

ANALYSE

Quel impact de la crise sur la croissance à moyen terme ?

La crise financière devrait ralentir durablement le potentiel de croissance des États-Unis. La probabilité pour que les liquidités alimentent une nouvelle vague de valorisation des actifs détenus par les ménages est faible. Dans ce contexte, le taux d'épargne privé américain pourrait se redresser de plus de 5 points, pénalisant la consommation. Cet ajustement pèsera à court terme sur la croissance des pays européens et émergents. En revanche, à plus long terme, le rééquilibrage de la balance courante américaine est de nature à favoriser une appréciation du dollar vis-à-vis de l'euro et une relance de la demande intérieure des pays émergents, couplée à une hausse de leur taux de change réel. Cette « migration » de la demande vers les pays émergents devient un enjeu clé pour éviter un scénario de déflation mondiale. Elle nécessite un renforcement des structures bancaires de ces pays, de sorte que leurs excédents d'épargne soient recyclés en interne et que soit rompue la dichotomie actuelle entre pays « sur-producteurs » du Sud et de l'Est et pays « sur-consommateurs » du Nord. Au final, l'Europe pourrait gagner à ce rééquilibrage des parités et de la géographie de la demande.

La crise de faillite qui atteint le système bancaire sanctionne-t-elle des **dérives circonscrites** à la sphère financière ou est-elle ancrée dans des **déséquilibres réels plus profonds** ? La réponse à cette question est décisive pour évaluer la façon dont la crise mordra sur l'économie réelle. **Récession** ou **dépression** ? La première hypothèse ne fait plus de doute, mais elle banalise la crise actuelle, la renvoyant au rang des secousses financières qui rythment les cycles depuis 20 ans. Le terme de « **récession** » suppose en effet l'alternance « normale » de phases **d'accélération et décélération de l'activité**, s'enroulant autour d'une tendance inchangée. Le chômage qu'elle occasionne est transitoire et son inflexion ne remet pas en cause son niveau d'équilibre. La **seconde hypothèse** suppose une forme grave de crise économique. Elle consiste en un **ralentissement significatif et durable** de la consommation et de l'accumulation de facteurs, et donc de la production potentielle. Cette inflexion affecte notamment les rythmes de création d'emplois et de productivité globale. Cette note vise donc à circonscrire les conséquences potentielles de la crise financière qui se joue depuis plus d'un an.

Crise financière, une histoire à répétition...

Jusqu'au cœur des années 1980, l'alternance de phases de haute et de basse activité témoignait principalement des tensions qui s'opéraient entre l'offre et la demande. Au-delà d'un certain niveau de production, la pleine utilisation des capacités freinait les gains de productivité et engendrait une inflation sur le marché des biens, des services et du travail. La rentabilité ou le pouvoir d'achat en sortaient affaiblis, pénalisant transitoirement la croissance à court terme. **Le cycle de crédit** jouait un rôle dans l'oscillation de l'activité, mais **demeurait un facteur de second plan**. Depuis le mouvement de **désintermédiation et de libéralisation financière** opéré dans les années 1980, la prégnance des phénomènes financiers sur les fluctuations économiques tend à s'affirmer :

- Chaque retournement conjoncturel semble se doubler d'une composante d'instabilité financière ; les effets de richesse induits jouant un rôle décisif dans la dynamique conjoncturelle.
- Simultanément, la financiarisation a accru le **décalage entre les cycles d'activité** des différentes régions du monde, à défaut de permettre un véritable **découplage**. Les excédents de liquidité dégagés par les pays les plus avancés au moment du ralentissement de leur activité tendent à se recycler vers le reste du monde et à détendre les conditions monétaires des pays « suiveurs ». Ce décalage entre les cycles d'activité (notamment entre États-Unis et Europe) a finalement **diminué la volatilité de la croissance mondiale** et atténué l'instabilité réelle contrairement à bien des intuitions.

Tableau 1 : Récurrence des crises financières et des interventions publiques depuis le milieu des années 1980

	<i>Faits saillants</i>	<i>Coût public du renflouement</i>	<i>Épisode de ralentissement</i>
Crise des Savings & Loans 1986-1992	Origine : Inversion de la courbe des taux, après une période de facilité monétaire + effondrement du marché hypothécaire : de 1986 à 1991, les mises en chantier chutent de 1,8 à 1 million. Conséquences : faillite de 747 S&L associations. Créances douteuses : 3 % à 4 % des prêts.	Plan de 153 Mrds de \$ pour fermer et vendre les S&L insolubles (3,5 % du PIB de 1986). Coût final : 125 Mrds de \$ (2,8 % du PIB de 1986).	Récession américaine : 1990-1991
Crise financière suédoise 1990-1992	Origine : Baisse de l'immobilier, hausse des taux d'intérêt, attaque spéculative contre la couronne qui induisent une hausse du fardeau de l'endettement étranger pour les banques. Conséquences : les créances douteuses représentent 13 % – 14 % des prêts en 1992 ; cette crise impacte aussi la Norvège et la Finlande.	Nationalisation des banques et reprise des créances douteuses par des banques dites « poubelles », AMCs. Coût brut : 12 Mrds de \$, soit 4 % du PIB suédois. Coût nul après liquidation	Récession suédoise : 1990-1992 européenne : 1992-1993
Crise immobilière France 1991-1996	Origine : Chute de – 30 % à – 40 % selon les secteurs des prix de l'immobilier de 1992 à 1996. Conséquences : Surexposition de certaines filiales de banques (<i>Altus Finance</i> pour le Crédit Lyonnais). Lourdes pertes du Crédit Lyonnais dès 1992.	Quasi-faillite du Lyonnais. Le CDR (consortium de réalisation) reprend en 1995 28,3 Mrds d'€ (2,4 % du PIB de 1995) de créances douteuses. Pertes nettes : 16 Mrds d'€, fin 2006 (0,9 % du PIB 2006).	Récession française 1990-1993, puis croissance molle jusqu'au début de 1997
Crise japonaise 1990-2000	Origine : Chute des prix de l'immobilier, chute du Nikkei ; forte exposition au risque des banques à travers des filiales immobilières Conséquences : Réaction tardive des banques et des autorités ; les banques dissimulent leurs pertes latentes. La part des créances douteuses culmine finalement à 33 % en 1998.	Plan de 500 Mrds de \$ (12 % du PIB de 1998) pour assainir les bilans et relancer l'économie en 1998.	Récession nipponne 1991-1999
Crise asiatique 1997-1998	Origine : Surinvestissement et hausse de l'inflation Conséquences : Chute du baht thaïlandais qui se propage. Spirale de dévaluation, de montée des taux et de hausse de l'endettement libellé en devises. Effondrement des bourses émergentes. Diffusion de la crise aux autres pays émergents et notamment à la Russie, l'Argentine et le Brésil.	Détente monétaire et injection de liquidités. Faillite puis sauvetage de LTCM orchestré par la FED et interventions du FMI.	Ralentissement au premier semestre de 1998 dans les pays de l'OCDE qualifié a posteriori de « Trou d'air ».
Krach boursier de 2000-2002	Origine : Crise des valeurs technologiques ; surendettement des entreprises. Conséquences : Chute graduelle des cours à la suite de l'effondrement des valeurs technologiques du Nasdaq en avril 2000. De son point haut, fin mars 2000, à son point bas, début octobre 2002, le S&P 500 perd 48,6 % ; du 4 septembre 2000 au 12 mars 2003, le CAC 40 perd 65 %. (Quasi-) Faillites d'Enron, Worldcom, Vivendi...	Détente des politiques monétaires et injections de liquidités par les Banques centrales. Loi Sarbanes-Oxley, de 2002, qui impose de nouvelles règles sur la comptabilité et la transparence financière.	Récession américaine mi-2000-2002 Récession européenne : mi-2002-mi-2003
Crise des sub-primes	Origine : Retournement du cycle immobilier. Conséquences : 7 septembre 2008, nationalisation de fait de Fannie Mae et Freddie Mac. 15 septembre 2008 Lehman Brothers se déclare en faillite. 16 septembre 2008, sauvetage par la Fed du numéro un américain de l'assurance, AIG.	19 septembre 2008 : le Plan Paulson, « <i>Troubled Asset Relief Program</i> », prévoit 700 Mrds de \$ (4,9 % du PIB) pour le rachat des actifs toxiques.	Entrée en récession américaine T3-2007 à

Source : CAS

Depuis 20 ans, chaque reprise au sein des pays de l'OCDE s'est opérée sur fond de déséquilibres financiers, doublés d'une bulle sur certains actifs. Chaque épisode semblait contenir les germes d'une crise potentiellement systémique (tableau 1). La reprise de la seconde moitié des années 1980 a buté sur le surendettement des ménages et la crise des institutions financières avec une explosion concomitante de la bulle immobilière dans de nombreux pays. Celle de la seconde moitié des années 1990 a buté sur le surendettement des entreprises, l'explosion induite de la bulle boursière, la dépréciation du patrimoine financier des ménages et des actifs intangibles des entreprises. **Répétant le scénario des années 1980, la reprise de 2004-2007 s'est jouée sur fond de surendettement des ménages et de bulle immobilière.**

Les déséquilibres de financement qui sous-tendent ces différents épisodes de reprise ont nourri un débat récurrent sur le caractère soutenable du régime actuel de croissance. L'abondance de liquidités et l'enchaînement des bulles ont permis jusqu'ici de **déjouer les pronostics les plus pessimistes**. Les « accidents » financiers qui ont ponctué les trois dernières décennies ont eu des conséquences réelles moins dommageables que ne le laissaient présager les avis les plus alarmistes. Le report des liquidités d'un marché

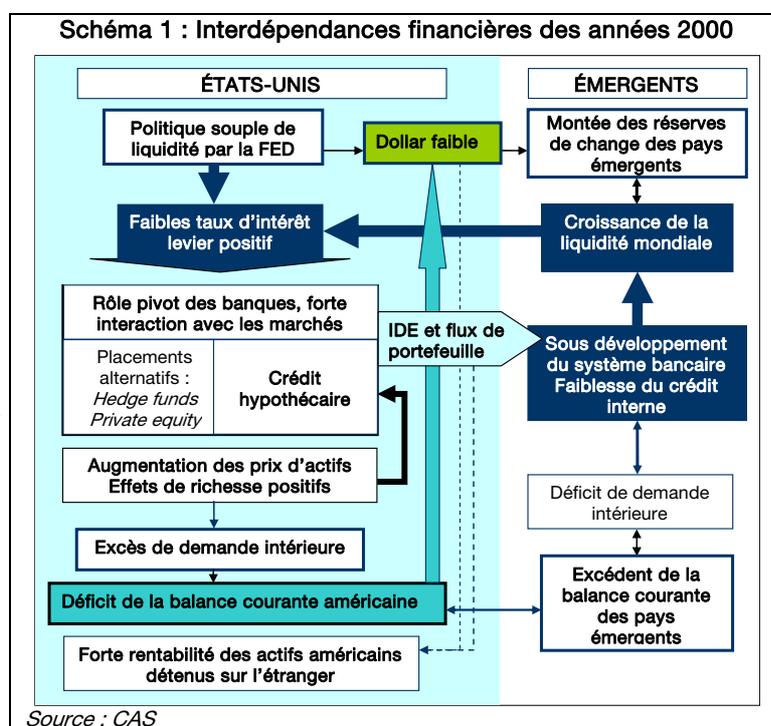
à l'autre, marchés boursiers, obligataires et hypothécaires, a différé les effets de richesse négatifs attendus. **Chaque grande vague de reprise mondiale a été ponctuée de crises de mi-parcours et a puisé un nouvel élan dans l'émission de liquidités induite pour y remédier.** Ce fut le cas de l'éclatement du krach boursier de 1987, de la crise de change et de solvabilité bancaire des pays émergents en 1997-1998. De plus, l'alternance d'un cycle à l'autre des agents privés (ménages/entreprises) qui s'exposent au risque d'endettement a permis à l'économie de rebondir après chaque secousse.

Anatomie de l'ordre financier des années 1990-2000

Au cours des deux derniers cycles, la croissance mondiale a eu pour toile de fond une montée des déséquilibres commerciaux bilatéraux. L'abondance des liquidités mondiales et leur recyclage, à travers la constitution massive de réserves de change du côté des pays asiatiques, ont permis le **bouclage sans tension du financement des déficits courants**. Un partage des moteurs de la croissance mondiale s'est ainsi opéré entre d'une part, les pays émergents, « sur-producteurs », et d'autre part, les pays développés « sur-consommateurs », essentiellement les États-Unis, le Royaume-Uni et l'Espagne¹. **Les États-Unis** se sont érigés en « **consommateur en dernier ressort** » du monde, selon les termes de D. Plihon et R. Guttman², aidés en cela par une politique monétaire accommodante (graphique et schéma 1).

L'abondance des liquidités primaires a joué un rôle clé dans l'ordonnement de la croissance mondiale :

- Elle a d'une part alimenté un **effet de levier**, au sens où le coût de l'argent emprunté était structurellement inférieur aux rendements des différentes classes d'actifs : actions, obligations privées (*corporate*), produits dérivés.
- Elle a propulsé au premier rang certains canaux de la « finance alternative » qui exploitaient au mieux les différentiels de rendement : notamment le *private equity* dans sa composante LBO (*Leverage Buy Out*)³ et les *Hedge Funds*. Le premier segment, dédié au rachat d'entreprises existantes et à leur cession, a réalisé des opérations de plus en plus grande envergure⁴, adossées à un endettement important. Le second a bénéficié à son passif de liquidités bancaires importantes⁵.



La montée en puissance des canaux de la « finance alternative » a **créé des conditions exceptionnelles d'accès à la liquidité** pour tous les acteurs du marché, financiers ou non financiers. L'offre financière a atteint un degré exceptionnel de diversification, couvrant une large gamme de risques et de types d'entreprises. De ce point de vue, la croissance des années 1990-2000 a bénéficié d'un « écosystème » extrêmement favorable au financement des nouveaux secteurs ou aux restructurations des secteurs matures.

Cette profusion a aussi été une source de fragilité. La montée du risque est inhérente à un usage abusif de l'effet de levier en période de faible étiage des taux d'intérêt. La liquidité a été par exemple artificiellement entretenue sur le marché du *private equity* par le recours à des LBO dits « **secondaires** », où les plus-values relevaient de rachats d'actifs entre les Fonds de capital investissement eux-mêmes. Dans ces circonstances, les risques de défaillance sont renforcés en cas de retournement conjoncturel.

¹ Rappelons qu'un déficit de la balance courante décrit principalement un surcroît d'importations de biens et services sur les exportations. Par référence à l'égalité comptable Production (Y) + Importations (M) = Demande intérieure (D) + Exportations (X), une balance courante négative témoigne d'un excès de demande intérieure sur la production : $X - M = Y - D < 0$.

² D. Plihon et R. Guttman, « Consumer Debt at the Center of Finance-Led Capitalism », *Working paper*, 2008, http://www.univ-paris13.fr/CEPN/Texte_colloque_170108.pdf

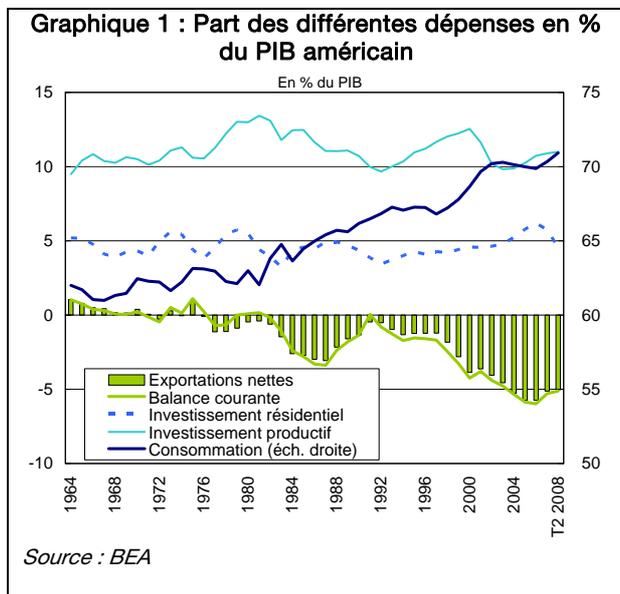
³ Fonds spécialisés dans le rachat d'entreprises.

⁴ Le plus important LBO annoncé à ce jour (février 2007) porte sur 44 milliards de dollars (dont 12 milliards de dette) et vise le rachat du numéro un de l'énergie texan TXU par le fonds Kohlberg Kravis Roberts & Co (KKR).

⁵ L'encours mondial des *Hedge Funds* est passé de 500 milliards de \$ en 2000 à 1 760 milliards fin 2007.

Plus globalement, une spirale « d'inflation » sur les actifs s'est développée à travers l'activation d'une « boucle » crédit/ricesse. Le caractère pro-cyclique de la finance et de ses règles prudentielles a été pointé par certains économistes, bien avant l'occurrence de la crise⁶ :

- Le rôle de la « *fair value* » dans le cadre des normes IFRS qui permet de répercuter une partie de la hausse du prix des actifs et d'augmenter la capacité de crédit des entreprises non financières en période de valorisation des actifs, ce qui fragilise le système bancaire, les ratios prudentiels (Bâle II) étant incapables d'appréhender un accroissement du risque global inhérent à l'inflation des prix d'actifs.
- Les conditions d'octroi des crédits hypothécaires, indexés sur la valeur du prix de l'immobilier.



Cet environnement de faible coût des liquidités, a entretenu une situation de forte propension à consommer et favorisé la persistance et la dégradation de la balance courante américaine (graphique 1). La formation des déséquilibres américains ne peut être dissociée de la dynamique qui caractérise les pays émergents. Les pays d'Asie, notamment, ont contrecarré la tendance à la dépréciation de la devise américaine, par la constitution massive de réserves libellées en dollars. Le bouclage financier s'est ainsi opéré, entretenant une situation d'« hyper-liquidité » mondiale. Cette forme de recyclage témoigne aussi de la faiblesse des structures d'intermédiation financière dans les pays émergents ou dans ceux du Moyen-Orient. La faiblesse de leur demande intérieure reflète à la fois une sous-évaluation du change, qui limite le pouvoir d'achat des agents privés, et le faible potentiel de redistribution des excédents d'épargne *via* le crédit interne.

Enfin, cette situation a permis aux États-Unis de bénéficier d'un effet de levier sur sa position extérieure. Les liquidités « entrantes », ont été pour partie recyclées, constituant un actif dont la valorisation a compensé l'augmentation de la dette⁷.

Une remise en cause en profondeur des moteurs de la croissance ?

Enclenchée depuis plus d'un an aux États-Unis, la crise financière a eu pour première conséquence de dégrader le bilan des banques, acteurs pivots du levier d'endettement, et de créer un mouvement de défiance exacerbée qui a conduit au gel de toutes transactions sur le marché interbancaire. L'intégralité des refinancements transite aujourd'hui par la FED. La crise a eu pour seconde conséquence majeure d'entraîner une dépréciation massive et concomitante d'une gamme très large d'actifs : immobilier, obligations *corporate*, dérivés de crédit⁸.

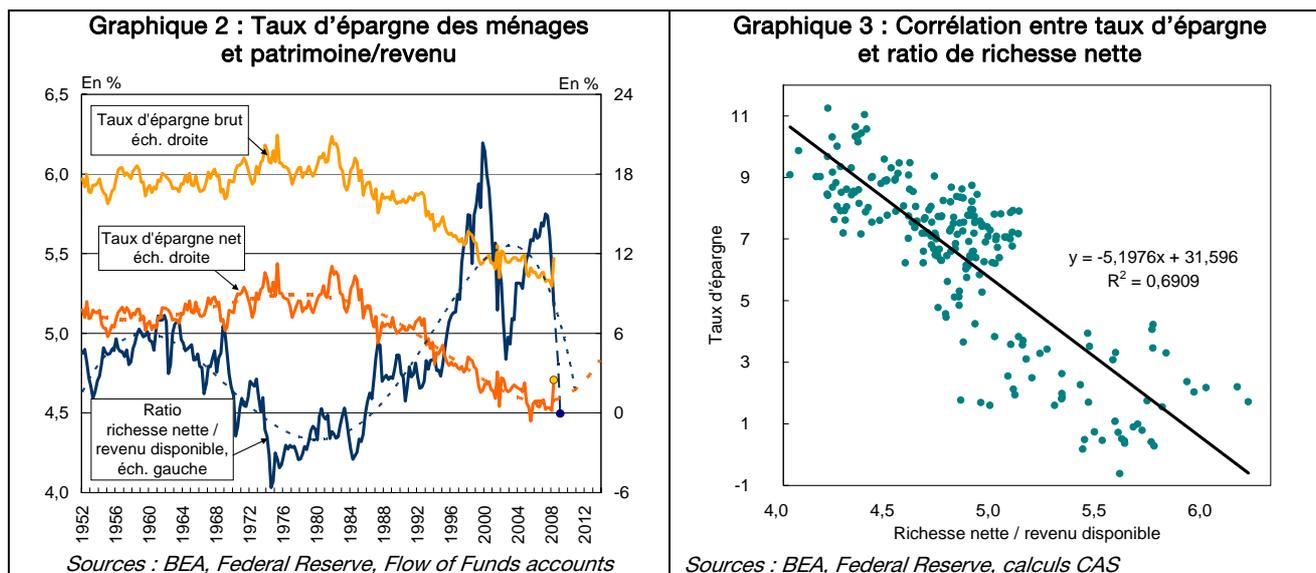
Si la correction opérée sur le prix des actifs s'avérait durable, qu'advierait-il de la richesse des ménages américains et de leur comportement d'épargne ? Si l'on s'en tient aux valeurs basses atteintes par les indices boursiers à la mi-octobre, et que l'on intègre un potentiel de baisse des prix de l'immobilier de l'ordre de 15 %, les ordres de grandeur suivants peuvent être avancés :

- **Les pertes latentes** qu'accusent les ménages sur la totalité de leur patrimoine (sachant que l'immobilier constitue 37 % de leur actif, et les actions détenues directement et indirectement, *via* des fonds d'investissement, 24 %, début 2008) **peuvent être évaluées à - 13 % depuis fin 2007 concernant la richesse brute et - 17 % concernant la richesse nette** (actif brut - endettement).
- Si la correction s'avérait durable, **la dégradation du ratio richesse sur revenu entraînerait un retour du taux d'épargne des ménages américains vers 8-9 %, soit 6 à 7 points de hausse par rapport aux niveaux actuels** et 5 % à 6 % de ponction sur la consommation (graphiques 2 et 3). **Autrement dit, la crise actuelle mettrait fin à une période atypique durant laquelle la préparation des retraites par les ménages américains était basée exclusivement sur des effets de richesse, sans constitution active d'encaisses.**

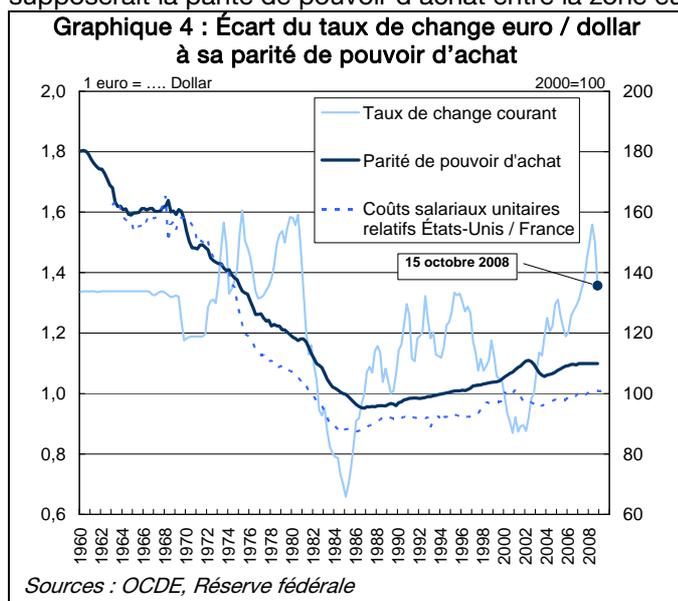
⁶ R. Boyer, M. Dehove et D. Plihon, *Les crises financières*, rapport du Conseil d'analyse économique n° 50, 2004.

⁷ C. Schaff, O. Passet et K. Lemoine, « Réalités et apparences du déficit extérieur américain », *La Note de veille* n° 94, Centre d'analyse stratégique, mars 2008.

⁸ Sur cette dimension strictement bancaire de la crise voir notamment M. Aglietta, « Comprendre la crise du crédit structuré », *Lettre du CEPII* n° 275, février 2008.



Ce choc sur la demande intérieure serait de nature à rééquilibrer structurellement la balance courante. Autrement dit, **il rendrait probable un scénario de revalorisation du dollar vis-à-vis de l'euro**. Cette hypothèse peut surprendre dans un contexte où beaucoup parient sur une poursuite de la dépréciation du dollar dans le sillage d'une dégradation de la rentabilité des actifs américains. Elle devient plus compréhensible lorsque l'on tente d'expliquer le niveau actuel du dollar et sa dérive par rapport à ce que supposerait la parité de pouvoir d'achat entre la zone euro et les États-Unis :



- L'expansion américaine, depuis plus de 15 ans, s'est appuyée sur le dynamisme de la demande interne et a été couplée à une dépréciation du dollar vis-à-vis de l'euro. Le cours du dollar apparaît aujourd'hui très nettement sous-évalué en regard de la parité des pouvoirs d'achat, et, symétriquement, l'euro nettement surévalué (graphique 4).
- **La trajectoire du dollar paraît plus compréhensible lorsqu'on fait référence au concept de « taux de change d'équilibre fondamental »⁹** : selon cette représentation, la sous-évaluation du dollar aurait permis aux États-Unis d'accélérer leur croissance potentielle et de rendre simultanément acceptable, aux investisseurs internationaux la détention de créances en dollars¹⁰, le faible niveau initial de la devise américaine limitant son risque de dépréciation.

Une adéquation plus forte entre le potentiel de croissance et la demande intérieure serait susceptible, dans ce cadre explicatif, de favoriser une appréciation de la devise américaine.

Au final, la crise pourrait s'interpréter comme une correction des déséquilibres qui se sont amplifiés depuis 1985, ajustement que la bulle immobilière aurait différé de cycle en cycle et potentiellement aggravé. Elle sonnerait le glas d'une croissance asymétrique entre pays émergents et pays développés, où les pays jeunes génèrent paradoxalement des excédents d'épargne en faveur des pays matures :

- Les corrections estimées à grands traits ici supposent, si elles sont réparties dans le temps, que le **potentiel de croissance américain serait significativement entamé de ½ à 1 point** durant 5 à 10 ans.
- L'ajustement est inévitablement coûteux en termes de croissance à court terme. Il s'agit d'un choc de demande, qui dans un monde d'imperfection des marchés de capitaux **se diffuse négativement à l'ensemble des zones, via le commerce international.**

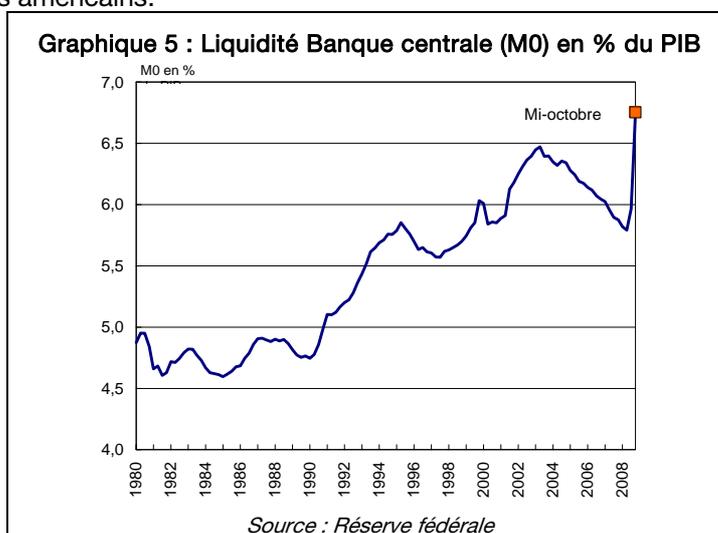
⁹ J. Williamson « Estimates of FEERS », in Williamson ed., *Estimating Equilibrium Exchange Rate*, Institute for International Economics, 1994.

¹⁰ J. Fayolle et P.-E. Micolet, « Réalité et déboires de l'espace conjoncturel européen : une régulation sans croissance ? », *Revue de l'OFCE*, n° 62, juillet 1997.

- Il est porteur à long terme, *via* le change, d'un rééquilibrage de la croissance entre zones, dont l'UE pourrait être bénéficiaire.
- La profondeur de cet ajustement et la rapidité avec laquelle la demande intérieure des pays émergents pourrait prendre le relais des consommateurs américains, dépendent de manière cruciale de la qualité du système bancaire et des circuits financiers au sein des économies émergentes.

Quelle chance pour un scénario alternatif de fuite en avant dans la liquidité ?

Dans quelle mesure un scénario de fuite en avant dans la liquidité garde-t-il sa probabilité ? Comme lors des précédents épisodes de crise potentiellement systémique, les banques centrales sont intervenues massivement, perpétuant une situation de forte liquidité (graphique 5). Les interventions massives de la FED ont considérablement augmenté la liquidité bancaire, c'est-à-dire la base monétaire, à travers un élargissement de la gamme des titres éligibles au refinancement et un rallongement des échéances de prêt. La possibilité d'un report à plus long terme de ces liquidités, *via* le canal du crédit, sur un actif à fort potentiel de hausse doit donc être envisagée. Dans le cas américain, un retour des liquidités sur les marchés d'action nationaux ou internationaux apparaît comme la seule issue susceptible de restaurer la richesse des ménages américains.

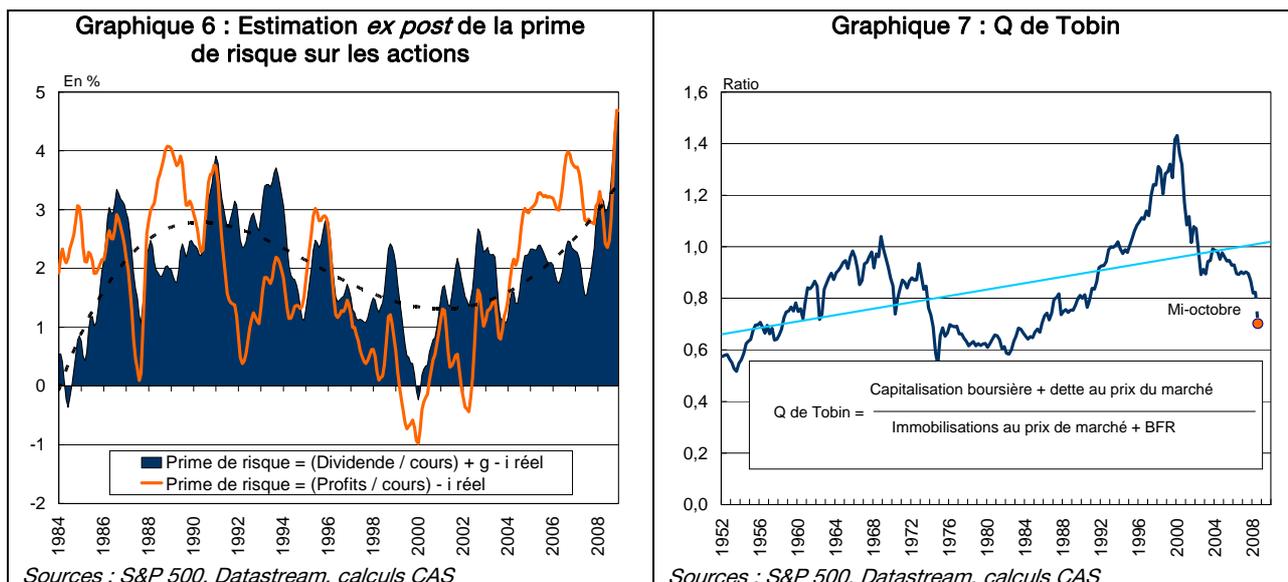


La probabilité d'un tel scénario dépend de plusieurs conditions :

- Le niveau des taux d'intérêt à court et à long termes : leur évolution est liée au dénouement de la crise de défiance qui paralyse le marché interbancaire et à l'évolution des primes (*spread*) qui pèsent actuellement sur les taux des obligations privées. La très forte volatilité financière observée au cours de la dernière décennie et le contexte de tension sur le prix des ressources rares devraient imprimer durablement leur trace sur l'évaluation du risque par les opérateurs.
- La vitesse et l'ampleur du processus de « *deleveraging* » dans lequel sont engagées aujourd'hui les banques. Il est probable que ces dernières alimenteront de façon beaucoup plus sélective les investisseurs susceptibles de « jouer » ou de « rejouer » un effet de levier à l'avenir.
- L'appréciation que l'on peut porter sur le niveau actuel des cours boursiers. Une récupération du marché des actions peut paraître difficile à entrevoir dans le contexte présent.

Plusieurs éléments pourraient cependant éclaircir l'horizon sur ce segment du marché :

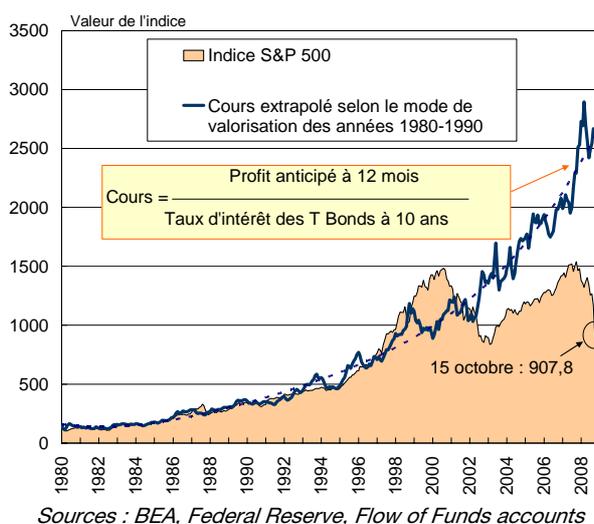
- Traditionnellement, les cours sont avancés d'un an environ par rapport à l'activité économique. Ils sont les premiers à intégrer les signaux de stabilisation puis de reconstitution des profits alors même que l'économie se situe encore en récession.
- Les fonds d'investissement, notamment les plus menacés (*Hedge Funds*) ont intérêt et peuvent encourager la hausse (et la décorrélacion) de certains prix d'actifs.
- Dans un deuxième temps, la dépréciation des cours boursiers peut relancer une vague de fusions & acquisitions entre entreprises non financières, processus qui peut enclencher un retournement radical des anticipations.
- Enfin, les niveaux de cours atteints au cœur de la crise (899,2 pour le S&P 500 à son point bas de clôture du 10 octobre 2008, contre 1 565, plus haut historique du 9 octobre 2007) apparaissent significativement faibles (graphiques 6, 7 et 8) au regard d'une analyse fondamentale de long terme (voir annexe méthodologique).



Les primes de risque ont augmenté sur toute la gamme des actifs. Le graphique 6 estime les primes de risque implicites du marché des actions à partir de la valeur observée du S&P 500, en supposant que ces derniers intègrent une anticipation « raisonnable » de croissance des profits par action conforme à la croissance de la production potentielle américaine. Cette hypothèse assez fruste montre que, **au cours des deux dernières décennies, les marchés ont intégré une prime de risque de 2 % en moyenne par rapport au rendement des obligations d'État**. La période 1998-2000, durant laquelle ils y ont dérogé – les primes implicites tendant vers zéro –, correspond à la montée de la bulle Internet. L'éclatement de la bulle marque le moment où le marché réintègre des primes plus conformes aux tendances de moyenne période. Au regard de ces éléments, **les primes qui sous-tendent la valeur des cours boursiers depuis le début d'octobre 2008 paraissent extrêmement élevées** (dernier point du graphique 6). Elles supposent un doublement de la prime de risque. Valider une telle correction à long terme suppose que les marchés d'action reviennent aux modes de valorisation qui prévalaient dans les années 1960, période de moindre profondeur et liquidité des marchés.

Le ratio entre la valeur boursière des entreprises américaines (actions + dette) et la valeur courante (de remplacement) de leurs immobilisations financières et corporelles (graphique 7) montre également que **la valeur des firmes s'établit aujourd'hui aux niveaux faibles, en termes relatifs, qui prévalaient au cœur des années 1960**. Si, de surcroît, on tient compte du fait que le ratio ne prend pas en compte la valeur des actifs immatériels au dénominateur, la valeur présente paraît particulièrement basse¹¹.

Graphique 8 : Extrapolation du S&P 500 sur la base des modalités de valorisation des années 1980-1990



Enfin, si l'on devait prolonger les modes de valorisation qui ont prévalu jusqu'en 1998, phase « d'exubérance irrationnelle » selon Alan Greenspan (et dont le ratio profits anticipés/taux d'intérêt des obligations d'État constituait un bon estimateur), l'indice S&P 500 se situerait aujourd'hui autour de 2 000-2 500 (graphique 8).

¹¹ La mesure est opérée dans le cadre de la Comptabilité nationale, qui ne valorise notamment pas les *goodwills*.

Il existe donc des indices convergents d'une « surréaction » à la baisse des marchés d'action. Une nouvelle fuite en avant dans la liquidité, avec migration de cette dernière sur les marchés d'action, serait la seule issue susceptible de différer un ajustement violent du taux d'épargne américain. **Penser que la FED cautionnerait une telle évolution, et que le système bancaire, amnésique, armerait le bras d'un nouveau « levier spéculatif » paraît néanmoins improbable.** En revanche, l'idée que la dynamique sur les marchés d'action peut amortir l'ajustement doit être prise en considération. Les plus grandes erreurs de prévision par le passé viennent systématiquement d'une sous-estimation des effets de la liquidité mondiale.

Tableau 1 : Différentes hypothèses de taux d'épargne et de déficit courant en fonction du niveau de valorisation des actions

	S&P 500 à son niveau de fin juin 2008	S&P 500 à son point bas du 10 octobre 2008	S&P 500, sur sa moyenne 2005-2008	S&P 500, avec faible prime de risque	S&P 500, avec très faible prime de risque
En %	S&P 500 à 1280	S&P 500 à 899	S&P 500 à 1350	S&P 500 à 1750	S&P 500 à 2000
Taux d'épargne	2,7	8,5	5,9	3,6	2,3
Part de la consommation dans le PIB	70,9	66,6	68,5	70,2	71,3
Variation de la consommation		-6,1	-3,4	-1,0	0,5
Solde de la balance courante, en % du PIB	-5,1	-0,8	-2,7	-4,4	-5,5

Sources : Federal Reserve, Flow of Funds, BEA, calculs CAS

Le tableau ci-contre estime le taux d'épargne et la part de la consommation pour différents niveaux de richesse des ménages américains (la variation de richesse étant indexée sur la valeur des actions détenues directement et indirectement par les ménages).

Il en ressort notamment que seule **une nouvelle vague de hausse portant l'indice S&P 500 vers une valeur de 2 000, serait susceptible de maintenir le taux d'épargne** et donc la propension à consommer des ménages américains à son niveau actuel et de différer les ajustements attendus.

Même si la faiblesse des marchés d'actions relève pour partie d'un phénomène de « surréaction » et que leur rebond pourrait atténuer la vigueur de la correction à l'œuvre aujourd'hui dans l'économie réelle, **un scénario de fuite en avant dans la liquidité, peu probable, n'est pas souhaitable.** Il compromettrait à moyen terme les chances d'un rééquilibrage de la demande et des termes de l'échange en faveur des pays émergents. Ce scénario perpétuerait une situation où ces derniers s'imposent sur les marchés internationaux essentiellement par leur compétitivité-prix et **différerait pour l'Europe les avantages qu'elle tirerait d'un développement accéléré des marchés intérieurs dans ces pays et d'une autonomisation de leur croissance.**

> Olivier Passet, Département Affaires économiques et financières

Annexe méthodologique : La référence au modèle de Gordon-Shapiro et au Q de Tobin

1- La principale grille d'évaluation des cours se rapporte aux modèles d'actualisation. La formule de Gordon-Shapiro demeure malgré ses limites une des références essentielles d'analyse des cours boursiers, aussi bien pour les approches macro-économiques que celles d'analyse financière de l'entreprise. La valeur d'une action P_0 en période initiale, vaut la somme anticipée des dividendes actualisés au taux (r)¹². On retient la simplification habituelle de croissance constante des dividendes (au moins au-delà d'un certain horizon) au taux g de telle sorte que, à condition que $g < r$, on peut écrire que la valeur de l'action P_0 en période initiale est de :

$$[1] P_0 = \frac{div_1}{r - g} \text{ ou } r = \frac{div_1}{P_0} + g$$

En posant $r = i + \Pi$ ou i est le taux des obligations d'État à 10 ans et Π la prime de risque spécifique exigée sur les actions, on en déduit l'expression suivante :

$$[2] \Pi = div_1/P_0 - i + g \text{ (graphique 6)}$$

Pour revenir dans le domaine de l'intuition, il suffit de confronter cette formule [1] à ce que l'on sait du rendement d'une action : une action rapporte à son détenteur un dividende et une plus-value. Si l'on suppose que la plus-value reflète la croissance de la firme :

$g = (\text{profit réinvesti} / \text{valeur de l'entreprise})$. On obtient alors :

$$[3] r = \frac{div_1}{P_0} + \frac{\text{profit réinvesti}}{P_0} \approx \frac{\text{Pr ofit}}{P_0} = 1/PER$$

On en déduit une deuxième formulation simplifiée de la prime de risque :

$$[4] \Pi = \text{profit}_1/P_0 - i \text{ (graphique 6)}$$

2- Une deuxième grille d'analyse pour évaluer le niveau des actions consiste à se référer au rapport de la valeur boursière de la firme à son capital au coût de remplacement, dit *Q-moyen de Tobin*. Sous l'hypothèse d'efficience du marché boursier, ce ratio est supposé tendre vers 1. Cet indicateur permet sur longue période, sans se référer nécessairement à la valeur unitaire, de repérer à grand trait les phases favorables ou non aux marchés d'actions.

¹²

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{div_t}{(1+r)^t}$$