

COMMENT REDONNER CONFIANCE A L'ECONOMIE MONDIALE ?

(MADRID, 11 MARS 2003)

Avant de tenter de répondre à cette question, il convient de s'interroger sur les raisons fondamentales de la perte de confiance à laquelle nous assistons.

I. Les raisons fondamentales de la perte de confiance :

Si l'on fait abstraction des incertitudes géopolitiques du moment, on peut observer que ces raisons fondamentales sont toutes reliées aux excès boursiers du passé récent.

Les marchés d'actions ont quadruplé en valeur du début des années 90 à la mi-2000. La "bulle" a alors éclaté et les marchés se sont affaiblis de 50 % au cours des trois dernières années pour rejoindre un niveau proche de celui de la fin de 1997.

- a) Ces années d'euphorie boursière ont présenté des caractéristiques uniques qui contribuent à expliquer l'inquiétude et la morosité d'aujourd'hui :
 - ❑ Les années d'expansion ont été vues comme un processus sans fin en raison d'une croyance, erronée mais très répandue, -croyance ayant fait l'objet d'une véritable propagande- selon laquelle une "nouvelle économie" (ou un "nouveau paradigme") était née qui allait transcender les cycles économiques classiques ;
 - ❑ Cette euphorie boursière a conduit à des taux de rendement très élevés du capital, ce qui a, à son tour, attiré de plus en plus de fonds vers les marchés d'actions ;
 - ❑ Les analystes financiers ont contribué à faire croire aux épargnants et aux entreprises que la valeur des actifs détenus par les actionnaires ("shareholder value") pouvait croître indéfiniment à un rythme de l'ordre de 15 % par an.

- b) Mais, ces années d'euphorie, suivies du dégonflement de la bulle boursière, ont entraîné des conséquences négatives profondes sur la confiance de marchés :
 - ❑ La théorie s'est éloignée de plus en plus de la réalité. Les marchés étaient si heureux de voir la croissance des actifs perdurer qu'ils ont fini par se persuader que la profitabilité des entreprises s'était structurellement améliorée. En fait, cela n'a pas été le cas. En raison, en partie, de l'intense compétition économique internationale, les marges bénéficiaires des entreprises, notamment aux Etats-Unis, ont été faibles. Il n'y a guère que dans le secteur des services que les firmes ont conservé le pouvoir de relever leurs prix. La productivité du travail a, certes, augmenté significativement aux Etats-Unis, mais pas aussi spectaculairement qu'on a bien voulu le proclamer.

- Afin de maintenir coûte que coûte "la croissance annuelle de 15 %" de leur valeur boursière, un grand nombre de sociétés ont procédé à des rachats massifs d'actions. Cette destruction de capital n'a été rendue possible que grâce à une croissance considérable de l'endettement des entreprises¹. Ce phénomène a affaibli la structure financière du monde industriel.
- Certaines entreprises ont été tentées d'aller au-delà et de transgresser les règles comptables. Les cas sont bien connus : quelques dirigeants, contrôlés par des auditeurs accommodants et aidés par des conseils "imaginatifs", ont cherché à gonfler artificiellement leurs bénéfices.
- Les investisseurs vivent depuis près de trois ans dans un marché baissier. Nombre de "nouveaux" investisseurs ont perdu plus de 50 % de leurs placements. Jusqu'à présent, l'impact de ce phénomène sur la consommation -à travers l'"effet richesse"- a été limité. Mais la confiance se délite. Les fonds de pension et les mécanismes d'épargne retraite ont été victimes de l'effondrement de la bourse. Les comportements d'un certain nombre de dirigeants (abus des "stocks options" notamment) et les scandales comptables ont contribué à donner une image négative du monde des sociétés².

En définitive, l'ampleur de l'aveuglement collectif et du décalage entre le théorie officielle et les faits explique la portée de la désillusion éprouvée par les agents économiques lorsque la réalité a repris le dessus.

0o0

II. Comment redonner confiance ?

a) Il est, évidemment, normal et, dans une certaine mesure souhaitable, de resserrer l'appareil réglementaire après une telle poussée d'exubérance et d'irrationalité :

- Alors qu'il est généralement admis que les cas du "type-Enron" sont des exceptions de caractère criminel, les régulateurs multiplient de nouvelles règles qui semblent fondées sur l'idée que ces cas ne sont pas si exceptionnels. Cette approche est ambiguë. Les régulateurs considèrent, sans doute, que des règles plus strictes dissuaderont les dirigeants de transgresser la loi. Mais l'on peut aussi observer que la prolifération de nouvelles règles ne conduit pas nécessairement à des comportements plus vertueux. Un système, aussi "parfait" soit-il ne peut, par lui-même éliminer la fraude.
- Peut-être plus importante que le resserrement des règles, est la nécessité -dans un monde intégré- d'harmoniser internationalement les règles comptables qui s'appliquent aux sociétés ainsi que les pratiques de "bonne gouvernance". Or, on n'a accordé, jusqu'à présent, à cet objectif, qu'un intérêt limité. Ce à quoi nous assistons, en revanche, est une multiplication de nouvelles règles "ad-hoc" de pays à pays. Cette approche ne conduit ni à

¹ De 1997 à 2002, les entreprises (non-financière et non agricoles) des Etats-Unis ont "perdu" quelque 500 milliards de dollars de capital, mais ont augmenté leur endettement de près de 2000 milliards de dollars.

² Habituellement, 10 % des sociétés aux Etats-Unis révisent leurs états financiers. Ce pourcentage a été multiplié par cinq en 2002. Quant à la longévité moyenne de la fonction de PDG, elle est passée de 12 à 3 ans au cours de dix dernières années aux Etats-Unis.

plus de clarté, ni à un retour à la confiance. De fait, il est absolument nécessaire de faire converger et de rendre compatibles ces règles et pratiques³.

b) L'ajustement aux excès de la bulle n'est pas achevé :

- Après la chute des valeurs boursières, les experts tendent à estimer que *la relation "prix des actions/rendements" (PER)* est devenue "plus normale". Le ratio à long terme entre la capitalisation boursière aux Etats-Unis et les tendances structurelles des profits macro-économiques a été, en moyenne, de 17.5 sur la période 1955-2003. Ce rapport a culminé à 45 au point haut de la bulle ; il est redescendu aujourd'hui à 17.5. Mais, après des périodes de bulle spéculatives, ce ratio a tendance à sur-réagir. De nouvelles baisses ne sont donc pas complètement à exclure.
- Les banques tendent à devenir plus sensibles aux risques et plus sélectives dans l'octroi de leurs crédits dont elles attendent une rémunération accrue.
- Les modèles internes d'évaluation de leurs risques par les banques sont souvent corrélés aux marchés d'actions. Ceci accroît la pro-cyclicalité des résultats bancaires et aussi leur volatilité. Nombre de règles proposées au titre de l'IAS 39 vont dans la même direction. A cet égard, et à titre illustratif, ce serait une erreur majeure, particulièrement en Europe, où l'économie dépend beaucoup plus qu'aux Etats-Unis de l'intermédiation bancaire d'imposer aux banques, pour leurs opérations de couverture par instruments dérivés, des méthodes comptables fondées sur leur valeur de marché instantanée ("fair value") telles que proposées par le conseil de l'IAS (International Accounting Standards).
- L'euphorie passée a conduit à des acquisitions coûteuses qui doivent désormais être amorties ou passées en pertes. Aux Etats-Unis, 700 milliards de dollars d'écarts d'acquisitions ("good will") ont été provisionnés en 2002. Les chiffres sont également spectaculaires dans l'industrie de la communication et du téléphone en Europe. A coup sûr, grâce à ces provisions comptables, les sociétés nettoient leurs bilans, mais l'endettement massif qu'elles ont encouru pour financer ces acquisitions demeure. Il est devenu, aujourd'hui (mais non hier !), le souci majeur des analystes et des agences de notations.
- En raison de l'énorme gaspillage de ressources entraînées par la combinaison d'une politique monétaire accommodante et de la bulle boursière qui s'en est suivie, l'économie mondiale est dans une situation d'excès de capacité. Ceci n'est guère de bon augure pour une forte et rapide reprise de l'investissement des entreprises.
- Les ménages et les consommateurs, qui ont été les piliers de la croissance mondiale au cours de ces dernières années, doivent se persuader que les conditions s'améliorent. Plusieurs questions se posent à cet égard :
 - souhaitent-ils épargner davantage en raison de incertitudes actuelles et de l'avenir de leurs fonds de pension ?

³ Comment l'opinion publique peut-elle comprendre, par exemple, qu'en raison de différences dans les définitions, une société française cotée à New York peut déclarer que son conseil comporte 50 % d'administrateurs "indépendants" aux termes des recommandations françaises du MEDEF et de l'AFEP, alors qu'elle n'en compterait que 22 % en vertu des règles de la nouvelle loi américaine SARBANES-OXLEY, mais qu'elle en comporterait 64 % d'après les règles de l'autorité de contrôle du marché financier de New York ?

- sont-ils rassurés au sujet de la santé financière des entreprises et de leur capacité à investir ?
- ou sont-ils inquiets des licenciements auxquels procèdent de nombreuses entreprises surinvesties et surendettées et qui cherchent à réduire leurs coûts ?
- combien de temps prendra la "réparation indispensable des bilans des ménages et des entreprises ?

oOo

Telles sont, en effet, quelques-unes des questions qui se posent en matière de retour à la confiance. Les solutions ne sont pas immédiates, mais c'est la capacité à les concevoir et à les mettre en oeuvre qui comptera bien plus que des modifications réglementaires de détail sur lesquels on a trop souvent tendance à se concentrer.

En arrière plan, se posent les vrais problèmes fondamentaux : les incertitudes macroéconomiques liées à l'ampleur considérable du déficit de la balance des paiements courants des Etats Unis et au dollar, l'Europe à la croissance molle et aux réformes de structure trop souvent reportées, la crise de confiance dont souffrent les marchés émergents, les problèmes, toujours non résolus, du Japon.... Et en facteur commun, les incertitudes géopolitiques....

Pour répondre à ces problèmes d'une façon qui rassure les investisseurs et les consommateurs, des "victoires" militaires ne suffiront pas. Il est nécessaire de voir l'économie mondiale s'engager dans un processus de croissance saine et durable : mais ceci suppose à son tour un "leadership", une direction collective ferme de la part des pays du G7 et des institutions multilatérales.

* *