrainte d'endettement massive.

Comment absorber cette contrainte d'endettement ? Comme il est impossible d'émettre des actions au cours d'une période d'effondrement boursier, il faut le faire sur ses profits internes, en utilisant la première variable d'ajustement possible : couper drastiquement les dépenses d'investissement. Mais si toutes les entreprises le font en même temps, cela produit un effet multiplicateur « à l'envers » dans le monde des entreprises : moins de demande, une moindre production et, *in fine*, moins de profits. Si l'on génère moins de profits, on ne parvient pas à se désendetter.

Ce point est très important. Il montre que dans un cycle financier baissier, tout processus de restructuration de bilan est extrêmement long. Le désendettement, dans le monde des entreprises, est extrêmement lent. Il n'a pas encore commencé en France, il vient juste de s'amorcer en Allemagne et il n'a commencé que depuis l'automne 2002 aux Etats-Unis.

Si ce processus avait été le seul à l'œuvre, nous aurions subi une récession considérable. Je pense donc, pour ma part, que la politique keynésienne américaine a réussi un tour de force : dans une phase de baisse boursière gigantesque et d'énormes baisses des investissements des entreprises, la politique monétaire américaine a maintenu l'économie à flots, en créant d'autres déséquilibres. Cette politique a fait passer le taux d'intérêt de 6,5 à 1 % en 13 fois entre janvier 2001 et la fin de l'année 2002. En parallèle, les Etats-Unis ont mené une politique budgétaire qui a fait passer le solde budgétaire d'un excédent de 1,5 % en 2000 à -4,6 % en 2003. Il pourrait atteindre au moins -6 % en

2004. Cela a permis d'éviter un *credit crunch* bancaire. En effet, un retournement de cycle financier se transforme en crise ouverte lorsqu'il y a des faillites bancaires, ce que la Réserve fédérale américaine a cherché à éviter à tout prix, avec succès : les transferts de risques des banques aux non-banques et la dissémination qui en a résulté a empêché le *credit crunch* bancaire, tandis que la baisse des taux a fait apparaître un deuxième pôle de demande.

Du point de vue de la demande, la crise a pour origine une baisse simultanée de tous les prix des actifs, comme cela s'est produit en 1929. Au contraire, en 2000-2002, si la Bourse a baissé, l'immobilier a fortement augmenté, ainsi que le marché obligataire. La compensation s'est opérée sur les ménages.

La Réserve fédérale américaine a ainsi été le seul pilote de régulation de la situation, dont le monde entier a profité. Mais ce faisant, dans la mesure où sa politique n'a pas été suivie au Japon et en Europe, elle a créé de nouveaux déséquilibres : le déficit extérieur américain et le danger de baisse du dollar. De ce point de vue, les Etats-Unis étant le seul pôle soutenant la croissance mondiale, la responsabilité des politiques européenne et japonaise dans la situation actuelle est des plus lourdes.

Aujourd'hui, nous nous trouvons dans une situation de croissance fragile, qui entraîne une volatilité importante des cours boursiers du fait de la présence de forces contradictoires : d'un côté, une très forte liquidité injectée en permanence par la Réserve fédérale, qui a pour conséquence de créer des possibilités d'investissement, d'où des rebonds boursiers ; d'un autre côté, le danger de voir arriver, aux Etats-Unis, une perte considérable liée aux dettes, qui se traduirait par une baisse trop rapide du dollar, qui entraînerait à son tour une baisse des prix immobiliers, donc un recours accru des ménages à l'épargne.

Nous vivons également une période de grand conflit mondial. Selon le G7, il faut mener une politique de taux de change flexibles pour rétablir les fondamentaux. Mais à la réflexion, cela est impossible, car les déséquilibres sont de nature différente selon les pays. Les Etats-Unis voudraient ainsi améliorer leur solde courant, donc faire monter le yen par rapport au dollar. Mais si cela se fait dans un pays en déflation, cette solution s'avérera désastreuse et stupide, car elle approfondira la déflation du Japon, empêchera la restructuration de son système bancaire et créera en Asie un nouveau pôle d'extrême instabilité. Faute de coopération mondiale – et il n'y en aura pas compte tenu de l'hégémonisme et de l'unilatéralisme américain – nous sommes aujourd'hui dans une situation de risque eu égard au niveau important des dettes dans ce pays.

Le marché des actions devrait donc rester volatil et soumis au jeu de forces contradictoires, qui font qu'il est difficile d'espérer qu'il puisse retrouver une tendance stable.

3. Conclusion : le long terme

Sur le long terme, l'évolution du cours boursier, selon l'analyse économique quantitative, est fonction :

- de la croissance potentielle du PIB ;
- du ratio démographique « population active à forte épargne (40-60 ans) sur population totale » ;
- du niveau du taux d'intérêt réel à long terme.

a. Le vieillissement de la population

Quelles seront les implications du vieillissement de la population sur cette relation ? A partir de 2006, la démographie va créer un effet dépressif sur le cours boursier. En effet, à partir de cette date, un basculement massif de la population issue du *baby boom* d'après-guerre à la retraite va s'opérer pendant plus d'une décennie, donc une réduction de l'épargne et de la demande d'actifs. Cela aura un effet défavorable sur les prix des actifs.

Un peu plus tard, les pays qui auront fait de la capitalisation vont commencer à décumuler pour régler leurs engagements de retraite. Si, du fait de leur structure démographique, cette décumulation l'emporte pendant un certain laps de temps sur la nouvelle accumulation, un deuxième effet récessif en découlera sur les cours boursiers.

La question est de savoir si ces tendances seront compensées par des forces contraires. La croissance est-elle possible dans un tel contexte ? *A priori*, cela n'est pas directement possible : si la population active diminue, le taux de croissance évolue à la baisse. Mais cela peut être compensé par une croissance plus intensive, car qui dit une moindre population active, dit plus d'investissements en capital matériel, ce qui pourrait entraîner une croissance accélérée de la productivité du travail, l'Europe rattrapant les Etats-Unis de ce point de vue. Mais cet effet de croissance ne serait pas bon pour le taux de rentabilité du capital : de fait, avec une forte intensité capitaliste, on risque d'amorcer une spirale de rendements décroissants aboutissant à une baisse du taux de profit

A moins qu'une nouvelle vague d'innovations technologiques apparaisse, auquel cas un effet de progrès technique massif se produirait et soutiendrait la croissance. Mais il s'agit là d'un véritable pari.

b. Les pays émergents, futur gisement de croissance

Enfin, l'élément décisif qui peut, selon moi, tout changer est la croissance des pays émergents. En effet, la transition démographique est polaire : les pays développés vieillissent à partir du haut de la pyramide, alors que les pays émergents vieillissent rapidement, mais à partir du bas de la pyramide, avec moins de personnes âgées de 0 à 14 ans et un gonflement de la population active, donc des ressources humaines. Autrement dit, un potentiel de croissance considérable est en train d'émerger dans ces pays, mais pour qu'il se réalise, il faudrait qu'ils opèrent un rattrapage technologique rapide. Suivant le rythme de ce rattrapage, la croissance mondiale pourra varier entre 3 et 5 % dans les deux décennies à venir. Mais pour que ce progrès technologique soit rapide, il faut transférer rapidement de l'épargne dans les pays émergents. De ce point de vue, le point crucial sera la reprise de l'investissement occidental et japonais dans les pays émergents. Là réside la clé d'un régime de croissance qui serait très porteur, car la croissance n'est plus dans les pays développés, mais dans le reste du monde.

Cela entraînera de nouveaux risques : la capacité de ces pays à mener des politiques conformes à l'assimilation du progrès technique et leur capacité à gérer les crises de dettes partielles qu'entraînera un développement massif de l'épargne.

c. Recommandations

La volatilité boursière est là pour rester, l'aversion des investisseurs pour le risque restant forte. Cela va se traduire par une prime de risque-action, ce qui signifie que le rendement des actions va rester élevé. Cette volatilité peut donc être exploitée.

En second lieu, le poids de l'obligataire va prendre de l'importance : les dettes publiques occidentales vont effectivement augmenter. D'autre part, il n'est pas impossible d'assister à un retour de l'inflation. Il faudra donc penser aux obligations indexées.

Enfin, la diversification dans les pays émergents doit être faite, mais cela, en couvrant les taux de change, car les taux de change flexibles vont se généraliser dans ces pays, et en étant beaucoup plus sélectifs que dans les années 1990, où l'Occident a investi à tout va. Par conséquent, il faudra se doter de capacités d'analyse bien supérieures pour appréhender les situations globales de ces pays.

Edmond ALPHANDERY

Je voudrais faire deux observations. Je suis tout à fait d'accord avec Michel Aglietta lorsqu'il préconise de fournir des efforts d'investissement dans les pays émergents. Mais c'est exactement l'inverse qui se produit aujourd'hui : l'épargne des pays développés va vers les Etats-Unis et il ne sera pas facile d'inverser ce mouvement.

En second lieu, j'ai un désaccord très profond avec le Professeur Aglietta s'agissant des politiques conjoncturelles qui doivent être conduites par les pays européens et le Japon face à l'énorme déséquilibre de la balance des paiements courants américaine. Je suis de ceux qui ne pensent absolument pas qu'il faille inciter les pays européens et le Japon à mener des politiques monétaires et budgétaires plus actives qu'actuellement. Effectivement, il faut savoir que le Japon est extrêmement endetté. Le taux d'endettement public par rapport au PIB doit être de l'ordre de 120 à 140 %. En Europe, ces taux, selon les pays, sont bien moins importants, mais tout de même élevés et ils ne feront que croître, comme l'a très justement indiqué Michel Aglietta, avec le vieillissement de la population, qui exercera une pression sur l'augmentation des dépenses sociales. Il serait donc selon moi extrêmement dangereux et probablement inefficace d'injecter plus de liquidités sur les marchés. Il y en a déjà énormément en ce moment : les taux d'intérêt réels, en Europe, sont historiquement bas, ils sont quasiment nuls au Japon et aux Etats-Unis. Quant aux politiques budgétaires, je crois qu'elles sont totalement inefficaces.

Le problème de fond vient des Etats-Unis, qui se sont mis dans une position de profond déséquilibre. Ils ont probablement eu trop confiance en la « Nouvelle Economie ». Le dollar est resté trop fort, trop longtemps, générant une situation d'équilibre malsain, avec des déficits de la balance des paiements courants considérables et une épargne américaine insuffisante. Rien n'a été fait pour corriger le déséquilibre entre épargne et investissement aux Etats-Unis. Ces derniers, de plus, n'ont pas su adopter des règles prudentielles pour lutter contre l'emballement boursier qui a eu des conséquences dévastatrices.

Comment faire pour revenir à un équilibre plus convenable des échanges internationaux ? Je ne pense pas que la réévaluation des monnaies asiatiques et de l'euro soit une panacée, même s'il faudra y venir en partie. L'échec du sommet de Cancun est catastrophique de ce point de vue, car une plus

grande libéralisation, notamment en Asie, aurait contribué à rééquilibrer la balance américaine des paiements courants. Il faudrait probablement un meilleur *policy mix* des politiques économiques internes. Ce qui ne peut être fait en Europe et au Japon pourrait l'être en Chine et dans d'autres pays en développement, qui pourraient mettre à profit des politiques de soutien de la demande. Mais pour cela, il faudrait amorcer une modification de la gouvernance. Je reviens de Dubaï, où le G7 n'apparaît plus du tout adapté aux défis qui sont devant nous. En particulier, le fait que la Chine n'y participe pas est un véritable non-sens.

Il ne faut pas minimiser, en définitive, le fait qu'il revient aux Etats-Unis de faire l'impulsion nécessaire pour corriger les déséquilibres dont ils sont, pour partie, responsables.

V. Questions de la salle

Jean CASTELLI, groupe Experia

Pensez-vous que nous sommes à la veille d'un krach obligataire, tel que celui de 1994, compte tenu des anticipations de reprise de l'inflation et de la montée considérable des déficits budgétaires ?

Michel AGLIETTA

J'étais à Washington il y a peu et j'ai posé cette question au Directeur de la Politique monétaire de la Fed. Sa position a été de dire que la hausse récente des taux obligataires n'est pas inquiétante, dans la mesure où elle fait suite à une baisse extrême de ces mêmes taux au printemps 2003. Pour l'instant, il considère que les taux sont normaux, notamment au vu des perspectives de croissance pour l'année prochaine, qui sont comprises, pour les Etats-Unis, entre 3 et 4 %.

La Fed pense que le risque d'une inflation trop basse reste prépondérant. En conséquence, jusqu'à la fin 2004, je ne pense pas qu'il faille être inquiet sur les marchés obligataires. Malgré tout, une partie des hausses de taux obligataires est liée aux chaînes de transfert de risque. Ces couvertures en chaîne ont amplifié le mouvement, dans une proportion d'environ 20 %. Selon la Fed, la hausse du taux obligataire va se corriger dans cette proportion, parce qu'elle est précisément liée au *hedging*.

Edmond ALPHANDERY

Je ne partage pas l'optimisme de Michel Aglietta. Sachez cependant qu'à la CNP, que je préside, nous avons pris toutes les précautions nécessaires !

Je ferai observer que le lundi 22 septembre, le 10-year treasury bond américain est passé de 4,17 % à 4,34 % le même jour, à la suite du communiqué du G7, qui disait en substance : « il faudrait que les taux de change soient plus flexibles dans les pays et les zones concernés ». Cela a été interprété de la manière suivante : « l'Administration américaine considère aujourd'hui que le déséquilibre entre les pays asiatiques et les Etats-Unis est devenu insupportable, d'où la nécessité d'un réajustement monétaire, le flexibilité étant un moyen de réajuster le dollar par rapport aux monnaies asiatiques par le biais des marchés ». Cela signifie que les Etats-Unis sont en train de revenir sur la théorie « *strong dollar is in the interest of the United States* », car ils sembleraient penser que la dépréciation du dollar pourrait servir leurs intérêts.

Cette affaire est compliquée. Les milieux d'affaires américains sont favorables à une dépréciation du dollar, car elle renforcerait leur compétitivité relative. Mais elle pourrait également effrayer les investisseurs étrangers aux Etats-Unis. Il ne faut pas oublier que les investissements massifs aux Etats-Unis, opérés y compris par les banquiers centraux asiatiques, sont liés à la force du dollar. Son affaiblissement et la moindre progression des achats de bons du trésor par les banques centrales asiatiques pourraient avoir d'importantes implications dans ce pays, notamment par la hausse des taux longs. Il n'est d'ailleurs pas étonnant que les marchés aient réagi aussi rapidement à la déclaration apparemment anodine du G7 : ils ont immédiatement pensé que les taux d'intérêt allaient augmenter.

Sommes-nous à la veille d'un krach obligataire tel que celui de 1994-1995 ? Je faisais alors partie du gouvernement et j'ai pu constater les effets dévastateurs de la chute du dollar sur l'économie américaine. Selon moi, aujourd'hui, tout va dépendre des événements à venir sur le marché des changes et le dollar, donc sur les taux d'intérêt longs américains. Ces événements auront des répercussions, non seulement sur la monnaie, mais aussi sur l'économie réelle. J'ignore ce qui va se produire, mais il y a là un risque face auquel il convient de rester vigilant.

De la salle

Quelles sont vos vues sur des valeurs refuges : les matières premières, notamment l'or ?

Michel AGLIETTA

Vous parlez de produits refuges par rapport à tous les actifs financiers. Ainsi, le cours de l'or a bondi lorsque les marchés ont cru à la reprise d'une inflation mondiale galopante et non maîtrisée en 1978-1979. L'or constitue donc une valeur refuge dans un contexte de perte de confiance profonde et généralisée, dû, soit à la reprise d'une inflation non anticipée, soit à des troubles politiques et stratégiques considérables. Mais, dans la mesure où la demande industrielle de l'or est en voie de décroissance, le marché de l'or n'est soutenu que par la spéculation, ce qui pose problème.

Pour les autres matières premières, la situation est différente : en périodes de pénurie et d'inquiétude, des achats anticipés se réalisent et les marchés à terme peuvent alors être extrêmement fluctuants. Mais cela se produit uniquement dans un contexte de risques très lourds et de perception d'une non-maîtrise de la gouvernance par les politiques. Ce n'est qu'à cette condition que les biens réels peuvent servir de refuge aux placements.