


L'avenir des marchés boursiers

Compte rendu du colloque co-organisé par le Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales (CEPII), le CIREM et Groupama Asset Management le 29 Septembre 2005 à Paris.

« L'intérêt pour le sujet est stimulé par l'incertitude dans laquelle se trouvent les marchés actions. On sait le rôle qu'ils ont joué dans l'essor de la « nouvelle économie », et quelle importance économique a eu leur retournement en 2001 et 2002. Or malgré le dynamisme de la productivité et le retour d'une croissance forte aux Etats-Unis, en dépit des taux d'intérêt à long terme très bas..., les prix des actions ont, de manière persistante, des performances très en dessous de celles de la décennie précédente. Quelles en sont les raisons ? Quels futurs cette configuration insolite laisse-t-elle présager ? » (extraits de la plaquette de présentation = )

Afin d'apporter des réponses à ces interrogations une **première table ronde économique** réunit : Michel AGLIETTA, Laurent BERRIBI, Patrick ARTUS, Vladimir BORGY.

Michel AGLIETTA et Laurent BERRIBI s'attachent à la « **mise en évidence empirique des cycles monétaires et réels** ».

Ils démontrent qu'il existe une corrélation sur le long terme entre évolution du marché boursier et évolution du **Bénéfice Par Action**, alors que cette corrélation est en réalité nulle entre l'évolution des taux US à 10 ans et celle du **Standart & Poor's 500**.

Cette observation permet de déterminer des cycles boursiers d'une durée moyenne de trente ans (25 à 40 ans), comprenant chacun deux phases successives de hausse et de baisse des marchés d'une durée d'une quinzaine d'années chacune.

Ici les auteurs mettent en évidence deux types de cycles :

- Les **cycles monétaires** caractérisés par une tendance inverse entre l'évolution des taux 10 ans et celle du S&P 500 (périodes 1906-192 et 1969-1998)
- Les **cycles réels** au cours desquels la tendance est identique entre l'évolution des taux longs et des marchés (périodes 1881-1907 et 1931-1968)

Les facteurs fondamentaux qui influencent la valorisation boursière (reproduction d'un tableau diapositive n° 11)

Facteurs	Influence
Réels : Démographie Progrès Technique (= Productivité du	Croissance des profits

travail) Répartition primaire des revenus	Bénéfice par action
Monétaires Règle ou procédure d'ancrage nominal	Taux d'intérêt à long terme Taux d'inflation anticipé
Financiers : Quantité de risque (variabilité de la Rentabilité réelle et de l'inflation) Prix du risque (attitude à l'égard du risque)	Prime de risque action

Une élévation du rythme du niveau du progrès technique augmente le rendement économique du capital : participant ainsi à l'amélioration des anticipations de profit et donc du prix des actions, mais aussi à l'augmentation de la productivité du capital et donc du taux réel.

Les auteurs indiquent que les variations à long terme de la Prime de Risque action dépendent du type de cycle :

- ✓ En cycle réel la Prime de Risque varie en sens contraire du rendement du capital : elle est donc *corrélée **négativement** à la variation du taux long.*
- ✓ En cycle monétaire la Prime de Risque action varie dans le sens de l'inflation. Elle est donc *corrélée **positivement** à la variation du taux long.*

Un cycle réel a-t-il commencé en 1998 ?... c'est sur cette interrogation que les deux auteurs concluent en se livrant à une simulation de cycle réel jusqu'en 2010 qui permet de tracer trois scénarii :

Scénario n°1 : « **fuite en avant** »

Poursuite d'un contexte de taux inférieurs au taux de croissance nominale de l'économie : le type de croissance actuelle basée sur un accroissement important de l'endettement des ménages US

Scénario n°2 : « **ajustement** »

Les taux longs remontent à un niveau neutre sous l'effet de la politique monétaire parce que l'accroissement de la dette des ménages est insoutenable : la crise de l'endettement extérieur des Etats-Unis est jugulée

Scénario n°3 « **crise déflationniste durable** »

Les taux longs remontent nettement plus que dans le cas précédent (dans un premier temps) parce qu'il n'a pas été possible de freiner à temps l'endettement des ménages : les U.S.A. connaissent une crise de leur dette extérieure et les taux remontent au dessus du taux de croissance de long terme du PIB nominal

« ...l'impact de la globalisation. Comment appréhendons-nous l'interdépendance des marchés boursiers ? » (📖)

Ce sont deux économistes du CEPII Vladimir BORGY et Alexis PENOT qui se chargent de répondre à cette seconde interrogation avec un exposé intitulé : **« intégration financière Etats Unis / Zone Euro : quelles conséquences sur les économies réelles ? »**

Cette étude porte sur une comparaison DAX / S&P 500 entre 1975 et 2004.

L'intégration financière mesurée à l'aune de l'évolution *des indices boursiers*, mais aussi *des PIB et des consommations privées* **est croissante** entre ces deux zones sur la période observée.

Cette mise en évidence s'accompagne d'une relation entre taux d'intérêt réels longs américains et européens, qui peut constituer un mécanisme de transmission des cycles économiques des deux cotés de l'Atlantique.

C'est ainsi que à long terme le taux d'intérêt européen dépend :

- Positivement du taux d'intérêt réel américain
- Positivement du taux d'intérêt court terme européen
- Positivement de l'évolution de la croissance du PIB
- Négativement du niveau du solde public de la Zone euro (en % du PIB)

La question de l'impact sur les économies réelles de cette « intégration financière croissante » est traitée à travers l'exemple de la consommation privée en Zone euro. Deux sous périodes sont sélectionnées : 1980-1993 et 1989-2002 ou sont testées deux indicateurs : « consommation » et « taux d'intérêt ».

Prenant l'exemple d'un choc de 50 points de base sur les taux américains, les conséquences estimées sur les taux européens passent de + 10 points de base pour la première période à + 20 points de base sur la période la plus récente !

Les variations de la consommation des ménages européens dépendent quant à elles :

- Positivement des variations du revenu disponible
- Négativement des variations du taux de chômage
- Négativement des variations du taux d'intérêt européen

En conclusion, l'intégration financière entre Etats Unis et la Zone euro a augmenté au cours de la dernière décennie, les conséquences potentielles de cette intégration financière accrue sur les économies réelles **via** l'évolution de l'interdépendance des taux d'intérêt sont difficiles à évaluer, pour autant : **un choc sur les taux d'intérêt américains, peut avoir, in fine, des effets** sur la consommation européenne **plus forts qu'auparavant**.

« Si les forces motrices de la croissance mondiale se déplacent en Asie, quelles seront les conséquences pour les bourses occidentales ? » (𐄂)

Patrick ARTUS et Johanna MELKA de IXIS CIB (Groupe Caisse d'Epargne) déclarent en préambule de leur exposé : « ***l'épargne des chinois*** » que ce ne sont « *pas seulement le prix des objets de consommation, ni nos salaires, ni encore la température que nous aurons ou le niveau de pollution mondial qui se décident en Chine, mais bientôt aussi le niveau des actions...* ».

Cet exposé est structuré autour de quatre questions :

- Pourquoi l'épargne chinoise est elle aussi abondante ?
- Est elle utilisée efficacement dans le pays ?
- Comment cette abondance d'épargne modifie t elle les politiques économiques de la Chine ?
- Comment est effectué le placement international de l'épargne des chinois ?

Les « indicateurs de qualité de vie en Chine » apportent une première série de réponses à la question du pourquoi existe t il une épargne abondante en Chine ?

	1990	1996	2000	2003
Nombre d'écoles / 1 000 habitants	9,10	7,82	6,48	4,91
Nombre de professeurs / 1 000 habitants	89,50	89,56	93,04	93,60
Lits d'hôpitaux / 1 000 habitants	2,58	2,61	2,45	-
Taux de mortalité / 1 000 naissances	38,00	37,00	32,00	30,00
Espérance de vie	68,87	-	70,66	70,80

Sources : NBS, Banque Mondiale

Traditionnellement élevée, ***l'épargne des ménages*** représente près de 50 % du PIB chinois, traduisant ainsi l'inquiétude de la population face à un Etat qui se désengage de la protection sociale, qui n'assure plus l'emploi à vie dans les entreprises du secteur public ou qui versera à l'avenir de plus faibles prestations de retraite. Pour ***les entreprises*** chinoises confrontées à la difficulté d'obtenir des financements auprès de banques (qui ne veulent pas financer les entreprises privées car elles ne

savent pas évaluer le risque de crédit) l'unique solution est d'assurer leurs investissements par leur autofinancement.

Les supports d'épargne des chinois

Pour les entreprises, l'autofinancement est investi dans le capital des entreprises. L'épargne des ménages est prêtée aux banques sous forme de dépôts. Cette épargne assure le financement de l'activité immobilière, celui des entreprises publiques et enfin celui des déficits publics (l'Etat recapitalise les banques qui utilisent ces fonds pour acheter à leur tour des emprunts d'état).

Dans ces conditions l'utilisation de l'épargne des ménages est donc peu efficace.

Abondance d'épargne et politiques économiques menées en Chine

Cette abondance d'épargne permet à la Chine de maintenir un régime de changes fixes vis à vis du dollar (importantes réserves de changes). Les taux d'intérêt chinois et américain sont voisins, sinon il y aurait des entrées massives de capitaux US en Chine. Les taux d'intérêt chinois sont donc très faibles au regard du taux de croissance du PIB. Cette situation entraîne un endettement excessif, des investissements inefficaces, des excès de capacité de production...

Second effet avec un taux de changes fixes et une politique commerciale agressive les exportations et les investissements liés aux exportations restent le moteur de la croissance en Chine.

L'abondance de l'épargne chinoise alliée à l'abondante main d'œuvre (285 millions de chinois quitteraient les campagnes pour les villes d'ici 2020) permettent à la Chine **d'investir dans tous les secteurs économiques à la fois**, déstabilisant ainsi nombre de pays. La Chine n'est donc pas contrainte de faire des choix de spécialisation internationale en raison de la rareté de certaines ressources.

Placement international de l'épargne des chinois

En dépit d'un niveau élevé d'investissement, la Chine conserve un excédent extérieur grâce au niveau élevé de son épargne. Elle bénéficie en outre d'Investissements Directs Etrangers et de flux de capitaux à court terme qui spéculent sur une réévaluation hypothétique du Renminbi (la monnaie chinoise). Cette situation conduit la Banque centrale à accumuler des réserves de changes considérables. Et à recycler continuellement des capitaux à l'étranger (en achetant des titres publics américains).

En conclusion les économistes d'IXIS estiment que la stabilité financière chinoise et internationale serait améliorée si le taux d'épargne des chinois baissait.

En effet ce niveau d'épargne très élevé qui provient de la nécessité d'autofinancer les entreprises et de la constitution d'une épargne de précaution des particuliers conduit :

- ✓ à permettre une politique de « gâchis » de l'épargne
- ✓ à prolonger le besoin de soutien de la croissance par les seules exportations ; la consommation des ménages étant relativement faible
- ✓ à des placements à l'étranger par la Banque centrale peu « efficaces »

« Un niveau plus faible d'épargne domestique en Chine permettrait de baser plus vite la croissance sur la demande intérieure, de flexibiliser plus vite le régime de change, de réduire l'excès de liquidité et d'accroître la rentabilité de l'épargne mondiale. »

La seconde table ronde réunissait d'autres acteurs des marchés boursiers comme des investisseurs institutionnels ou des banquiers centraux, mais aussi des observateurs particulièrement attentifs tels que des régulateurs et des universitaires en la personne de : Philippe GOUBEAULT, André ICART, Hubert REYNIER, et Franco BRUNI.

« Les conséquences pour les acteurs de marché, les régulateurs et les Banques Centrales sont également à mettre en évidence. Quelles conduites les investisseurs institutionnels qui gèrent de gros portefeuilles d'actions adoptent – ils ? » (📄)

Le Directeur Financier du GIE AGIRC ARRCO Philippe GOUBEAULT intervient pour présenter le dispositif de gestion de son institution qui fédère 25 groupes de protection sociale.

Le flux annuel des retraites est d'environ 55 Milliards d'euros, les réserves du GIE s'élèvent à 48 Milliards d'euros soit moins d'une année.

Ces capitaux sont confiés à une gestion déléguée pour 95 %. L'allocation d'actifs est composée à hauteur de 70 % de produits de taux et 30 % en actions.

Cette allocation est modifiée en fonction des évolutions de la pyramide des ages et des départs en retraite.

La gestion est déléguée à quelques 60 sociétés de gestion. Cette gestion strictement encadrée par la Réglementation, ne laisse pas toujours place à de nouvelles classes d'actifs telles la gestion alternative, le « private equity », ou les produits structurés. Heureusement cette Réglementation évolue, c'est ainsi qu'aujourd'hui le « non coté » est autorisé à hauteur de 5 % (dans le portefeuille il représente moins d'un demi %), et les produits structurés peuvent représenter 10 %. Face à des gestionnaires « collés à leur benchmark », il a été décidé de constituer une allocation d'actifs : en 3 couches : gestion diversifiée + gestions spécialisées + fonds tactiques (bénéficiant d'une Tracking Error de 100 %).

La diversification internationale est limitée à certains pays OCDE .

Pour le non coté les critères de sélection (création d'emplois en France et génération de cotisations nouvelles pour l'AGIRC ARRCO) limite le champs aux entreprises françaises, tout en recherchant une rentabilité élevée, laquelle bien entendu ne libère pas de la contrainte de liquidité et de l'étude du niveau de risque.

« L'influence des cours boursiers , et plus généralement des prix d'actifs sur l'économie, a préoccupé les responsables de la politique monétaire depuis 2001. Mais cette préoccupation est restée informelle. Peut on être plus systématique dans la prise en compte de l'environnement financier ? (📄)

A cette interrogation André ICART directeur général adjoint de la Banque des Règlements Internationaux précise qu'il apporte une réponse personnelle qui n'engage pas son institution.

L'intitulé de son intervention était : **« la prise en compte du prix des actifs dans la politique monétaire »**

Le marché boursier ne rentre pas dans le cadre usuel de la politique monétaire, c'est un élément d'information économique pour les Banques Centrales, et d'ailleurs la seule intervention directe de ces dernières s'est déroulée à l'occasion de la crise des monnaies asiatiques (1998).

Un débat, non tranché à ce jour, est celui de l'action qu'une banque centrale doit jouer dans la recherche de la stabilité financière.

Car « ***peut on déceler les bulles spéculatives ?*** ».

Pour la détection des bulles immobilières on obtient de bons résultats en associant l'analyse des prix des actifs et l'analyse de l'évolution des crédits, mais de moins bons résultats pour la détection des bulles boursières. Ainsi Alan Greenspan indique qu'il n'est pas dans sa mission de contrôler le prix des actifs, tirant ainsi une leçon des déclarations faites au milieu des années 90 sur « l'évolution irrationnelle des marchés financiers ».

« ***Faut il agir préventivement ?*** » c'est à dire tenter d'éviter qu'un ralentissement économique ne s'accompagne de l'éclatement d'une bulle spéculative, entraînant ainsi une perte de croissance supérieure à un simple ralentissement sans éclatement de bulle ?

La réponse tient à la solidité du système financier ; la perte de croissance sera en effet plus grande encore si le système financier est lui même déstabilisé. L'approche passive (agir après éclatement) est celle choisie par les USA en 2002. En revanche la ou le système financier est plus fragile une action préventive est préférable (Japon). La nécessité d'une coopération renforcée entre les autorités monétaires, prudentielles et de trésorerie, ainsi que l'utilisation de toute la panoplie des contraintes réglementaires (constitution de réserves pour les banques commerciales, agir à contre-cycle...) et des outils de la politique monétaire sont indispensables.

En conclusion l'intervenant réaffirme :

- ✓ Les prix des actifs boursiers ne peuvent servir d'objectif pour les politiques monétaires
- ✓ Une action préventive est souhaitable en cas de croissance rapide du crédit surtout en présence d'un système financier vulnérable
- ✓ Une bonne interaction entre autorités monétaires et prudentielles est nécessaire dans tous les cas

L'universitaire italien Franco BRUNI, spécialiste des systèmes de régulation, faisait part de son analyse sur l'efficacité relative des systèmes de régulation nationale. Il soulignait la trop grande proximité qui existe selon lui entre les régulateurs et les régulés d'un même pays, dressant ainsi des obstacles à une régulation efficace. Faisant le bilan des transpositions en droit national des directives européennes, il soulignait la lenteur de certains pays (France, Italie) pour les intégrer dans leurs législations nationales.

La séparation des fonctions de production de produits financiers de celle de leur commercialisation lui apparaissait comme seule susceptible de faire disparaître des « conflits d'intérêt » potentiels.

De la même manière, il prônait, mieux que des « murailles de Chine », la dissociation de la fonction de banque et du métier de gestionnaire d'actifs, dont la coexistence au sein d'un même établissement lui apparaissait comme susceptible de créer des asymétries d'information au détriment des clientèles captives des banques.

Il plaidait alors pour une régulation supra européenne, seule capable de réguler avec efficacité les acteurs européens ou mondiaux des marchés et ainsi de solutionner le problème lancinant de la coopération européenne entre les autorités de régulation (CESAR) et pour la séparation des métiers dans les établissements financiers.

Les régulateurs de marché en quête d'un modèle paneuropéen

Ainsi que le rapporte Claire Gatinois dans l'édition du journal Les Echos du 4 octobre 2005 - :

« Les régulateurs de marché sont en quête d'un modèle paneuropéen : en effet au sein de l'Union européenne, les régulateurs boursiers s'inscrivent progressivement dans un mode de surveillance transnational. La structure d'un gendarme de la Bourse européen reste à définir ».

« L'Europe devra-t-elle mettre en place un « *monstre bureaucratique* » pour veiller sur les marchés financiers de l'Union ? » s'interroge Hubert Reynier, secrétaire général adjoint, de l'AMF dont les propos sont rapportés dans le même article. « *Le débat est très difficile* », a-t-il reconnu lors du colloque organisé par Groupama et le CEPIL (Centre d'études prospectives et d'informations internationales) sur le thème de « l'avenir des marchés boursiers » .

Les régulateurs boursiers doivent faire face à la disparition des frontières, ils sont confrontés à un triple dilemme : quelle sera l'organisation la plus efficace pour contrôler les marchés financiers, pour protéger l'épargne et afin de promouvoir la place financière ?

En effet force est de constater que l'intégration est déjà bien avancée. Une douzaine de directives ont été transposées au sein de l'Union. Avec la construction du marché financier unique, les opérations internationales se multiplient et les intermédiaires se transforment en multinationales, même si le mouvement se heurte au « patriotisme économique » de certaines régions.

Rappelons que membre du Comité européen des régulateurs des marchés (CESAR), l'AMF s'est engagée à agir de concert avec ses homologues européens. A terme, le CESAR serait donc, sans doute, bien placé pour jouer un rôle central dans la surveillance d'un marché européen.