

WORKING PAPER n°38
Novembre 2009

Réformes financières inachevées : reprise économique avortée ?

Rencontre de Lisbonne

Compte rendu des débats du 15 octobre 2009

Avec

Natacha Valla, Executive Director, Goldman Sachs Economic Research

Olivier Garnier, Directeur Général Adjoint de la SGAM (Société Générale Asset Management)

Pierre Cailleteau, Chief International Economist, Moody's

Réformes financières inachevées : reprise économique avortée ?

Rencontre de Lisbonne du 15 octobre 2009

S'il est un point qui ne fait pas débat, comme le mentionne en introduction Benoît Cougnaud, président d'Azzuris, c'est bien l'ambiguïté de la situation économique actuelle. Certes, de nombreux indicateurs clefs, ainsi que la hausse du prix de la plupart des actifs, témoignent explicitement d'une forte reprise. Cette dernière est-elle pour autant soutenable ? Le rebond constaté sur les marchés éveille le soupçon : son ampleur semble ainsi relever davantage d'un mécanisme de correction excessif, intervenant après une purge elle-même sans précédent, que reposer sur des fondamentaux de croissance solides. Cet excès inverse soulève naturellement des craintes quant à ses conséquences à long terme ; en particulier, ne doit-on pas redouter dès aujourd'hui les risques de déséquilibres créés par l'abondance de liquidités sur les marchés ? Ces derniers ne présagent-ils pas de nouvelles bulles spéculatives, amenant en retour des ajustements futurs ?

Ce sont ces menaces de long terme qui font ici l'objet d'un examen détaillé, selon le déroulé suivant :

- l'analyse, par Natacha Valla, de l'amplitude de la reprise économique, ainsi que de sa forme et de sa nature ;

- la description, par Olivier Garnier, des conditions de liquidité ;
- enfin, l'analyse de la stabilité des finances publiques dans un contexte de déséquilibres sans précédent, par Pierre Cailleteau.

▲ NATACHA VALLA

Executive Director, Goldman Sachs Economic Research

Natacha Valla s'attache dans son intervention à déterminer l'amplitude et la forme de la reprise actuelle, celle-ci présentant à moyen terme des faiblesses importantes.

Le contraste frappant des situations régionales

La forte vulnérabilité des pays industrialisés contraste très nettement avec la situation de la Chine, de l'Inde et même des BRICS¹ dans leur ensemble. Que l'on se

1. B.R.I.Cs : Brésil, Russie, Inde, Chine ; acronyme apparu pour la première fois en 2001 dans un rapport de la banque Goldman Sachs.

fonde sur le consensus des économistes (8.3 %) ou sur les prévisions de Goldman Sachs (9.4 %), les perspectives de croissance de la Chine en 2009 devraient rester élevées. De leur côté, les États-Unis connaîtront une contraction probable de leur économie de 2,6 %, contraction allant jusqu'à environ 4 % pour l'Europe et presque 6 % pour le Japon. Ces situations très contrastées conduiraient ainsi à une croissance mondiale en 2010 de 3,6 % pour le consensus et de 4,1 % pour Goldman Sachs, croissance qui reste donc particulièrement élevée. Quels facteurs structurants sont ici à l'œuvre ? Pour Natacha Valla il s'agit avant tout de la croissance de la demande domestique des économies émergentes, Chine en tête ; demande qui tient à la fois de la consommation des ménages et de l'investissement des entreprises.

Quelle est la pérennité de ces signes de reprise ?

L'urgence de la question est réelle car il est nécessaire de se demander si les facteurs responsables du rebond seront toujours à l'œuvre mi-2010, point critique du dénouement des politiques expansionnistes, notamment budgétaires, mais aussi de la mise en place des réformes réglementaires.

Natacha Valla s'attache alors à l'examen de la reprise et de sa solidité sous trois angles principaux :

- **1/** Les indicateurs, particulièrement bons dans le secteur industriel, à l'échelle mondiale.
- **2/** La situation américaine, avec un court terme très encourageant mais plusieurs années à venir de croissance en dessous du potentiel.
- **3/** La zone euro, dont le court terme est aussi solide, mais avec une zone d'ombre entourant les conditions du financement des entreprises.

Reconstruction Mondiale

À l'échelle mondiale, tant sur le plan industriel que financier, la reprise est particulièrement forte. Natacha Valla prend ici comme référence deux indices créés par la banque Goldman Sachs. Le premier², qui est un indicateur avancé de la production industrielle mondiale, montre de manière univoque que la phase actuelle n'est plus simplement une phase de rebond, mais bel et bien de reconstruction. Pour les marchés financiers, l'indice de Goldman Sachs³ révèle également un retour très rapide à la situation d'avant crise.

Une reprise américaine menacée à moyen terme

La situation américaine, quant à elle, est caractérisée par un court terme solide sur différents plans. D'abord la consommation des ménages s'est stabilisée et à cette stabilisation s'est ajoutée une amélioration du secteur de l'immobilier. Cette dernière est déterminante pour les ménages américains dans la mesure où leur capacité à consommer et à s'endetter dépend directement de leur richesse immobilière. Enfin, durant les derniers mois, le secteur de la construction, comme le secteur industriel dans son ensemble, a donné des signes positifs de reprise, le dernier témoignage à l'échelle nationale de la reconstruction mondiale précédemment décrite.

Cependant, les trois à cinq années à venir présentent des perspectives de croissance en dessous du potentiel car d'importants facteurs contrarient ces effets positifs. C'est dans un premier temps l'importance des stocks immobiliers qui conduit à une inertie

2. G.L.I : *Global Leading Indicator*.

3. GS F.S.I : *Financial Stress Index*. Cet indice mesure les conditions de bon fonctionnement des marchés, en prenant en compte les problèmes de liquidité sur les marchés monétaires, les spreads de crédit, etc.

des prix empêchant une reconstitution rapide de la richesse des ménages. Ensuite s'ajoute la remontée du taux d'épargne de ces derniers : cette progression est encourageante du point de vue des grands déséquilibres accumulés depuis cinquante ans, néanmoins elle pèse sur la reprise de la consommation. En effet, si le taux d'épargne des ménages américains se situait entre 8 et 10 % de 1950 à 1985, celui-ci était proche de zéro autour de 2005 pour connaître ensuite un rebond très net devant l'amer-ner, d'après Natacha Valla, au-delà des 5 % dans les années à venir. Le facteur qui joue un rôle clef dans cette remontée est à chercher dans la forte diminution de la richesse privée due à l'effet immobilier⁴, dont il faut craindre la persistance à court et moyen terme. Enfin, la sortie des plans de relance est le dernier élément qui menace la reprise actuelle. Selon les estimations présentées par Natacha Valla, l'impact de ces plans est aujourd'hui à son maximum avec plus de trois points de pourcentage de stimulus sur la croissance américaine. Or, lorsque de tels flux s'arrêtent, l'impact prend la forme d'une décroissance, ce qui impose à moyen terme l'émergence de relais de croissance solides.

Sur le plan réglementaire et institutionnel, Natacha Valla achève son tableau de la situation américaine en constatant un lien en réalité indirect entre les faiblesses macroéconomiques post-crise et l'agenda réglementaire (régulation du risque systémique, protection des investisseurs et consommateurs, instruments de gestion de crise).

4. Aux Etats-Unis, le recours facilité à l'hypothèque permet aux ménages de tirer parti de la valorisation de leur logement pour obtenir des crédits supplémentaires, ce que les économistes désignent par le terme d'« extraction hypothécaire » (« *mortgage equity withdrawal* »). L'extraction hypothécaire, fortement corrélée aux fluctuations des prix des logements, aurait significativement contribué à entretenir la vigueur de la consommation américaine avant la crise.

Une Reprise européenne menacée par les conditions de financement de l'investissement

Selon le même schéma, la situation de court terme de la zone Euro est très encourageante. Pour ne prendre qu'un exemple, on pourra retenir ici la croissance mensuelle de 7 % de la production industrielle italienne. Plus globalement, en comparaison des crises financières précédentes (l'Espagne en 1977, la Norvège en 1987, le Japon, la Suède, la Finlande en 1990), le profil de crise de la zone Euro est loin d'être alarmant. Cette situation encourageante comprend notamment une amélioration des conditions de financement des entreprises non financières : cette amélioration touchant à la fois les taux d'intérêt à trois mois, les taux de change, les marchés action et les spreads sur les marchés crédit *corporate*.

La menace principale qui assombrit l'avenir de la zone Euro est celle d'un *credit crunch*, avec la très forte contraction du crédit aux entreprises. Le taux de croissance de celui-ci a dépassé les 10 % annuels sur la période 2006-2008 alors que le potentiel de croissance de l'économie était d'environ 2 %. Autrement dit, à une situation de déséquilibre succède une chute très forte du financement bancaire des entreprises non financières : celui-ci atteignant des niveaux négatifs pour les crédits à moins d'un an. Si parallèlement les volumes des émissions obligataires ont connu une croissance très marquée, celle-ci ne compense qu'en partie la chute du crédit. Étant donné les faiblesses du système bancaire, on peut se demander, comme le fait Natacha Valla, s'il ne faut pas encourager un développement des marchés obligataires dans la zone Euro, la désintermédiation y étant beaucoup moins avancée qu'aux États-Unis. Un tel développement implique toutefois un meilleur accès des PME/PMI au financement par le marché : ce sont celles qui appartiennent à un

groupe et qui bénéficient ainsi d'un accès indirect aux marchés obligataires qui ont de plus fortes chances de faire face aux contraintes de financement actuelles. À moyen terme, cependant, la situation est préoccupante : sur les 1 200 milliards de dollars de pertes brutes totales liées à la crise, seulement la moitié ont déjà été passées en pertes ou provisionnées par les banques. Celles-ci ont aujourd'hui une marge de manœuvre limitée. Elles sont en effet contraintes d'augmenter leur rentabilité dans la mesure où la dépréciation de leurs portefeuilles de prêts est loin d'être compensée par la revalorisation de leurs actifs boursiers.

Natacha Valla conclut son intervention sur l'agenda réglementaire de la zone Euro : le rôle prééminent des banques appelant de son point de vue à une très grande prudence quant à la définition du nouveau régime de « coussins de capital » qui leur sera imposé.

Suite aux questions de plusieurs intervenants, dont **Philippe Auberger, Avocat of Counsel au Cabinet August & Debouzy**, Natacha Valla précise que le niveau des ajustements bancaires, dont le passage des pertes, représentent au total 10 % du PIB de la zone Euro. Même si les taux des banques centrales ont atteint des niveaux historiquement bas, les marges des banques doivent à tout prix être reconstituées. Ainsi, malgré des niveaux de capitalisation suffisants, comme l'ont montré les *stress tests*, le tableau global du paysage bancaire n'est pas rassurant. Trois éléments sont ici déterminants : la croissance dans la zone Euro, la croissance des pays périphériques de la zone Euro et la valorisation des actifs américains.

Une dernière question est l'occasion pour Natacha Valla de rappeler le risque majeur qui pèse sur la durabilité de la reprise : si les banques sont encore fragiles, comment pourront-elles financer l'économie ? Tout le problème est qu'il est fort peu probable que la croissance de la consommation puisse prendre le relais de l'investissement.

▀ OLIVIER GARNIER

Directeur Général Adjoint de la SGAM
(Société Générale Asset Management)

Olivier Garnier se propose ensuite d'examiner la situation d'excès de liquidité mondiale, en se demandant si, de la réapparition des causes ayant conduit à la crise, il faut conclure à une très forte probabilité des mêmes effets. Cependant, s'agit-il exactement des mêmes causes ?

L'excès de liquidité

La situation actuelle présente indubitablement un excès de liquidité. Le premier indicateur classique qui en témoigne est le taux de financement sur les marchés interbancaires à court terme (*Libor* à un mois) : la zone Euro, comme les États-Unis et le Japon, présente des taux proches de zéro, plus bas qu'en 2003. L'autre indicateur est l'accumulation de réserves de change par les économies émergentes : après trois mois au cœur de la crise où certaines banques centrales ont dû vendre des réserves, la Chine est revenue à des niveaux d'accumulation supérieurs à 100 Md\$ par trimestre.

Un changement majeur dans le mode de financement de l'économie

Force est de constater que les mêmes causes sont bien présentes. Or, pour Olivier Garnier, il ne faut peut-être pas s'attendre à ce que les mêmes causes produisent les mêmes effets. D'abord, il est fort peu probable que de cet excès de liquidité s'ensuive un endettement croissant de la sphère privée : la chute de cet endettement est très nette, que l'on prenne les institutions financières, les entreprises ou les ménages. Se substitue à cet endettement, sans l'évincer, l'endettement public en très forte hausse, impliquant un changement majeur dans le financement de l'économie. De plus, à ce changement, il faut ajouter les émissions nettes d'action : l'exemple des entreprises américaines financières mais aussi non financières va dans ce sens, les émissions nettes d'action de ces dernières redevenant positives après plus de dix ans de niveaux négatifs.

Choix d'investissement : actions ou obligations ?

L'autre dimension clef qu'examine alors Olivier Garnier est le comportement des investisseurs : l'excès de liquidité va-t-il les conduire à prendre les mêmes types de risque qu'auparavant ? Du côté des investisseurs *retail*, le regain pour le risque bénéficie davantage aux obligations qu'aux actions. Et, si l'on s'en tient à la révision des allocations stratégiques des fonds de pension américains, le même constat s'impose pour les investisseurs institutionnels : d'après la dernière enquête de *Watson Wyatt*, à la répartition classique 60 % actions et 40 % obligations semble se substituer un nouvel équilibre avec moins de 50 % d'actions à horizon 2010. Enfin, ce changement d'attitude s'observe également du côté des assureurs avec les contraintes de *Solvency II*.

Une telle reconsidération du risque action par les investisseurs s'explique en partie par un effet de rétroviseur, qui s'ajoute à l'effet des normes comptables et prudentielles. Un tel effet est inévitable si l'on prend en compte l'évolution des rentabilités réelles annuelles moyennes fin 2008, selon l'année de placement. Ce rendement, par exemple, est négatif pour un investissement réalisé en 1998, ce qui représente la plus mauvaise performance depuis plusieurs dizaines d'années. Et il faut remonter à plus de vingt ans en arrière pour voir les actions battre les obligations. Cependant, si cet effet est trompeur, c'est dans la mesure où l'anormalité de la situation tient plutôt à la performance exceptionnelle des obligations qu'à la mauvaise performance des actions. Étant donné les niveaux de taux longs actuels, il est difficilement probable que le rendement des obligations soit aussi bon pour les dix prochaines années. Paradoxalement, la rentabilité des actions à dix ou vingt ans est beaucoup plus prévisible, comme en témoigne l'évolution des PER, et devrait se situer dans la moyenne de longue période, autrement dit autour de 5 % hors inflation.

Si ce changement important de comportement limite ainsi naturellement le risque de bulle sur les marchés action des pays développés, on peut se demander si ce risque ne s'est pas déjà reporté sur les marchés émergents. Les performances relatives des marchés actions invitent en effet les investisseurs à se porter de plus en plus sur les émergents : ces marchés ont globalement surperformés les marchés matures. Il en va de même pour les *Credit Spreads* : ceux des *High Yield* américains ont largement dépassé ceux de la dette émergente. Enfin, la chute des crédits bancaires dans ces pays s'est accompagnée d'une augmentation des flux d'investissement en capital (IDE et actions). D'après Olivier Garnier, on pourrait alors faire face au paradoxe de la

stabilité : les marchés émergents apparaissant plus stables et profitables pourraient devenir les zones de déséquilibres et de bulles à venir.

Les obligations publiques : un marché loin d'être saturé

Faut-il ajouter à ce risque, la menace d'une bulle du côté des obligations publiques ? Contrairement à une première intuition, ce marché est loin d'être saturé, si l'on prend l'exemple américain où l'offre nette est en réalité négative. En effet, les émissions nettes des agences et des MBS limitent les émissions du Trésor, phénomène auquel s'ajoutent les rachats nets par la FED des titres du Trésor, rachats qui ont atteint des niveaux assez élevés. Enfin, deux autres facteurs limitent ce type de risque. D'une part l'offre nette est devenue inférieure à la demande provenant des banques centrales étrangères depuis 2009. Et d'autre part, les stratégies de *carry trade* des institutions financières dues au niveau des taux les conduisent de plus en plus à se porter acheteuses des obligations publiques.

Pour Olivier Garnier, la question centrale est donc moins de savoir s'il va y avoir une bulle du marché obligataire que de savoir combien de temps les banques centrales vont maintenir aussi bas leurs taux. Le risque réel ressemble alors plus à celui connu en février 1994, avec la remontée des taux qui avait provoqué des ajustements violents.

Faut-il craindre une crise sur le dollar ?

En conclusion de son intervention, Olivier Garnier invite à se déprendre du raisonnement consistant à se focaliser sur l'achat massif des titres américains par les investisseurs étrangers et qui entretient ainsi la peur d'un retournement de tendance. D'abord, il

convient de regarder les flux bruts et non seulement les flux nets de capitaux. Si l'écart entre les actifs américains détenus par des étrangers et les actifs étrangers détenus par les Américains est très élevé, représentant la dette nette, le plus important est le niveau record atteint par les deux montants bruts du fait de la mondialisation. Le problème alors est moins le moment où la Chine cessera d'acheter des bons du Trésor américain que le montant des sorties de capitaux des États-Unis vers le reste du monde. Dans la période actuelle et à venir deux facteurs essentiels tirent le dollar vers le bas. Premièrement, pour aller chercher du rendement, il est nécessaire d'aller sur des marchés émergents, impliquant des sorties de capitaux américains. Ensuite, comme les taux aux États-Unis sont à zéro, le dollar devient la nouvelle devise de financement des stratégies de *carry trade* ; dans une certaine mesure ce sont là des prêts en dollar au reste du monde. Ainsi, en contrepartie, si les banques centrales sont obligées de remonter les taux, cela est plutôt positif pour le dollar, allant en contresens d'une crise du dollar. Et de la même manière, une bulle du côté des marchés émergents conduirait à des phénomènes de rapatriement sur les États-Unis. La situation du dollar va donc être moins dominée par des aspects « volume » en termes de financement que par des effets de prix et de rendements relatifs entre actifs américains et actifs étrangers : si une certaine instabilité des taux de change peut en résulter, cela ne va pas dans le sens d'un scénario catastrophe pour le dollar.

Olivier Garnier résume alors son intervention en insistant sur la différence qui sépare les années 2000 et la crise actuelle : s'il existe un risque aujourd'hui, celui-ci est moins à chercher dans le comportement des investisseurs, que dans celui des banques centrales et des autorités publiques.

Les questions de **Jean-Gilles Sintès, Conseiller du Président de Viel & Cie**, sur le dollar et les conséquences d'un krach obligataire, sont l'occasion pour Olivier Garnier de préciser deux éléments essentiels. D'abord, il est fort peu probable que le mouvement de remontée des taux soit lié à ce qui passe sur le dollar. Ensuite, les conséquences d'un krach obligataire dépendent directement de l'anticipation des investisseurs : si ces derniers ne se sont pas préparés à une remontée des taux, et demeurent dans des positions de *carry* avec un endettement « court » et des placements « longs », alors l'impact sera maximal. Tout le travail des banquiers centraux est ici de préparer le terrain, en modifiant leur message plus explicitement que cela n'avait été le cas en 1994. Enfin, les conséquences d'un tel krach doivent être examinées au cas par cas, chaque pays et secteur présentant des particularités. En France, par exemple, les acteurs de l'assurance-vie sont très exposés, n'ayant plus aujourd'hui les mêmes titres à taux longs : une violente remontée des taux présentera un risque de sortie, les épargnants ayant intérêt à se détourner de l'assurance-vie.

▲ PIERRE CAILLETEAU

Chief International Economist, Moody's

Complétant le tableau économique et financier conjoncturel, Pierre Cailleteau présente puis analyse l'état des finances publiques et les risques réels que cette situation fait peser sur la notation des États.

Finances publiques en état de choc

Les finances publiques des pays avancés sont en état de choc. En considérant l'évolution de long terme de la dette publique britannique, par exemple, on pourrait penser que les niveaux atteints aujourd'hui ne sont pas particulièrement inquiétants, ceux-ci ayant été largement dépassés par le passé. Cependant, c'est la première fois que l'augmentation vertigineuse de la dette se produit en dehors d'une période de guerre, et que les conditions d'une consolidation des finances publiques sont aussi loin d'être présentes. En effet, parmi celles-ci il faut compter un taux soutenu de croissance nominale, un peu d'inflation et des taux d'intérêt réels très faibles voire négatifs. Or aujourd'hui les taux sont tels qu'on ne peut attendre de leur évolution une stimulation supplémentaire.

Détérioration des finances publiques et dégradation des notations : un lien à relativiser

Une telle situation n'a pas pour autant conduit à une révision massive de la notation des États, à l'exception de l'Irlande. Comme l'explique d'abord Pierre Cailleteau, un État qui est noté AAA/Aaa n'est pas un État dont la dette est faible mais un État qui peut augmenter sa propre dette. Ensuite, deux raisons expliquent l'absence actuelle de dégradation des notations. C'est d'une part l'exception souveraine :

un État souverain a le pouvoir d'améliorer sa solvabilité au dépend de la sphère privée, entreprises ou ménages, en augmentant les taxes. D'autre part, contrairement à tous les agents économiques qui sont *price taker* en matière de taux d'intérêt, la plupart des États ont une panoplie d'instruments leur permettant d'agir sur le marché de la dette et donc d'influencer les taux. L'action récente de la FSA⁵, l'autorité anglaise de contrôle des institutions financières, est un exemple de ce pouvoir : pour s'assurer que les banques gèrent au mieux leur risque de liquidité, celle-ci a décidé qu'il leur fallait acheter des quantités massives de *gilts*⁶. On crée ainsi par la régulation une demande artificielle de dette publique. Ce même pouvoir se manifeste lorsque les banques centrales sont acheteuses de dettes publiques, comme c'est le cas en ce moment de la Banque Centrale d'Angleterre pour des montants importants.

Ce statut particulier des États, ajouté au fait qu'il n'y a pas de limite haute dans cette catégorie (un émetteur de dette peut toujours être davantage solvable...) explique donc l'absence notable de dégradation, qui s'accompagne néanmoins d'une perte d'altitude très importante dans la catégorie du AAA.

AAA & Aaa

Toute la question est alors de pouvoir apprécier la distance qui sépare encore aujourd'hui les États avancés d'une notation Aaa. La ligne de partage s'effectue grâce à la prise en compte de trois facteurs clefs, considérant que le ratio de la dette sur le PIB est en soi une mesure utile mais fruste.

5. *Financial Services Authority*

6. Les *gilts*, abréviation de *gilt-edged securities*, soit littéralement «valeurs mobilières dorées sur tranche», sont les emprunts d'État émis par le Royaume-Uni.

Le premier facteur pris en compte par Moody's, mesure la question de savoir si la dette est « abordable » (*debt affordability*) : il s'agit de la part des intérêts payés rapportée aux recettes budgétaires, indiquant dans quelle mesure le service de la dette va affecter les choix politiques et sociaux d'un État. En général, un État noté AAA se situe ici en dessous de 10 %. Le deuxième critère est la « finançabilité » de la dette (*debt financeability*) qui mesure la capacité d'un État à lever un montant important de dette pour faire face à un choc sans payer un prix punitif ; les États-Unis finançant plus d'un trilliard de dette à près de 0 % sont le cas archétypique. Ces deux premiers critères doivent être mis en perspective avec un troisième, qui est la capacité d'un État à contracter son bilan quand il le faut et faire baisser la dette soit en ayant une croissance nominale importante soit en augmentant les recettes et comprimant les dépenses. Ces deux derniers éléments, finançabilité et réversibilité témoignent de la flexibilité bilancielle de l'État.

Perdre sa notation AAA signifie donc pour un État dépasser les limites fixées par ces trois critères. Les conditions récentes dans lesquelles les États-Unis se sont endettés montrent que leur notation n'est pas menacée à court et moyen terme. Cependant, ils demeurent très vulnérables à la remontée des taux dans la mesure où ils ont considérablement raccourci la maturité de leur dette, impliquant un *roll over* très élevé et faisant peser un risque de krach obligataire. L'Irlande, pour sa part, a dépassé les 13 % d'*affordability* dans tous les scénarios envisagés par Moody's et a perdu sa notation AAA. Enfin, la France dispose de son côté d'une grande capacité à s'endetter à un prix non punitif, notamment grâce à son appartenance à la zone Euro. Elle se situe donc, au sein de la notation AAA, dans une

zone jugée plutôt confortable par Pierre Cailleteau, sous réserve toutefois que le nouvel emprunt et de mauvaises perspectives de croissance n'affectent pas trop fortement son profil d'emprunteur. Cette situation française contraste avec le Royaume-Uni dont on peut s'inquiéter qu'il ne flirte avec la zone proche de Aaa.

Des conditions de financement plus difficiles

La crise actuelle amplifie une situation qui soulevait déjà auparavant beaucoup d'interrogations quant au niveau particulièrement faible des taux d'intérêts. Aujourd'hui, la recherche effrénée d'investissements « refuge » entraîne en effet les taux vers des niveaux historiquement bas. Que peut-on attendre des mois à venir ? Pour Pierre Cailleteau, qui conclut ainsi son intervention, il est fort probable que la demande en capital augmente plus que l'offre disponible, accroissant par là même son coût. Jouent en faveur de cet accroissement plusieurs facteurs : le rebond économique d'une part, mais aussi l'obstruction relative du canal du crédit bancaire, le niveau très élevé du besoin de financement des États et enfin la réduction prévisible de l'achat, par les Banques Centrales, des titres de dette publique. La limitation du canal du crédit doit être perçue comme une tendance de moyen/long terme. En effet, le degré de tolérance pour une crise financière future est extrêmement faible et l'évolution des normes prudentielles risque de contraindre fortement les banques dans leur capacité à prêter, enchérissant par là même le coût du capital tout en réduisant l'offre disponible. Avec ce décalage offre/demande, la remontée progressive des taux d'intérêt est alors le scénario le plus probable. Reste à savoir si cette remontée sera ou non brutale.

Konrad Eckenschwiller, *Représentant du Pacte Mondial en France*, interroge alors les intervenants : peut-on espérer dans la situation actuelle que la zone Euro offre une réelle protection ou bien cette dernière risque-t-elle de perdre son statut de zone monétaire pour ne devenir qu'une zone géographique ? Pour Pierre Cailleteau, il n'y a pas de doute quant aux effets très protecteurs dus à la zone Euro, qui ont déjà considérablement amorti les effets de la crise. Ensuite, s'il existe un risque d'éclatement de la zone Euro, celui-ci serait à chercher dans les divergences concernant les finances publiques. Même si le grand emprunt a conduit à des réactions violentes de part et d'autre du Rhin, il est toutefois plus probable que la raison l'emporte sur des sujets aussi délicats.

La question d'**Olivier Lecomte**, *Professeur d'économie et de gestion à l'Ecole Centrale*, ramène le débat sur deux données macroéconomiques essentielles. Il s'interroge en effet : quels effets doit-on attendre de l'évolution des taux de change et du prix des matières premières ? Et quelle est la probabilité de ces effets ? Comme le précise Natacha Valla, une appréciation pérenne de 10 % de l'Euro par rapport au dollar coûte environ un point de croissance. Autrement dit, si l'Euro reste élevé pendant longtemps, cela pèsera sur la contribution nette du commerce extérieur à la croissance. Cependant, si la probabilité d'une dépréciation du Dollar à court terme est réelle, participant notamment à un rééquilibrage des finances internationales, les tendances de long terme exposées par Olivier Garnier vont plutôt à l'encontre de ce scénario. En ce qui concerne les matières premières, le risque majeur de leur enchérissement tel que l'identifie Natacha Valla est un « paradoxe d'inflation » : des prix à la consommation tirés vers le haut

Réformes financières inachevées :
reprise économique avortée ?

par le prix du pétrole, associés à une inflation sous-jacente assez faible.

En fin de séance, **Pierre-Mathieu Duhamel**, *Président du Comité stratégique de KPMG*, revient sur les critères de notation des dettes souveraines et la prise en compte du niveau des prélèvements obligatoires dans la détermination du profil d'emprunteur des États. Pierre Cailleteau rappelle alors qu'un tel critère est nécessairement pris en compte dans l'évaluation, mais dans un ensemble cohérent de mesures. Cet ensemble intègre la capacité d'un pays à élever son taux de croissance potentielle, la capacité à lever des impôts et à réduire les taxes : cependant, un niveau des prélèvements obligatoire n'a de sens en lui-même que si l'on prend également en compte des données culturelles, comme la tolérance à l'impôt. Même si les États-Unis ont un niveau de P.O. beaucoup plus faible que la France, cela n'implique pas automatiquement qu'ils aient une plus grande marge de manœuvre que cette dernière.

Réformes financières inachevées : reprise économique avortée ?

De nombreux indicateurs clefs, ainsi que la hausse du prix de la plupart des actifs, témoignent actuellement d'une forte reprise. Cette dernière est-elle pour autant soutenable ? Le rebond constaté sur les marchés éveille le soupçon : son ampleur semble ainsi relever davantage d'un mécanisme de correction excessif, intervenant après une purge elle-même sans précédent, que reposer sur des fondamentaux de croissance solides. Cet excès inverse soulève naturellement des craintes quant à ses conséquences à long terme ; en particulier, ne doit-on pas redouter dès aujourd'hui les risques de déséquilibres créés par l'abondance de liquidités sur les marchés ? Ces derniers ne présagent-ils pas de nouvelles bulles spéculatives, amenant en retour des ajustements futurs ? Que penser enfin du risque de krach obligataire qui pourrait résulter de la dégradation des finances publiques dans la plupart des pays développés ?

L'Institut de l'entreprise a souhaité répondre à ces inquiétudes en réunissant trois économistes.

Le compte rendu de cette réunion a été réalisé par
Thomas Roborel de Climens.



29, rue de Lisbonne
75008 Paris

Tél. : 33 (0) 1 53 23 87 28

Fax : 33 (0) 1 47 23 79 01

www.institut-entreprise.fr