

WORKING PAPER n°43
Mai 2010

Marchés financiers : comment rétablir la confiance ?

Débat autour du 9^e rapport de l'EEAG du CESifo

Rencontre de Lisbonne

Compte rendu des débats du 24 mars 2010



Avec

Michel Pébereau, président de l'Institut de l'entreprise

Gilles Saint-Paul, président de l'European Economic Advisory Group du CESifo, professeur d'économie à la Toulouse School of Economics, membre du Conseil d'analyse économique

Marchés financiers : comment rétablir la confiance ?

Débat autour du 9^e rapport de l'EEAG du CESifo

Rencontre de Lisbonne du 24 mars 2010

Basé à Munich, le CESifo est un des plus prestigieux instituts de conjoncture allemands. Au sein de cet institut, un groupe composé de huit économistes de haut niveau issus de sept pays de l'Union européenne, l'European Economic Advisory Group (EEAG), prépare chaque année, depuis 2001, un rapport sur l'état de l'économie européenne. Cette rencontre de Lisbonne se déroule à l'occasion de la parution du neuvième rapport de l'EEAG ; elle est l'occasion pour Gilles Saint-Paul de présenter les grands axes de réflexion qui y ont été traités. Ce rapport comporte deux parties : la première traite de points de conjoncture et la deuxième aborde en profondeur la question de la confiance sur les marchés financiers et la remise en cause de celle-ci par la crise financière.

▲ **GILLES SAINT-PAUL** président de l'EEAG du CESifo

Entrant directement dans le vif du sujet, **Gilles Saint-Paul** mentionne qu'à l'instar d'autres institutions se livrant à cet exercice, l'EEAG prévoit une sortie de crise avec des taux de croissance positifs, qui demeurent néanmoins modérés dans les économies occidentales et en particulier en Europe. Les perspectives optimistes dépendent directement de la forte

croissance anticipée des pays émergents comme la Chine. Il ne faut donc pas perdre de vue la nature fragile de cette reprise, même si le taux de croissance mondiale qui était de - 1 % en 2009 devrait dépasser légèrement les 3 % en 2010. Le contraste maintenant connu de tous doit être ici rappelé : pour ce qui concerne la Chine, ce taux est attendu à 8 % alors que celui des États-Unis serait légèrement au-dessus de 2 %, celui de l'Union européenne et du Japon à 1 %. Et avec seulement 1 % de croissance de l'économie, le taux de chômage continue d'augmenter.

QUATRE RISQUES PÈSENT SUR LA REPRISE ÉCONOMIQUE

Pour quelles raisons fondamentales doit-on rester prudent ? Différents éléments expliquent la fragilité de cette reprise. Contrairement aux apparences et aux discours tenus par certains, le premier élément tient à l'absence de contraintes réelles de crédit : le nombre d'entreprises véritablement gênées dans leur accès au financement bancaire est peu élevé. Il y a en réalité un ralentissement du crédit que l'on peut directement lier à la chute de la demande et donc à la révision de nombreux plans d'investissement des entreprises, et non à une réduction des

octrois de crédit. C'est ce que tend à montrer un questionnaire de la BCE sur les facteurs limitant la production, notamment pour les secteurs de la construction et de l'industrie. Cela est étonnant si l'on s'attend à retrouver dans les contraintes financières le moteur de transmission de la crise, de la sphère bancaire et financière à la sphère dite réelle. Mais si les banques demeurent dans un état fragile, alors il y a un risque qu'elles ne puissent répondre adéquatement aux besoins de financement qui iront s'accroissant avec la reprise de l'investissement.

En plus de ce frein que l'on peut craindre, la deuxième raison de demeurer prudent tient paradoxalement à l'absence de reprise globale de l'investissement dans la mesure où le taux d'utilisation des capacités est faible, laissant une marge à exploiter. Aux États-Unis l'investissement a chuté de 20 % environ et la légère reprise que l'on constate demeure encore très loin des niveaux atteints lors de la décennie précédente.

Ensuite, l'hypothèse d'une récession en W n'est pas écartée, dans la mesure où la rechute pourrait venir de la masse considérable des chômeurs. Le chômage, en effet, est une variable retardée par rapport au cycle : quand on entre en récession le chômage n'a pas commencé à augmenter, et lorsque le PIB repart le chômage continue d'augmenter et ne diminue que plus tard. Cette masse de chômeurs est une menace directe pour la reprise de la consommation. Les taux de chômage ont crû dans des proportions considérables, notamment aux États-Unis où il faut remonter à la récession Volker pour retrouver les mêmes proportions. Pour l'instant, il n'y a pas vraiment de signes d'amélioration. En ce qui concerne l'Union européenne, ce taux de chômage, déjà haut, a moins augmenté, ramenant à parité les deux zones, cela étant largement expliqué par la rigidité du marché du

travail des économies européennes dans lesquelles il est moins facile de licencier.

Enfin, le quatrième risque tient à l'importance sans précédent du stimulus fiscal qui a permis d'obtenir les premiers signes actuels de reprise. La Grèce en est l'exemple : un tel stimulus ne peut durer longtemps ; un jour ou l'autre il faudra mettre en œuvre une contraction fiscale. Or si celle-ci intervient à un moment où la récession n'est pas tout à fait finie, les économies pourraient chuter à nouveau. Le problème central est ici celui du timing optimal des politiques contra-cycliques. Il est rarement possible de faire ce que l'on veut en la matière : si l'on a une dette publique qui augmente très rapidement, avec un déficit de l'ordre de 8 à 10 %, on peut être contraint de faire de la consolidation fiscale au mauvais moment et à son corps défendant parce que l'on a mal anticipé la durée de la récession. Les niveaux de déficits atteints n'ont pas de précédent, avec un déficit à presque deux chiffres aux États-Unis, alors que l'avant-dernière crise du début des années 1990 s'était accompagnée d'un déficit de l'ordre de 4 à 5 % du PIB. Pour l'Europe, la France se situe à 8 % alors que des pays comme la Grèce et l'Irlande ont dépassé les 10 %.

UNE CRISE DE CONFIANCE ?

Gilles Saint-Paul revient très rapidement sur le deuxième chapitre du rapport de l'EEAG, consacré à un des aspects de la crise financière moins abordé dans le débat public, à savoir la chute de la confiance accordée aux intermédiaires financiers. Cette chute peut avoir des aspects irréversibles : au-delà de tous les mécanismes que l'on peut mettre en place pour limiter la prise de risque de la part des banques, si

la confiance n'est pas rétablie, alors le secteur financier ne pourra redémarrer au même niveau, mais à un niveau nécessairement plus faible. Durant la crise, il y a eu un excès de confiance par rapport à la quantité de confiance que méritait ce secteur ; l'essentiel est de retrouver une corrélation entre la confiance et la fiabilité (*trustworthiness*) des acteurs.

LE POIDS DE L'AJUSTEMENT FISCAL

Les chapitres III et IV envisagent les scénarios de sortie de crise, le troisième traitant précisément du problème de l'ajustement fiscal : l'expansion fiscale étant tellement forte, cet ajustement sera nécessairement considérable. Les déficits ont atteints des niveaux qui font penser à ceux des « républiques bananières » où l'intervention du FMI fut nécessaire, avec 11 % aux États-Unis, 8 % en France, 10 % en Espagne et 13 % en Grèce ou en Irlande. Combien de temps encore peut-on continuer dans cette situation ? Peut-on en sortir ? Il n'est pas possible de formuler de réponse univoque, les situations des pays étant particulièrement contrastées. L'Irlande, par exemple, a entamé la crise avec une dette de 61 % du PIB ; autrement dit avec un déficit similaire à celui de la Grèce, elle demeure dans une situation différente car cette dernière a entamé la crise avec une dette de 103 % de son PIB. En ce qui concerne la France, on peut s'attendre à ce que sa dette atteigne assez rapidement 85/90 % du PIB.

De tels niveaux d'endettement valent-ils le coup ? La réponse n'est pas particulièrement encourageante, le multiplicateur keynésien ne dépassant pas 1. On peut néanmoins espérer que ce multiplicateur dépasse ce niveau : on est proche d'une situation de trappe à liquidité, on peut donc s'attendre à une

absence momentanée de réaction des taux d'intérêt avec la reprise économique, et cela réduit les effets d'éviction du stimulus fiscal. Ensuite, les ménages auront tendance à dépenser ce que ce stimulus apporte, favorisant là aussi le fonctionnement du multiplicateur keynésien au-dessus de 1. On peut regretter que nombre d'économies européennes n'aient pas fait 3 % de surplus et non 3 % de déficit pendant les périodes de boom, ce qui aurait amorti les effets négatifs du stimulus fiscal.

Enfin, quelles sont les perspectives de long terme ? On peut s'attendre à avoir un scénario à la belge, dans le sens où le service de la dette représentant une part croissante des dépenses publiques, la qualité des services publics aura tendance à diminuer. Les situations d'endettement, néanmoins, sont soutenables à long terme car on pense retrouver des taux de croissance raisonnables, autour de 2/2,5 %, permettant une stabilisation du ratio dette/PIB, même si c'est à un niveau plus élevé qu'avant la crise. Pour la zone euro, un ratio dette/PIB de 80 % correspond à un service de la dette équivalent à 3 % du PIB, ce qui, sans être négligeable, demeure gérable. Par ailleurs, on peut envisager que la dette de l'Union européenne se stabilise autour de 100 % du PIB en 2017, avec un retour à l'équilibre financier. Ce scénario optimiste pourrait être contrarié par un prolongement de la récession, mais aussi par une augmentation des taux d'intérêt, due soit à l'ajout d'une prime de risque plus élevée soit au fait qu'il ne s'agit pas de taux d'équilibre. L'autre scénario possible serait celui d'une croissance trop faible, autour de 1,5 %, alourdissant le poids de l'ajustement fiscal.

D'après Gilles Saint-Paul, la grande nouveauté de cette crise est qu'en dépit de la monnaie unique, on a assisté à une hausse spectaculaire des *spreads* sur la dette de pays périphériques, qui se mesure en

centaines de points de base. Les marchés ont complètement changé leurs perspectives par rapport à l'image qu'ils avaient au départ, lorsqu'ils considéraient que la dette publique d'un pays de la zone euro était absolument sûre, ses membres ne pouvant exproprier implicitement les détenteurs de leurs dettes en dévaluant leur monnaie.

LA SITUATION SPÉCIFIQUE DES ÉTATS-UNIS

La situation fiscale est plus préoccupante aux États-Unis qu'en Europe, le déficit dépassant les 11 %. Par ailleurs, il y a un déficit commercial extrêmement important et on pourrait s'inquiéter si c'était à nouveau sur le consommateur américain que reposaient les espoirs de reprise de la demande mondiale, cela aggravant le déficit commercial et nous replaçant dans une situation de crise potentielle.

Quelles sont les perspectives d'ajustement de l'économie américaine ? Un premier constat s'impose : un ajustement substantiel doit absolument avoir lieu. Si l'on se réfère aux prévisions du CBO (Congressional Budget Office), l'entrée en crise conduit à un changement complet de régime : on s'attend non seulement à ce que la dette explose mais continue d'exploser jusqu'à la fin des années 2010. En ce qui concerne la balance commerciale américaine, on constate que le déficit important est compensé par la différence de rendement entre les actifs détenus par les États-Unis à l'étranger et celui des actifs américains détenus par le reste du monde. Les 6 % de déficit sont donc relativement trompeurs : grâce à leur industrie financière, les États-Unis peuvent prendre des risques à l'étranger car ils les diversifient bien. Le problème de la soutenabilité du déficit commercial américain se ramène à celui de l'avenir du privilège de rende-

ment. Si l'on pense que ce privilège va continuer, alors l'ajustement à réaliser sur ce front est relativement modeste. Au contraire, si l'on pense que ce privilège était dû à des facteurs transitoires et que la crise a mis à mal la capacité de l'industrie financière américaine à diversifier ses risques, alors il faudra s'attendre à un ajustement important de leur balance commerciale via une chute de la consommation et une dépréciation importante du dollar.

L'IMPACT DE LA CRISE SUR LA ZONE EURO

À quelle évolution du taux de change de l'euro peut-on s'attendre ? Comme le rappelle Gilles Saint-Paul, le rapport discréditait le scénario d'une brusque sortie de capitaux des États-Unis due à leur situation fiscale, entraînant une chute du dollar et une appréciation de l'euro. Si cela est peu probable, c'est en partie en raison de la situation européenne qui n'est pas tellement meilleure fiscalement et offre des perspectives de croissance plus faibles. L'alternative aux États-Unis ne se trouve donc pas en Europe et les faits ont validé ce raisonnement.

Ensuite, il faut noter que les fortes divergences au sein de l'Union européenne, entre des économies comme l'Espagne qui accumulait des déficits commerciaux et l'Allemagne qui accumulait des surplus ont été légèrement résorbées par la crise. Cependant, si ces déséquilibres ont été relativement atténués, la situation reste difficile et très coûteuse pour l'Espagne qui peine à faire reprendre ses exportations afin de compenser la chute de son marché immobilier.

Enfin, on peut se demander si l'euro a bien protégé les économies contre le risque d'une crise de balance de paiement au cours de la période 2008/2009.

Tel a bien été le cas dans la mesure où il existe des effets pervers du à l'endettement en monnaies étrangères. L'Islande a été la victime d'attaques spéculatives auto-réalisatrices, où les investisseurs ont voulu anticiper une dévaluation de la monnaie en retirant leurs capitaux, précipitant justement le mouvement de dévaluation. Les membres de la zone euro sont protégés contre ce type d'attaques. Est-ce à dire, pour autant, que la monnaie unique ne représente que des avantages ? Il faut relever un certain nombre d'inconvénients. En termes de compétitivité, l'appartenance à l'euro a pénalisé des pays ayant pour voisins et partenaires commerciaux la Grande-Bretagne ou la Suède, comme c'est le cas de l'Irlande et de la Finlande. La livre sterling et la couronne suédoise se sont en effet considérablement dévaluées. De plus, comme mentionné plus haut, le changement de comportement des marchés a remis en question le rôle protecteur de l'euro en termes de finances publiques. Au moment de l'entrée dans la zone euro, les « pays du Club Med », qui avaient une inflation élevée mais des taux d'intérêt nominaux sur leur dette encore plus élevés (du fait de la crainte qu'ils laissent courir leur inflation), ont bénéficié de taux d'intérêt allemand et ainsi financé leur dette à un plus faible coût. Cela a deux effets : la dette s'accumule moins vite car les intérêts s'accumulent moins vite, mais d'un autre côté il est moins coûteux pour soi d'avoir une dette élevée. Il aurait donc été plus sage pour un pays comme la Grèce d'en profiter pour réduire le poids total de leur dette, ce qui n'a pas été le cas. Avec la crise, on se trouve dans une nouvelle logique où en dépit de la monnaie unique, les marchés considèrent que la Grèce va avoir du mal sur le long terme à trouver les recettes fiscales nécessaires pour rééquilibrer sa situation. On est donc passé d'un scénario de défaut implicite monétaire à un scénario de défaut explicite, qui explique la hausse des *spreads*.

L'EEAG s'est prêté à l'exercice des recommandations pour le cas de la Grèce, le scénario FMI l'emportant sur le scénario européen (FME ou Commission européenne). Dans ce cas, l'Europe est à la fois juge et partie : elle l'a été au moment de l'accession de la Grèce à la monnaie unique, en fermant les yeux sur les manipulations comptables, mais aussi lorsque la France et l'Allemagne ont violé le Pacte de stabilité et de croissance, où rien n'a été fait car ce sont ces pays qui décident si le Pacte est ou non appliqué. Pour des raisons de crédibilité, il semble important de déléguer à une tierce partie la tâche de rééquilibrage de la dette grecque en contrepartie d'efforts budgétaires.

▲ MICHEL PÉBEREAU

président de l'Institut de l'entreprise

Michel Pébereau est revenu dans un premier temps sur la question de la confiance. Le moteur fondamental qui a transformé la crise financière en crise économique globale est précisément une crise de confiance. L'affaire de Lehman Brothers a été le point de départ de cette crise sans précédent et l'importance du phénomène doit être absolument soulignée. Rétablir la confiance n'est pas seulement nécessaire sur un plan économique et conjoncturel, mais aussi et surtout sur un plan structurel. S'il y a un domaine dans lequel les économies les plus avancées ont un avantage comparatif sur les économies émergentes, c'est celui de la confiance. Laisser affecter cet avantage, qui est presque le seul ou du moins le plus essentiel, est tout à fait tragique. Il est particulièrement grave que cette crise de confiance se soit développée à partir des États-Unis, pays centre de ce dispositif de confiance qui est au fondement de l'économie de marché. Celle-ci en effet repose en-

tièrement sur la confiance, le marché étant le contrat et le contrat supposant la confiance. Néanmoins pour l'Europe il s'agit d'une opportunité formidable, cette crise étant d'abord et avant tout américaine. La question est alors de savoir dans quelle mesure l'Europe est capable de développer à cette occasion un avantage comparatif par rapport aux États-Unis.

Ensuite, Michel Pébereau confirme le propos de Gilles Saint-Paul concernant le *credit crunch* : toutes les enquêtes de terrain permettent de constater que les entreprises en Europe n'ont pas manifesté de manque lié à une insuffisance de crédit. En France, la situation est encore plus favorable que la moyenne de la zone euro. La question de la qualité de l'information économique est alors très importante : la reprise économique dépend en partie de la confiance des agents en la capacité de leur économie à financer les développements de demain.

En ce qui concerne la dette, il ne faudrait pas oublier qu'en France, environ 500 milliards d'euros sont directement liés au régime des retraites de la fonction publique, qui a ainsi le statut d'une énorme dette hors bilan. On comprend que l'enjeu actuel de la réforme des régimes de retraite est tout à fait crucial sur le plan de l'économie française : réformer ce régime permettra d'engager la réduction des déficits publics.

▮ ÉCHANGES AVEC LA SALLE

Philippe Auberger, membre du Conseil Général de la Banque de France, et avocat associé au Cabinet August & Debouzy, s'interroge alors : si la cohérence des politiques économiques est un des éléments clefs pour le rétablissement de la confiance, ne peut-on pas craindre qu'une intervention du FMI dans la crise grecque introduise précisément de la méfiance ? **Yves-Thibault de Silguy**, président du Conseil d'administration de Vinci, propose quelques éléments de réponse : il semble possible de rétablir la confiance si l'on fait le choix d'un système plus contraignant de sanctions en termes de politiques budgétaires à l'échelle européenne. Une telle évolution impliquerait nécessairement la perte d'une partie de la souveraineté nationale, mais enverrait un signal fort aux marchés et favorable pour le rétablissement de la confiance. Ensuite, il serait souhaitable de développer des initiatives fédératrices. Par exemple, on pourrait envisager la création d'un système d'agences européennes d'émissions conditionnelles de dette, qui n'agirait qu'une fois certaines conditions de nature budgétaire respectées. Et même sans aller jusque-là, il est nécessaire qu'une fois pour toutes on se mette à appliquer les dispositions du traité sur la coordination des politiques budgétaires.

Pour **Gilles Saint-Paul**, d'un point de vue macroéconomique la question de la confiance est en réalité celle de la crédibilité, à savoir la capacité de s'engager sur l'avenir (maintien de l'inflation en dessous de, maintien du déficit à tel ou tel niveau). La question devient donc : comment fait-on pour avoir de la crédibilité quand on en est dépourvu au départ ? C'était le cas de la Grèce ou de l'Italie, avant leur entrée dans la zone euro, pays qui avaient 6/7 % d'inflation et empruntaient à 13/15 % : personne ne les croyait capable de maîtriser leur inflation et ils étaient ainsi contraints de financer leur dette à un coût élevé. Le

meilleur moyen de gagner de la crédibilité est de déléguer à une tierce partie sa propre politique : ce fut la BCE pour ces mêmes pays. À présent dans la zone euro, on a acquis de la crédibilité monétaire mais pas de crédibilité budgétaire car la politique budgétaire est déterminée par des gouvernements qui jouent entre eux un jeu souvent compliqué. Ce scénario FMI paraît convaincant car il permet de déléguer la conditionnalité de l'ajustement grec à une tierce partie. Or en Europe, l'EEAG considère qu'il n'y pas d'entité dotée de cette légitimité de fixation budgétaire. En faisant appel au FMI, certes on fait comprendre que l'on n'est pas capable de se débrouiller tout seul, mais d'un autre côté on envoie aux marchés un signal selon lequel on est prêt à renoncer à une part de souveraineté sur le plan politique pour acquérir cette crédibilité.

Jean-Gilles Sintès, conseiller du président de Viel & Cie, s'interroge : quel est l'avis de l'EEAG sur l'excédent de liquidité dû à la croissance asiatique ? **Gilles Saint-Paul** indique qu'un des précédents rapports de l'EEAG traite justement de l'origine des déséquilibres globaux : est-ce qu'il s'agit des Américains qui consomment trop ? Ou bien de la Chine et des pays producteurs de pétrole qui épargnent trop ? Si c'est le dernier cas, il faut bien que cette épargne soit compensée par de la dépense ailleurs, ce qui se traduit par un coût de l'argent faible. En considérant que le consommateur américain est le plus impatient, c'est lui qui de façon résiduelle consomme tout cela. Le débat est assimilable à celui de la poule et de l'œuf : car si ce ne sont pas les américains qui sont les consommateurs les plus impatients, c'est le Parti Communiste Chinois qui est trop patient. À cela s'ajoute la politique monétaire chinoise qui maintient artificiellement un taux de change faible. Si cela joue un rôle à court terme on peut en douter à long terme, dans la mesure où à cette échelle de temps les prix s'ajustent : c'est alors

un arbitrage pour la Chine entre avoir plus d'inflation versus plus d'appréciation de sa monnaie. Dans tous les cas, d'un point de vue économique, il s'agit d'une situation qui n'est pas saine. La situation saine serait celle où la Chine et l'Inde se développent plus rapidement en investissant plus et consommant plus : les capitaux iraient ainsi des pays les plus avancées vers les économies émergentes. Pour y parvenir, on ne peut que souhaiter le retour d'une croissance et d'une demande fortes dans ces pays-là. Ensuite, si le Parti Communiste Chinois continue à accumuler des surplus commerciaux, la théorie économique dit que de façon asymptotique les Chinois vont posséder toute la planète. Le point délicat ici est le risque de ne pas se situer dans un rapport gagnant-gagnant entre plusieurs économies, dans la mesure où au consommateur « normal » fait face le Parti Communiste Chinois, dont on peut douter des intentions. Si celles-ci sont stratégiques et visent un accroissement de pouvoir, alors on serait en situation de guerre économique.

Jean-Marc Daniel, directeur de la rédaction de *Sociétal*, demande enfin : comment dépasser le dilemme entre la réduction des déficits et le ralentissement de la croissance ? Comment réduire les déficits sans que cela joue défavorablement sur la croissance ? Comme l'indique **Gilles Saint-Paul**, la théorie économique est souvent schizophrénique en la matière. On est ainsi keynésien à court terme en disant que les déficits sont bons pour la croissance et classique à long terme, affirmant que les déficits impliquent plus d'impôts en moyenne, donc moins d'incitations à investir et écouler du capital. La manière de réconcilier cela est de faire plus de déficit en récession qu'en expansion, mais ces fluctuations doivent s'articuler autour d'un niveau moyen nécessairement faible, proche de zéro. Un surplus de 2 % en expansion signifie qu'avec un déficit de 3 % en récession, on fait un stimulus de 5 %.

Marchés financiers : comment rétablir la confiance ?

Débat autour du 9^e rapport de l'EEAG du CESifo

C'est dans un contexte de reprise mondiale fragile que le European Economic Advisory Group (EEAG) du CESifo (Munich) analyse l'évolution à venir des marchés financiers. Le bilan que dresse ce groupe de 8 économistes de réputation mondiale est mitigé. La faillite de Lehmann Brothers, en septembre 2008, s'est traduite par une disparition spectaculaire de la confiance tant sur les marchés financiers qu'envers les institutions financières elles-mêmes.

Malgré l'embellie économique observée depuis la fin 2009, rien n'indique que le niveau de confiance qui prévalait avant la crise ait été rétabli. Les conséquences, à terme, sur l'évolution des marchés financiers ne sont pas négligeables : baisse durable de la demande pour des produits complexes et risqués, moindre diversification des portefeuilles, défiance vis-à-vis de l'intermédiation financière devraient être la norme dans les années à venir. Cependant, le rapport relève deux raisons d'espérer : une meilleure régulation financière, d'une part, et des actions conduites par l'industrie financière elle-même – dont le rapport offre trois exemples – devraient permettre de résorber cette défiance sur la durée.

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