



The EEAG Report on the European Economy 2009

Résumé

Ce document est le huitième rapport du Conseil Européen d'Analyse Economique (EAGR). Comme les précédents, il débute par l'analyse des perspectives macroéconomiques en Europe. Dans les rapports antérieurs, ce premier chapitre était en général suivi de chapitres thématiques qui traitaient des questions de court terme et de long terme de l'économie au niveau européen. Cette année, le présent document est construit d'une tout autre manière. À l'automne 2008, un sentiment de panique frappait l'économie mondiale au même moment où la crise financière prenait de la vitesse en s'étendant à la sphère réelle. Le second chapitre présente un récit détaillé de la crise et des différentes étapes de son développement. Il en ressort une série de recommandations-clés en termes de politique économique qui vise la réglementation des institutions financières internationales et de l'architecture financière internationale. Nous soutenons que les mesures qui réglementent le montant des provisions doivent être appliquées à toute institution qui exerce une activité de prêt plutôt que d'être seulement destinées aux banques commerciales. Par ailleurs nous pensons qu'une définition plus précise de la value-at-risk devrait être mis au point afin d'inclure les fortes primes de liquidité et les bulles spéculatives. Nous soutenons aussi qu'il est nécessaire de mettre au point un système unifié de régulation financière et de veille au niveau européen.

La crise a alimenté d'incessants débats au sujet des valeurs du capitalisme financier sans qu'aucune de ses composantes n'ait été épargnée. En particulier, parmi les nombreuses innovations qui sont apparues lors de ces vingt dernières années, d'aucuns ont porté leurs attaques sur les fonds de capital-investissement. Le troisième chapitre analyse le fonctionnement de ces sociétés et la manière dont elles contribuent à l'allocation des ressources. En général, nous sommes sceptiques quant aux critiques émises à leur sujet et nous pensons qu'il n'y a aucun risque systémique associé à ces fonds (leur endettement est faible et quand bien même ils réalisent un effet de levier sur leurs

investissements, il est associé à de faibles engagements, et donc d'un risque de faillite peu élevé).

Dorénavant, chaque édition du rapport de l'EEAG inclura un chapitre traitant de l'un des pays membres de l'Europe. Cette année, le chapitre porte sur la France qui élisait en 2007 un nouveau président sur des promesses de réformes économiques audacieuses. Nous portons un regard mitigé sur ces réformes. Prévoir un grand nombre de mesures n'implique pas toujours d'importants effets sur l'économie si ces mesures prennent des directions contraires et si elles sont réversibles dans le futur. Nous pensons que la réforme de l'état est plus prometteuse que les réformes fiscales, les réformes de la Sécurité Sociale ou encore les réformes portant sur la régulation du marché du travail et du marché des produits, car ces dernières présentent apparemment de nombreuses incohérences.

Chapitre 1 : Perspectives macroéconomiques et politique économique

La crise mondiale a atteint une étape critique à l'automne 2008. Alors qu'il s'agissait surtout d'un problème pour les banques de raréfaction des liquidités, la situation a empiré à partir du moment où quelques-unes des institutions financières les plus importantes se sont trouvées insolvables. Pour prévenir l'effondrement du système financier international, les gouvernements des pays industrialisés sont presque tous intervenus à grande échelle. Cependant l'effort consenti n'a pas servi à éviter la chute de la confiance économique. Par la suite, d'importants pans de l'économie mondiale entraient en récession. Après quatre années d'expansion rapide, la croissance moyenne du PIB mondial mesurée en parité du pouvoir d'achat atteint seulement 3.4 pourcent en 2008, et 2.3 pourcent mesurée aux taux du marché. Pour l'année 2009, nous prévoyons une croissance du PIB mondial de l'ordre de 1.4 et 0.3 pourcent, respectivement.

Au cours du premier semestre 2008, l'économie américaine connaissait encore une croissance positive. Même si l'emploi avait déjà commencé de chuter en janvier, la production augmentait et la plupart des indicateurs économiques disponibles prévoient un taux de croissance modéré. Du point de vue de la demande, des mesures fiscales mises en place au début de 2008 permettaient à la consommation privée de croître au premier semestre. La situation a changé dramatiquement dès la fin de l'été. La production et le taux d'utilisation de la capacité industrielle ont dégringolé en août. De plus en septembre, le gouvernement américain a refusé de recapitaliser la banque Lehman Brothers, déclenchant ainsi une chute sévère des indices de confiance et de l'investissement. À partir de juin, c'était au tour de la consommation privée de décliner.

En conséquence, au dernier trimestre 2008 la croissance du PIB était négative aux Etats-Unis.

Le déficit budgétaire s'est creusé de 3.3 pourcent du GDP pour l'année fiscale 2008. Les dépenses ont augmenté de 9 pourcent, donnant lieu à la hausse la plus importante depuis 1990. Pour 2009, en réaction à la crise du système bancaire et financier, le gouvernement américain a annoncé la mise en place d'un plan de soutien de grande envergure. De plus, la Fed a baissé son taux cible : en septembre 2007, il atteignait 5.5 points alors qu'au dernier trimestre 2008 il n'était que de 0.25 point.

Malgré une politique monétaire expansive, la récession devrait se poursuivre aux Etats-Unis pour l'année en cours. Nous attendons une légère amélioration fin 2010 seulement. Le déclin de l'économie devrait persister : les consommateurs américains ont vécu trop longtemps bien au-dessus de leurs moyens. Pour revenir sur le chemin d'une croissance soutenable, ce comportement doit être corrigé. Seules les exportations nettes devront contribuer positivement à la croissance économique américaine.

Les marchés asiatiques ont pour l'instant joué un rôle stabilisateur dans la crise. Même si leur épargne a permis la création d'un énorme déficit du compte courant américain, et de ce fait un boom de la consommation aux Etats-Unis : les réserves qu'elles se sont ainsi constituées aident à présent à la stabilisation de l'économie mondiale. Depuis 2005 le différentiel de croissance entre l'Asie et les Etats-Unis s'est accru. Cependant, la croissance asiatique est toujours débitrice de l'activité américaine, les excédents commerciaux et la contribution des exportations à la croissance s'amenuisent fortement.

Alors que la plupart des grandes économies sont entrées en récession, la croissance des pays asiatiques, que l'investissement et les exportations soutenaient, se verra affectée plus fortement en 2009 et 2010. Même si la demande intérieure continuera à la hausse pour un temps, et même si la crise financière internationale a déjà entraîné des changements radicaux en matière de politique monétaire dans la zone, la croissance ralentira.

L'économie européenne

Après les perspectives plutôt favorables du début 2008, le climat économique s'est nettement détérioré le reste de l'année. Les turbulences sur les marchés financiers internationaux et la chute au second semestre de la confiance économique du secteur industriel et des consommateurs en Europe ont eu un impact négatif sur les chiffres de la production. Au final, la plupart des pays d'Europe entrent en récession, si ce n'est pas déjà le cas. En d'autres termes, la contraction des demandes nationales ne pourra plus

être compensée par la croissance de la demande extérieure : la croissance de l'Union Européenne sera au plus bas. Sur cette toile de fond, le PIB chutera de 1.2 pourcent cette année.

En résumé, la consolidation des finances publiques a trouvé sa fin, et l'équilibre fiscal s'est détérioré. La consolidation fiscale n'est plus à l'ordre du jour. Depuis l'automne particulièrement, les Etats membres ne cessent d'annoncer des plans de soutien, originellement destinés au secteur bancaire, puis étendus aux autres secteurs de l'économie.

Les conditions monétaires ont été maintenues à des niveaux faibles depuis l'été dernier, après avoir été durcies au début de l'année 2008 suite à l'appréciation de l'euro. Depuis lors, la Banque Centrale Européenne, qui joue sur la force de l'euro pour éviter de mener une politique trop laxiste, a baissé ses taux graduellement.

Les pays qui ont vu leur marché foncier particulièrement touché, comme l'Irlande, l'Espagne, et le Royaume-Uni, ont connu une large baisse de l'investissement résidentiel tout au long de l'année. La propension des entreprises à investir a décliné dramatiquement du fait de la chute des profits, des conditions de financement moins rentables, et de la croissance moins importante.

Alors que la consommation privée était encore un pilier de la croissance économique en 2007, elle a connu une stagnation en 2008. L'inflation importante des premiers trimestres, les conditions du marché du travail se détériorant, et les perspectives financières assez moroses ont eu un impact négatif très fort sur le comportement des consommateurs. Cependant, la baisse brutale de l'inflation au dernier trimestre a rendu possible une légère remontée de la consommation. Cette année, les seuls moteurs de la croissance du côté de la demande seront la consommation privée et les dépenses publiques. Par ailleurs, les pays qui vivent une crise de l'immobilier devront faire face à une croissance de la consommation bien inférieure.

Malgré la force de l'euro, les exportations nettes ont contribué à la croissance de l'Union Européenne en 2008. Le ralentissement de la croissance des exportations s'est couplé d'une baisse comparable de la croissance des importations à l'automne. C'est seulement en fin d'année que l'excédent commercial a commencé à chuter du fait de la hausse des importations. Le ralentissement de la croissance des exportations continuera du fait de l'affaiblissement de la demande du reste du monde.

Le taux de chômage a augmenté depuis le premier trimestre de l'année dernière. Il continuera à la hausse jusqu'à atteindre une moyenne de 8.1 au niveau de l'Union

Européenne du fait de l'amélioration peu probable de la conjoncture économique, et cette tendance reste stable pour la période de prévision.

Chapitre 2 : la Crise Financière

Le chapitre 2 considère les fondations micro- et macro-économiques de la crise financière.

Le processus de titrisation

Le chapitre débute par l'analyse du processus de titrisation de crédits hypothécaires que le marché américain surévaluait. Par ce processus, les flux financiers issus des prêts hypothécaires passés entre des emprunteurs et leur banque ont été transformés en valeurs mobilières adossés à des actifs (ABS), de notations différentes, échangés sur les marchés internationaux. En soi, la titrisation est une bonne idée : en favorisant la diversification du risque hypothécaire, elle peut permettre aux intermédiaires d'accroître le volume des prêts, au bénéfice des ménages et des entreprises. Cependant, du fait des conditions macroéconomiques particulières associées à une régulation insuffisante/mauvaise et du fait des problèmes d'agence, le processus de titrisation était particulièrement défaillant ces dernières années. Tout d'abord, une sous-évaluation massive du risque et du risque de liquidité ont conduit à la surévaluation des crédits hypothécaires. L'émission de valeurs mobilières notées AAA adossées à ces titres surévalués étaient sans commune mesure excessive. Par ailleurs, l'opacité des produits financiers incorporant ces actifs titrisés en cascade, entraînant un accroissement du volume des prêts et des assurances, a entravé la capacité des intermédiaires à évaluer les risques que contenaient leurs portefeuilles. Enfin, la diversification du risque était une illusion, dans le sens où des actifs très bien notés vendus à des investisseurs finals (fonds de pension, fonds mutualisés etc.) étaient garantis par des intermédiaires. Lorsque la crise a éclaté, ces valeurs mobilières ont été largement absorbées par des institutions financières endettées. D'une grande opacité, la diversification des ABS au sein des intermédiaires a créé un risque systémique en générant des externalités de réseaux négatives, qui au final a affecté la liquidité de nombreuses classes d'actifs et de nombreux marchés financiers.

Les deux pendents d'une crise

Ce chapitre analyse la crise en deux phases. Pendant la première phase, dite d'atterrissage en douceur, de 2007 à l'été 2008, les décideurs publics ont cru à une sortie de la crise sans heurt. La vision dominante pensait pouvoir gérer les problèmes fondamentaux qui étaient à l'origine de la crise, dont le danger était communément

admis, dans la mesure où elle pouvait être absorbée au fil du temps par une politique dont l'approche était double. D'un côté les banques centrales remédieraient au manque de liquidités dont souffrait le marché interbancaire en dotant les intermédiaires financiers de suffisamment de fonds afin qu'ils n'aient plus à avoir recours au crédit. L'injection de liquidités permettrait aux banques de se restructurer, plus précisément, de se recapitaliser, et de réduire leurs mauvaises dettes. Pendant ce temps elle contiendrait le besoin sévère de désendettement et ses effets négatifs sur l'économie réelle. D'un autre côté, les trésoreries nationales et les banques centrales seraient intervenues au cas par cas pour soutenir les banques au bord de la faillite – soit suite à la fuite de ses capitaux, soit suite aux pertes qu'elles auraient contractées. L'objectif principal de l'intervention était de maintenir l'activité des gros intermédiaires et des marchés connexes dont le dysfonctionnement aurait eu de gros effets sur le système économique.

La seconde phase, dite d'atterrissage en catastrophe, a débuté aux mois de juillet-août 2008, lorsque les différents acteurs de l'économie ont commencé à ne plus croire au premier scénario. L'évaluation de l'ampleur de la crise financière s'est assombrie à la parution des chiffres sur le défaut de remboursement des hypothèques, et au moment où la société américaine d'assurance des banques (la Federal Deposit Insurance Corporation-FDIC) reprenait la banque californienne Indymac, qui faisait les frais d'une fuite des dépôts. En réponse à la panique financière qui se propageait, le Trésor américain assurait de son soutien Fannie Mae et Freddie Mac en juillet, tout d'abord en rendant publique la garantie du gouvernement, avant de les placer sous tutelle publique au début du mois de septembre. Point Crucial, la vision partagée d'une économie réelle qui serait épargnée ne trouvait plus de fondements dans la réalité.

Les difficultés que le gouvernement éprouvait à présenter un plan de soutien coordonné, cohérent et plausible, étaient sur le point de provoquer un retrait généralisé des dépôts à la mi-octobre, lorsque les investisseurs anxieux ont commencé à retirer leurs fonds (les journaux reportaient une hausse inhabituelle dans la demande des coffres-forts pour particuliers). Beaucoup d'entre eux changeaient de banque pour rejoindre les intermédiaires qui jouissaient des garanties gouvernementales les plus importantes.

Un élément important de notre première interprétation de la crise réside dans le fait que son sur le désendettement des entreprises était initialement limité. Dans le scénario qui suit l'automne 2008, il est très probable d'assister à une inversion de cet effet au niveau international. Probablement, l'impact n'épargnera ni l'activité des entreprises, ni les décisions des ménages. Depuis septembre 2008, une réévaluation générale des bilans a pris la forme d'une dépréciation des actifs détenus par les intermédiaires financiers. Par

rapport au montant des pertes initialement estimé entre 1.4 (FMI 2008) et 3 billions de dollars, le montant total de dépréciations s'élève à 1 billion de dollar à la fin de 2008.

Leçons d'une crise et propositions de réforme

Dans le sillage de la crise, des propositions de réformes ont foisonné. Dans ce rapport, nous nous attachons à tirer quelques leçons de la crise et à définir des principes généraux qui viseraient à corriger les failles du système. Les mérites d'un projet de réforme ne résident généralement pas dans sa radicalité, sinon dans sa cohérence à atteindre les buts qu'il se serait fixé : une gouvernance saine du système financier.

Certaines de nos leçons rassemblent le monde académique et les institutions internationales. Les intermédiaires qui, à l'instar des banques, s'engagent dans la transformation d'échéances et s'exposent au risque de liquidité devraient être soumises aux mêmes normes de régulation et de veille que les banques. La justification d'une régulation et d'une supervision de ces institutions réside dans l'engagement de l'état à apporter son aide aux banques dont la faillite porterait atteinte au système bancaire et au système des paiements. La faillite des banques commerciales menace directement le système des paiements, via l'impact sur les dépôts. Pour d'autres intermédiaires, le danger se précise du fait des externalités de réseaux : la faillite de ces institutions porterait atteinte à la liquidité du marché et aux bilans comptables des autres intermédiaires. En effet, avec la crise des subprimes, la confiance parmi les banques s'est évaporée : le marché interbancaire s'est effondré virtuellement. Une autre analyse remarque que l'activité de ces intermédiaires présentait une menace pour la stabilité financière car les promesses de soutien aux banques du fait du principe « too-big-to-fail » donneraient à ces dernières des incitations à grossir à l'excès, à prendre des risques exagérés, à trop s'endetter. S'il existait des garanties contre les effets pervers de l'engagement des états, ce qui est peu probable à la lumière des expériences passées, il ne serait pas utile d'engager des ressources publiques pour assurer la régulation et la veille du secteur.

De ce fait, les banques d'investissements, comme tout autre établissement exerçant une fonction de prêt, doivent être soumises aux mêmes règles que les banques commerciales. L'obligation de soumission à la régulation doit dépendre du type d'activité et non du statut légal de la banque. Et c'est particulièrement vrai pour les provisions minimales en fonds propres.

Tout d'abord, un consensus international doit être atteint au sujet de l'harmonisation de la supervision bancaire. Cet accord peut s'appuyer sur les normes Bâle-II, qui

comprennent toutes les institutions exerçant une activité bancaire et qui intègrent les risques systémiques et les facteurs cycliques. Le ratio minimal de fonds propres mis en place lors du nouvel accord de Bâle doit être reconsidéré, afin d'inciter les dirigeants à mener une politique de développement plus prudente et de choisir des grilles d'objectifs plus conservatrices pour les dirigeants des banques. Dans tous les cas, il est nécessaire de repenser l'encadrement des gouvernances d'entreprise et la rémunération des cadres qui se sont révélés défaillants.

L'échec apparent du système actuel à garantir la transparence et à sélectionner les bons modèles d'évaluation du risque est peut-être le point central de la reconstruction du système financier. L'augmentation du ratio minimal de fonds propres n'est pas une solution. En revanche, la détermination d'un standard d'évaluation des actifs est une bien meilleure idée s'il permet d'aborder les problématiques de régulation prudentielle : l'impact des bulles et de la non-liquidité du marché sur l'évaluation des actifs, notamment en termes de volatilité excessive ; la procyclicité des prêts ; la garantie aux investisseurs de la transparence et de la qualité de l'information.

Par ailleurs, les transactions de produits dérivés (comme les CDS) doivent avoir lieu dans des marchés organisés et transparents dès que possible, et non plus dans des marchés OTC opaques. On rencontre souvent l'idée qu'aucun marché centralisé des produits dérivés serait efficace car beaucoup de ces produits financiers sont spécifiquement mis au point pour un investisseur/une société particulier/particulière. Cependant, suite aux récents problèmes de comptabilisation au prix du marché lorsqu'aucun marché n'existe, les acquéreurs de ces produits réaliseraient probablement des gains plus importants au travers d'un marché des dérivés centralisé, transparent et liquide. Les besoins spécifiques des agents peuvent certainement trouver une réponse dans la formation de portefeuille de contrats préexistants échangés sur des marchés liquides. De même, les ventes à découvert ne devraient plus être interdites ; c'est plutôt la vigilance face aux manipulations du marché qui devrait être accrue.

Par ailleurs, l'Europe éprouve le besoin d'un système unifié de régulation et de supervision. Le SEBC devrait assurer le rôle explicite de garant du système, acquérir un pouvoir de supervision des groupes européens, et assister les banques centrales nationales pour la coordination des intermédiaires financiers. La cohérence entre la politique de la concurrence et la politique de stabilisation financière serait ainsi assurée, et les pressions politiques qui visent à étendre les garanties de soutien financier aux autres pans de l'économie seraient contenues.

Dernièrement, nous recommandons la reconsidération des clauses de responsabilité limitée pour les prêts hypothécaires et autres prêts immobiliers lorsqu'elles existent

(comme aux Etats-Unis). Les incitations à la propriété privée devraient être examinées avec attention, étant donné les implications systémiques associées à l'accroissement du profil de risque de l'emprunteur lorsqu'il jouit de garanties publiques.

Chapitre 3 : Le capital-investissement

Le capital-investissement joue un rôle très important dans le système financier. Les quelques années précédant le resserrement du crédit rassemblaient probablement les meilleures conditions possibles pour les fonds de capital-investissement – capital abondant, faibles taux d'intérêt, valeurs des titres de marché à la hausse, incroyable volonté des banques et autres investisseurs à financer la dette à des termes auparavant jamais proposés. Ces conditions ont entraîné l'allocation d'une grosse partie du capital des entreprises à des sociétés de « private equity » qui ont élargi leurs horizons d'activité. Des fonds d'investissements ont acquis des entreprises évaluées à plusieurs milliards d'euros, dans tous les secteurs de l'économie. De ce fait, les fonds de capital-investissement contrôlent une proportion significative de l'économie de plusieurs pays européens.

Suite à l'élargissement de leur portefeuille d'activités, l'intérêt public s'est naturellement porté vers ces sociétés financières et plus particulièrement leurs activités d'acquisition par emprunt (LBO). Des réticences ont été exprimées au sujet de l'étendue et des sources d'une telle création de valeur, de la transparence et de la taxation de telles activités. Cependant, le gros du débat, rapporté par les media et les politiques, est entaché d'une certaine incompréhension des mécanismes sous-jacents, ce qui n'est pas surprenant étant donné le mystère qui tourne autour de telles sociétés. La contribution majeure de ce chapitre est de dresser le tableau du fonctionnement des fonds de capital-investissement en Europe afin d'éclaircir les raisons de leur croissance.

Les fonds de capital-investissement créent-ils de la valeur ?

Les politiques et les media sont souvent plus curieux de l'impact des fonds d'investissements sur l'emploi que sur la création de valeur. Ce questionnement est d'autant plus difficile à analyser lorsque l'on se demande ce qu'aurait été le niveau de l'emploi s'il n'y avait pas eu ces sociétés de « private equity ». Étant donné le besoin de restructuration de bon nombre de ces entreprises, il n'est pas moins intéressant de s'y attarder. En général, l'impact des fonds d'investissements sur le niveau de l'emploi est complexe à concevoir. Sous peu qu'il existe, les faits semblent suggérer que le rachat d'une entreprise par un fond d'investissement crée moins d'emplois que lors d'un rachat

plus classique. Savoir si c'est une bonne chose est une autre question. Le licenciement systématique des salariés suite à la prise de contrôle d'une entreprise par un fond d'investissement relève de l'ordre de l'anecdote et non d'un fait stylisé.

Le débat de transparence

Une des interrogations principales au sujet des fonds de capital-investissement pose la question de leur contribution à la création de valeur, ou de leur impact sur les entreprises nouvellement acquises. C'est en partie imputable à la culture du secret qui touche cette industrie, qui est un frein à la compréhension du rôle de ces institutions dans l'économie. Même si des analyses ont été publiées, elles sont souvent partielles, et biaisées ; pour la plupart du temps, elles sont financées et distribuées par l'industrie elle-même. Pour beaucoup de fonds qui ont connu la réussite, de belles histoires sont à raconter. Hélas, à ce jour, l'information n'est arrivée qu'aux oreilles des grands investisseurs. En conséquence, les histoires de fonds d'investissements sont souvent reçues avec le plus grand scepticisme.

Beaucoup de pays ont répondu au secret ambiant que l'industrie cultivait par la promotion de la transparence dans l'économie. En soi, ce n'est pas une mauvaise chose, même si la portée de ce genre de mesure est probablement limitée. Les acteurs qui investissent dans ces fonds ont déjà accès aux documents comptables. Il n'y a aucune asymétrie d'information pour les détenteurs du capital, et s'ils n'avaient pas les informations désirées, d'une manière ou d'une autre, ils pourraient l'obtenir. Il n'est pas évident d'imposer aux entreprises des normes de report différentes en fonction de l'identité de ceux qui détiennent le capital. En général, à l'instar d'initiatives comparables dans d'autres pays, la Walker review agit à la marge en termes de flux d'information adressés aux employés et aux tiers intéressés, mais les effets ne contrebalancent pas les critiques reçues.

Politiques de taxation et Fonds de capital-investissement

Les critiques ont pour beaucoup porté sur les questions de taxation des fonds de capital-investissement. Au niveau de l'entreprise, les politiques de taxation qui visent à rendre les LBO's moins rentables ou plus difficiles ont souvent des justifications peu fondées. Surtout, leur impact est incertain. La structure optimale du capital diffère pour chaque entreprise, et les restrictions qui portent sur la déductibilité fiscale de la dette auront pour conséquence soit d'augmenter le coût du capital après impôts, soit d'encourager les entreprises visées par ces mesures à contourner les normes. Dans bien des cas, ce sont certainement les propriétaires de l'entreprise acquise par le fond d'investissement qui ressentiront l'impact de telles mesures, mesures dont l'impact final sur la rentabilité

des fonds de capital-investissement sera nul. Au niveau de l'individu, la taxation des dirigeants des fonds d'investissements est un domaine qui nécessite une considération toute particulière : faut-il taxer la participation aux résultats comme des revenus du capital, ou comme un produit hybride entre salaires et revenus du capital ? Cependant, étant donné la dimension internationale de l'industrie, l'évaluation du montant levé par une telle taxation demeure incertaine – surtout pour les années à venir si la participation aux résultats prend la forme d'un doux souvenir - et finalement une série de mesures mal pensées n'aura pour conséquence qu'une relocalisation des fonds.

L'impact probable de la crise financière sur les fonds de capital-investissement

Au final, même si les futurs taux de rendement des fonds d'investissements qui ont investi largement avant l'éclatement de la bulle en août 2007 seront probablement faibles, l'étendue des pertes et le nombre de faillite des entreprises qui font partie du portefeuille de ces fonds seront certainement inférieurs à ce qui était attendu. En large partie, cette prédiction est due à l'existence d'une période de financement facile dont les fonds de capital-investissement ont profité grandement. Alors que ceux qui avaient apporté leur aide à des entreprises endettées ont enregistré des pertes colossales (les banques d'investissements, Hedge funds, LBO), les entreprises du portefeuille des fonds d'investissements profitent désormais de taux fixes, et d'un financement de la dette peu onéreux associé à de faibles contreparties. Bien entendu, l'effet de levier augmente l'exposition au risque financier et à la faillite, et sans aucun doute nous assisterons prochainement à la banqueroute d'entreprises majeures. En revanche, l'architecture financière de beaucoup de fonds d'investissements peut permettre peut-être à leurs compagnies-filles de continuer à opérer sans risque de faillite et ainsi leur permettre de sortir de la récession sans heurt. Sans le moindre doute, la durée de détention des actifs va s'allonger, les taux d'investissements vont ralentir, les conditions futures des prêts vont retrouver leurs niveaux historiques, et la plupart des fonds d'investissement en activité vont voir leurs profits diminuer drastiquement.

Cependant, l'histoire nous montre qu'il est souvent plus rentable d'investir pour un fond d'investissement au début d'une période de récession, lorsque le prix des actifs est bas, et lorsque le besoin de transformations majeures au sein de l'entreprise est au plus haut. Le modèle fourni par les sociétés de « private equity » est une forme alternative de gouvernance, où la propriété et le contrôle des opérations ne sont plus séparés. A fortiori c'est une solution qui permet une transformation rapide des compagnies et une création significative de valeur. Les différentes économies ont besoin de sources variées d'approvisionnement en capital, et les autorités publiques devraient laisser le marché décider de la source la plus appropriée pour chaque entreprise sans lever d'impôts ou

mettre en place des restrictions d'ordre réglementaire à la faveur d'une solution particulière.

Chapitre 4 : la France

En 2007 la France élit son nouveau président, Nicolas Sarkozy, sur des promesses de changement radicaux dans de nombreux domaines, y compris des promesses de réformes économiques. Dans ce rapport de l'EEAG, nous considérons les trois premiers semestres du mandat du président français, et nous tenterons d'évaluer aussi bien les performances économiques de ce pays que les réformes qui ont été entreprises.

À première vue, les résultats semblent positifs dans leur ensemble, tout du moins si l'on ignore la crise financière. Le chômage n'a cessé de décroître jusqu'à l'été 2008, et un vaste programme de réformes a été lancé.

Néanmoins, une inspection plus rigoureuse nous invite à nuancer quelque peu ce propos. La chute dans les chiffres du chômage est en grosse partie liée à une question de cycle économique, que beaucoup de pays européens partagent. Le taux de chômage demeure supérieur à la moyenne de la zone Euro, et suit de près ses mouvements. L'espace de manœuvre d'une politique fiscale est limité, car le déficit structurel était la norme de ces deux dernières décennies. En conséquence, la dette publique a tendance à augmenter très rapidement par palier, et elle se stabilise seulement lors de reprise de l'activité économique. La marge de stabilisation est faible et diminue après chaque rechute. La crise actuelle ne fait pas exception et nous sommes très préoccupés par la situation fiscale future de la France. Aussi, les performances économiques en termes de croissance sont somme toute modestes. Finalement, la France entretient l'une des fonctions publiques les plus importantes d'Europe. Le gouvernement et l'état doivent alors faire face au dilemme suivant : tenir ses engagements à condition d'augmenter les taux d'imposition, ou bien réduire sa taille à des coûts politiques énormes.

Comme pour beaucoup de réformes qui ont été entreprises par le passé, nous exprimons des inquiétudes face à l'absence de mesures significatives de leur efficacité, tout comme l'existence de contradiction et l'absence d'une direction claire dans la politique économique.

Traditionnellement, les réformes en France possèdent trois défauts. Tout d'abord, elles sont pour la plupart incrémentales. Au lieu de viser une réforme radicale du système existant, ce sont des réformes qui interviennent en général à la marge. Les mesures proposées par Sarkozy ne font pas exception à la règle. Par ailleurs l'environnement réglementaire est complexe. Plus le système est complexe, plus il est difficile d'intervenir.

Cela signifie que les mesures ne parviennent jamais à l'effet escompté : soit les interactions avec le système préexistant ne sont pas prises en compte, soit les couches inférieures de pouvoir possèdent des marges de manœuvres considérables lors de l'application de la loi, comme il est généralement impossible de l'appliquer en sa totalité. Au lieu de s'attaquer à la complexité de ce système, les nouvelles réformes tendent simplement à l'alimenter par l'ajout de mesures. Troisièmement, les réformes ont souvent été retirées par le passé. Si l'annonce d'une réforme n'a pas de poids, et qu'elle n'est pas crédible (i.e perçue négativement) aux yeux des citoyens, les agents économiques vont avoir tendance à l'ignorer lors de la mise au point de leurs stratégies. Ils seront en revanche heureux de jouir des bénéfices qu'ils pourront soutirer de quelque mesure passée en leur faveur. L'intervention publique est rendue de ce fait inefficace.

L'absence de ligne directrice est liée à la pluralité des visions politiques qui ont inspiré les réformes. Cette absence reflète les différents moments du débat public et les diverses idéologies en présence. Nous identifions ici quatre paradigmes concurrents.

Certaines réformes sont inspirées de la volonté de libéraliser les marchés et de stimuler la concurrence, qui est traditionnellement associée aux idées des mouvements d'idéologie de droite. Certaines trouvent leur origine dans les mouvements protectionnistes (le nationalisme économique « à la française »), en d'autres termes, elles trouvent leur origine dans le désir de favoriser l'emploi et l'activité de l'économie française sans se demander si ces politiques sont efficaces ou si elles sont favorables à la concurrence. D'autres mesures proviennent des mouvements corporatistes et syndicalistes, ce qui tend à conférer une importance institutionnelle aux dits « partenaires sociaux » (représentation des employés et des employeurs), tout en ignorant le biais inhérent à de tels processus qui favorise l'outsider et le fait que seules des réformes de modestes envergure peuvent être ainsi adoptées. Finalement, certaines mesures sont adoptées dans l'idée qu'elle participe au « progrès social », ce qui implique que toute mesure redistributive est irréversible. Ceci explique la croissance séculière de la taille du gouvernement et de la fonction publique, qui avoisine à présent les 16 pourcent de l'emploi en France.

Ces inspirations concurrentes expliquent en parti pourquoi les réformes de Sarkozy s'annihilent mutuellement. Par exemple, les réductions d'impôts accordées lors de la première vague de réformes ont été en partie annulées par les nouvelles taxes mises en place pour le financement de dépenses sociales.

Devons-nous conclure que la politique économique française relève du discours et que la France demeurera terre de faible croissance, de faible emploi et d'opportunités rares de réformes ? Pas vraiment, car nous trouvons au moins deux raisons plus optimistes.

Tout d'abord, alors que les réformes sont de faibles envergures, des réformes similaires ont échoué du fait de la protestation populaire. La stratégie « touche-à-tout » de l'administration Sarkozy a rendu plus difficile la coordination de tels mouvements protestataires. Ainsi, de nombreuses réformes, qui pensait-on n'étaient pas susceptibles de passer initialement, ont été un succès, et finalement, la politique de réformes a gagné en légitimité. Ensuite, une révolution sourde est en route (appelée révision générale des politiques publiques, RGPP). Elle prend la forme de plan de fusion et de rationalisation des services publics, associé à la mise en place d'un système d'incitations qui favorise l'autonomie et la concurrence. Même si ce projet est le type même de projet qui contient les éléments de sa possible chute, s'il est mené à bien, il aura pour conséquence probable la réduction de la taille de la fonction publique à un niveau comparable aux autres pays de l'OCDE, les pays scandinaves mis à part. Une diminution des impôts de 3 à 6 points du PIB serait alors rendue possible, et ce serait le début d'un cercle vertueux où la demande d'emploi du secteur privé et la diminution des dépenses sociales se feraient écho tour à tour. Par ailleurs, en réduisant le nombre de postes-clefs au sommet de la hiérarchie de la fonction publique, la réforme pourrait aussi soigner la « maladie française » tant décriée, qui a pour symptôme principale la sur-représentation d'individus talentueux et hautement qualifiés dans la bureaucratie au détriment de secteurs innovateurs. Cette tendance peut être inversée à partir du moment où le secteur public est moins attractif, et nous pensons que ce renversement peut être associé à des effets positifs sur la croissance et l'innovation.

Notre recommandation principale est que l'administration doit utiliser son capital politique nouvellement acquis pour se concentrer sur quelques réformes-clefs. L'une d'entre elles est en route déjà, la RGPP, et nous pensons qu'elle pourrait avoir lieu à un rythme bien plus soutenu si le gouvernement était dispensé de réformes marginales dont il s'affuble lui-même. Une autre réforme-clef, bien plus taboue cette fois-ci, trouve ses fondements dans la réduction du salaire minimum. Nous pensons que le gouvernement a perdu une grande opportunité à mettre en place le Revenu de Solidarité Active (RSA), aide sociale qui permet d'éliminer la trappe à pauvreté pour les candidats aux aides publiques. Alors que le RSA augmente l'offre des travailleurs faiblement qualifiés, il n'a aucun impact sur la demande. Nombreux sont les emplois ainsi visés qui ne seront pas créés suite à l'introduction de cette aide, car il n'est pas profitable pour les entreprises d'employer de tels travailleurs. En revanche, le RSA aurait dû être accompagné d'une mesure de réduction du salaire minimum. Cela aurait été l'occasion de mettre en place une solution progressive pour remplacer les anciennes mesures hautement distorsives par un système d'imposition qui l'aurait bien moins été. La proportion de travailleurs rémunérés au salaire minimum aurait été réduite, ce qui aurait stimulé la demande de travail comme contrepartie à la hausse de l'offre ainsi créée par le RSA.