

# Crises, recherche de rendement et comportements financiers : l'interaction des mécanismes microéconomiques et macroéconomiques

**Patrick Artus**

*Directeur des Études Économiques à la Caisse des Dépôts  
et Consignations et Professeur à l'École Polytechnique*

**Michèle Debonneuil**

*Chef du Service Économique, Financier et International au  
Commissariat Général du Plan*

## **Introduction**

Ce rapport présente une piste pour expliquer de façon cohérente plusieurs phénomènes nouveaux et déroutants : l'accroissement du risque pris par les investisseurs institutionnels et la réduction des primes de risque associées ; la hausse du rendement des fonds propres des entreprises, résultant des exigences des actionnaires, mais liée surtout à la hausse du levier d'endettement et peu à celle de la rentabilité économique des entreprises. Ces phénomènes ont aussi des manifestations macroéconomiques : hausse des flux de placement vers les pays émergents au-delà des besoins de ces pays, distorsions induites pour les systèmes de change et les choix d'investissement.

Avant de décrire en détail, dans le corps de ce rapport, ces phénomènes et les explications que nous en apportons, nous voulons, dans cette introduction, présenter les enchaînements de notre raisonnement.

### *Quelques faits troublants observés*

Il est un fait que la rentabilité des fonds propres (ROE, mesuré comme résultat net/fonds propres au bilan) des entreprises a augmenté considérablement, d'abord aux États-Unis à partir de la fin des années quatre-vingt puis aujourd'hui en Europe. La hausse du ROE pour les sociétés cotées (il atteint 23 % aujourd'hui à Wall Street) est considérablement supérieure à celle de la rentabilité économique du capital (profits bruts avant paiement des intérêts sur la dette rapportés au capital des entreprises). On sait qu'elle

résulte le plus souvent des exigences des actionnaires, qui sont de plus en plus des investisseurs professionnels (fonds d'investissement, fonds de pension) et moins des particuliers en raison de l'intermédiation croissante de la gestion de l'épargne. Obtenir une hausse forte du ROE alors que la rentabilité économique du capital augmente peu ne peut résulter que de la hausse du levier d'endettement (ratio dette-fonds propres), ce qui est effectivement observé aux États-Unis avec la hausse de la dette sous toutes ses formes et les rachats d'actions.

On a aussi observé, de façon claire, une augmentation de la part des actifs les plus risqués (marchés émergents, actions, obligations d'entreprises avec des ratings faibles...) dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels, de façon simultanée avec deux autres évolutions liées : la réduction des primes de risque, c'est-à-dire que la prise de risque est de moins en moins rémunérée ; une divergence croissante entre la composition des portefeuilles des investisseurs institutionnels et celle des individus, ou des fonds d'investissement pour lesquels les individus prennent les décisions (fonds de pension gérés de façon paritaire à l'intérieur des entreprises, par exemple).

Les conséquences de cette situation peuvent être sérieuses ; au niveau microéconomique, évolutions du couple rendement-risque défavorable aux épargnants ; au niveau macroéconomique, dans les pays de l'OCDE, une fragilité croissante en cas de recul cyclique avec la forte hausse des taux d'endettement ; dans les pays émergents, un afflux de capitaux à la recherche de placements rémunérateurs dépassant les besoins de financement du pays ; il en résulte des déformations des taux de change (appréciation réelle), une création monétaire et une distribution de crédit excessives, et de ce fait une incitation à réaliser des investissements inutiles (surcapacités dans l'immobilier).

### *Certains de ces faits sont a priori difficiles à expliquer d'un point de vue théorique*

L'anomalie essentielle semble être la suivante : les comportements des entreprises et des investisseurs accroissent le risque, et les épargnants ne devraient donc pas considérer qu'ils fournissent une hausse du rendement de leur épargne, puisqu'il faut corriger ce rendement par le risque pris.

Donnons deux exemples :

Si le ROE élevé des entreprises est obtenu grâce à une augmentation du levier d'endettement, ceci accroît le risque de faillite ou du moins la volatilité du résultat : l'investissement dans le capital des entreprises devient donc plus risqué, ce qui devrait être déduit du ROE.

Si les investisseurs, faisant des placements risqués (émergents par exemple), observent la baisse continue des primes de risque obtenues sur ces placements, ils devraient se reporter sur des placements moins risqués qui dominent les placements risqués dans le plan rendement-risque. Les comportements de placement paraissent donc irrationnels.

La situation opposée n'est pas plus cohérente. Si effectivement il est possible d'obtenir un ROE élevé (un rendement des investissements élevé) sans que le placement dans le capital des entreprises (dans les pays émergents...) soit particulièrement risqué, alors la différence entre le ROE (le rendement) et les taux d'intérêt de marché (sur les dettes publiques par exemple) est complètement inexplicable, puisqu'elle ne peut pas résulter de la présence d'une prime de risque.

Il faut donc fournir une grille de lecture des faits observés qui explique ces apparents paradoxes théoriques.

### *La concurrence entre investisseurs, dans un contexte d'asymétries d'information (d'imperfections financières)*

Nous partons d'abord d'une évidence : le rapport de force entre actionnaires-dirigeants (managers) et salariés a changé.

Durant les années soixante-dix et quatre-vingt (après le premier choc pétrolier) on a d'abord assisté à la domination des salariés, qui ont maintenu leurs revenus alors que les économies entraient en récession et que les prix des matières premières augmentaient, au détriment des profits ; puis, en réaction, à la remontée de la profitabilité et à la baisse de la part des salaires dans la valeur ajoutée, organisée par les dirigeants des entreprises alors que les actionnaires avaient peu de pouvoirs.

Aujourd'hui, la situation est clairement la domination des actionnaires. Avec la fin des actionnaires « de complaisance » (échange de participations entre groupes), la montée de l'actif géré par les fonds d'investissement et les fonds de pension, les actionnaires importants peuvent imposer leurs objectifs aux dirigeants (comme le ROE élevé mentionné plus haut). Ces contraintes d'actionnaire conduisent les dirigeants à utiliser la masse salariale comme variable d'ajustement. Si le rendement du capital doit être élevé et stable, la seule solution pour les dirigeants en cas de fluctuations cycliques est de réduire les coûts, c'est-à-dire l'emploi et les salaires. Les salariés sont donc devenus le partenaire le plus faible du trio actionnaires-dirigeants-salariés, puisqu'ils supportent le risque conjoncturel ou spécifique à l'entreprise. Une autre composante de notre analyse est le comportement des investisseurs professionnels. Ceux-ci sont placés dans une situation de concurrence pour les parts de marché qui rend leurs objectifs différents de ceux des épargnants individuels. Ils ne sont pas intéressés à l'optimisation du couple rendement-risque, mais à la maximisation de leur part de marché. Dans un monde où l'information financière serait complètement transparente, ceci n'aurait pas de conséquences : les épargnants individuels connaîtraient exactement le rendement et le risque fournis par chacun des intermédiaires et caleraient leur structure d'investissement sur celle qu'ils réaliseraient eux-mêmes directement ; pour que la différence d'objectifs introduise un biais dans la structure des portefeuilles, il faut, par exemple, qu'il y ait une asymétrie d'information entre les épargnants de

base et les investisseurs professionnels (intermédiaires dans la gestion de l'épargne). Nous pensons qu'une asymétrie est probable : les intermédiaires ont davantage d'informations sur le risque des placements que les épargnants de base. De ce fait, lorsqu'ils augmentent le risque pris pour accroître le rendement anticipé des placements, les épargnants individuels perçoivent essentiellement la seconde évolution.

La concurrence entre fonds conduit alors nécessairement à une hausse de la demande pour les actifs les plus risqués. Elle permet d'accroître le rendement anticipé et, si les épargnants ne perçoivent pas bien la hausse du risque, d'espérer augmenter les parts de marché.

À l'équilibre, les fonds d'investissement, dans ce contexte, choisissent une structure d'actif comportant davantage d'actifs risqués que celle que choisissent les épargnants individuels. Ceci explique pourquoi les primes de risque chutent, avec l'excès de demande pour les actifs risqués.

Il reste à expliquer les décisions de gestion des entreprises. Nous partons du choix des critères de gestion, et les replaçons dans le cadre d'une problématique plus générale celle de création de valeur.

### *Un choix erroné des critères de gestion et des stratégies dynamiques complexes des investisseurs*

Comme nous l'avons évoqué plus haut, le critère de gestion le plus souvent utilisé est le rendement des fonds propres ou ROE (résultat net-fonds propres au bilan). Ceci pose de nombreuses questions.

Comme on l'a vu, une hausse du ROE peut être obtenue simplement en accroissant le levier d'endettement et de ce fait, le ROE ne peut pas être une mesure de l'efficacité des entreprises.

Il vaudrait beaucoup mieux utiliser un ratio comme le rapport entre les profits bruts et le capital mis en œuvre (ROAC), qui mesure l'efficacité de la production.

La hausse du ROE, si elle est due à celle du levier, a comme effet de faire monter la valeur boursière des entreprises et, à l'équilibre, cette valeur est égale à la valeur économique des entreprises (valeur nette au bilan) multipliée par l'effet de levier. Ceci a permis à certains observateurs d'avancer que l'endettement des entreprises n'augmentait pas effectivement, puisque le ratio de la dette à la valeur boursière ne s'accroissait pas. On voit bien que cet argument est erroné : c'est la hausse de l'endettement qui provoque la hausse, proportionnelle, de la valeur boursière, et par construction, le rapport endettement-capitalisation boursière ne varie pas. Il y a bien à la fois excès d'endettement et surévaluation boursière.

Il reste à comprendre comment les fonds d'investissement en profitent. S'ils achètent les actions trop cher, le ROE élevé n'est pas un facteur de rentabilité forte des investissements.

Il faut donc imaginer des stratégies complexes des fonds d'investissement, basées aussi sur des asymétries d'information. On peut, par exemple, imaginer la stratégie dynamique suivante : investir dans une entreprise en sachant que la rentabilité peut en être améliorée, ce que ne savent pas les actionnaires antérieurs ; obtenir des dirigeants une augmentation de la dette pour financer l'éviction, à faible prix en raison de l'asymétrie d'information, des actionnaires minoritaires ; entreprendre, une fois cette éviction faite, l'amélioration de la gestion et profiter alors d'une hausse de la valeur des investissements.

Ceci est bien favorable aux investisseurs, mais conduit à une entreprise plus fragile (avec la hausse de la dette et les rachats d'actions), alors que l'amélioration de son efficacité aurait pu être obtenue sans cette modification de la structure de financement.

Il ne faut cependant pas croire que nous rejetions sans nuance les conséquences d'un pouvoir plus important pour les actionnaires et d'exigences accrues de rentabilité du capital. Dans un premier temps (1992-1997 aux États-Unis), ces évolutions ont conduit à améliorer la gestion, à recentrer les entreprises sur leurs métiers de base et à accroître la productivité.

Les dérèglements apparaissent lorsque l'accroissement de la rentabilité des actions n'est plus obtenu par les méthodes « naturelles » (meilleure gestion, meilleure efficacité productive) mais simplement par la gestion financière (c'est-à-dire l'accroissement du levier et les rachats d'actions).

### *Le rôle de la « création de valeur »*

Les dysfonctionnements qui affectent les marchés financiers depuis près de deux décennies, sont des dérives fatalement associées à la recherche systématique de ce que l'on appelle la « création de valeur ». Celle-ci s'est en effet progressivement imposée comme nouveau ressort de la croissance mondiale, au fur et à mesure que s'instaurait le nouveau rapport de forces favorable aux actionnaires analysé plus haut.

Nous pensons que la généralisation de cette « recherche de valeur » qui modifie perpétuellement les conditions de la production en vue de déplacer le partage de la valeur ajoutée au profit de l'actionnaire, perturbe gravement les repères sur lesquels se fondent les anticipations et conduit à biaiser à la hausse les anticipations des actionnaires. La surévaluation et le surendettement sont la conséquence logique de ce biais d'optimisme. Dans ce contexte, le comportement « normalement » mimétique des gérants, jugés non sur leurs performances absolues, mais relativement à celles des autres gérants, conduit plutôt à approfondir les dysfonctionnements nés des erreurs d'anticipations qu'à les réduire.

Les politiques économiques ne sont donc pas, comme on le croit souvent, directement responsables des crises. Elles sont seulement impuissantes à corriger les dysfonctionnements nés d'une situation nouvelle de

recherche systématique d'efficacité, qui trouble finalement autant les anticipations des acteurs privés que celles des gouvernements.

Le savoir-faire de l'investisseur consiste à arbitrer entre rendement et risque. Il sait que l'attrait que suscite un rendement plus élevé doit être mis en regard de l'accroissement du risque qui l'accompagne. La « création de valeur » bouleverse cette logique, puisqu'elle consiste précisément à trouver les moyens d'augmenter les profits, donc le rendement, sans augmenter le risque.

Revenons un instant sur le mécanisme de la « création de valeur ». Supposons que la prime de risque attachée à une activité soit à un moment donné égale à  $X$ . Le rendement « normal » pour cette activité est donc  $i + X$ . Supposons que l'on parte d'une situation où la capitalisation des entreprises exerçant cette activité soit telle que la part de la valeur ajoutée qui revient aux actionnaires égalise le produit de cette capitalisation par le rendement « normal ». Partant d'une telle situation, on dira qu'il y a « création de valeur » (pour l'actionnaire), si l'entreprise trouve le moyen d'accroître les profits sans augmenter le risque, autrement dit, si ce qui reste de la valeur ajoutée, après paiements des salariés, des impôts et des charges d'intérêt, dépasse le montant obtenu en appliquant le rendement « normal » à la capitalisation boursière de l'entreprise.

Si le marché financier fonctionne correctement, la « création de valeur » entraîne une augmentation de la valeur de l'action qui correspond pour l'actionnaire à une plus-value lui apportant une rémunération exceptionnelle, supérieure au rendement « normal ».

Concrètement supposons qu'une entreprise parvienne à augmenter ses profits en mettant en œuvre une fonction de production ayant une meilleure productivité globale des facteurs, ou à exploiter la même fonction de production plus efficacement en baissant les coûts. Supposons que l'entreprise puisse le faire sans accroître le risque supporté par l'actionnaire (nous reviendrons plus tard sur cette hypothèse qui est cruciale et qui n'a rien d'évident puisqu'en général le fait d'innover va de pair avec un accroissement du risque). Tant que l'entreprise est dans une situation de concurrence telle qu'elle puisse maintenir les prix précédents avec des coûts moindres, elle créera de la valeur. Le partage de la valeur ajoutée se déplacera en faveur de l'actionnaire. Le prix de l'action montera, et le niveau de la capitalisation boursière sera plus élevé qu'auparavant. La hausse de la capitalisation peut être considérable, comme le montre l'exemple plausible suivant. Supposons qu'une entreprise, dégageant des profits représentant 6 % de la capitalisation de 100, soit en mesure, à la suite d'une amélioration de sa fonction de production, de dégager durablement de façon crédible et sans risque supplémentaire, des profits représentant 12 % de la capitalisation. Pour être conforme au rendement « normal » de cette activité qui est donc supposé inchangé, la capitalisation de cette entreprise doit doubler, passant de 100 à 200. Le rendement n'est plus alors que de 6 %. Mais dès qu'une

entreprise concurrente est en mesure d'entrer sur le marché et de gagner des parts de marché en baissant les prix et en réduisant les marges, la rentabilité s'installe sur le nouveau niveau « normal » de 12 % correspondant à la nouvelle fonction de production. Ceci signifie, ce qui est plausible, que les rendements sans risque augmenteront suivant l'augmentation devenue globale de la rentabilité du capital productif. Le taux d'actualisation des revenus futurs doit alors, dans notre exemple, passer de 6 à 12 %. La capitalisation retournera à son niveau initial, le partage de la valeur ajoutée reprendra son niveau précédent.

L'actionnaire, capable d'acheter au moment où la capitalisation passe de 100 à 200, pour vendre avant qu'elle ne redescende et se porter sur une autre opportunité, réalisera en plus-values beaucoup plus de rendement que celui qui se contenterait de rester fixé sur des projets donnés, même si ceux-ci bénéficient d'accroissement de rendement lié à l'amélioration de la productivité. Par ailleurs, on peut se demander quelle est l'importance du risque attaché au nouveau projet dans la période suivant immédiatement la création de valeur, dans la mesure où le rendement sera dopé par des plus-values qui compenseront très largement une éventuelle inflexion, d'ailleurs peu probable, des profits sur un horizon aussi court pendant lequel la visibilité sur les profits est bonne.

La seconde composante de la « création de valeur » consiste à réduire le risque supporté par l'actionnaire. Certes on peut admettre que, dans une certaine mesure, l'amélioration de productivité de la production qui s'opère aujourd'hui par l'introduction de nouvelles technologies dans la fabrication, améliore l'efficacité de la production sans accroître le risque. Mais, pour l'essentiel la réduction du risque supporté par l'actionnaire passe par son report sur d'autres acteurs, que ce soient les salariés ou d'autres entreprises sous-traitantes qui ne sont pas en position de force pour imposer ce même traitement aux autres. L'entreprise va ainsi chercher à ajuster plus rapidement qu'auparavant la quantité et le prix de la main d'œuvre. La flexibilité sous toutes ses formes sera recherchée (précarisation des contrats de travail, annualisation du temps de travail, ...), et une partie de plus en plus importante de la rémunération des salariés se fera sous forme de revenus variables, sans que ce nouveau risque porté par le salarié ne soit rémunéré. En contrepartie néanmoins, les salariés les plus privilégiés bénéficieront de plus en plus de distribution d'actions à prix réduit dont ils espèrent recevoir en plus-values beaucoup plus que ne leur apporterait une augmentation de salaires.

### *Les dysfonctionnements résultant de la « création de valeur »*

Dans la réalité, les entreprises sont, les unes après les autres, poussées par l'aiguillon du « gouvernement d'entreprise » à créer de la valeur. De sorte que les mouvements de la capitalisation boursière s'enchaînent les

uns derrière les autres et conduisent à une hausse qui semble continue. En fait, personne n'est capable de prévoir l'évolution de la capitalisation boursière, car il faut savoir apprécier et superposer les effets de reflux partiel liés à la « création de valeur » passée et les effets des nouveaux trains de « création de valeur » dont l'ampleur dépendra de la capacité des économies à trouver de nouveaux gisements.

Le risque est alors grand que les anticipations se fassent par extrapolation tendancielle, donc fortement biaisées de façon optimiste. La surévaluation boursière en résulte. Selon sa gravité et selon la façon dont elle est gérée par les autorités publiques, cette surévaluation débouche sur un ou plusieurs ajustements assez violents (ce qui semble jusqu'à présent se passer dans les pays développés) ou sur une crise grave (ce qui a été réservé aux pays en développement dont les gouvernements, en donnant trop d'assurances aux investisseurs, ont probablement excessivement prolongé les dysfonctionnements financiers).

Les bulles que l'on observe alors sont en outre très complexes, car si elles appartiennent clairement dans un premier temps à la catégorie des bulles d'excès d'optimisme, liées à des erreurs d'anticipations, elles prennent ensuite une dimension de bulles spéculatives liées à des anticipations de gains en capital. En effet, plus les repères sont perdus, plus le jeu devient une façon comme une autre de prendre des décisions.

Par ailleurs, pour permettre aux petits comme aux gros actionnaires d'aller chercher, au moindre coût, la valeur là où elle est, quand elle y est, les actionnaires ont délégué leur pouvoir à des gérants. Ceux-ci travaillent à partir de benchmarks qui permettent de les classer. Si les anticipations sont correctes en moyenne, la gestion mimétique qu'implique la référence au benchmark ne pose pas de problème particulier. En revanche, plus l'anticipation est difficile à faire, plus les gérants se fieront à l'anticipation des autres, et plus l'erreur risque de s'amplifier par effet de contagion et d'exemplarité. On peut se faire une idée des ravages du mimétisme dans une situation où les repères sont perdus en pensant à des conducteurs de voiture qui manipuleraient leur volant en se fiant aux mouvements des autres conducteurs. Si tous les conducteurs connaissent la route par cœur, les dégâts d'un tel mode de conduite seront bien moindres que si les conducteurs font la route pour la première fois.

Les gérants sont d'ailleurs confortés dans cette attitude puisque, ceux qui sont prudents seront sanctionnés, s'ils sortent du marché trop tôt avant les autres et manquent ainsi un épisode de prise de valeur, alors qu'un gérant imprudent, mais conformiste (donc pas plus imprudent que les autres) conservera ses clients, car il ne fera « pas plus mal que les autres », s'il est pris, avec ses concurrents, dans la baisse de la Bourse.

Face à la pression des actionnaires pour créer de la valeur, on peut se demander si les dirigeants n'ont pas eu tendance à utiliser excessivement l'effet de levier. *A priori*, l'accroissement de l'effet de levier ne crée pas de

valeur, puisqu'il augmente le risque en même temps que le rendement. Mais, dans la réalité, il est possible que l'actionnaire ne soit pas conscient des risques supplémentaires que lui fait courir un endettement supplémentaire. On peut même penser que la création de valeur qui repose sur l'idée qu'il est possible d'accroître le rendement sans accroître le risque a rompu les réflexes qui associaient surcroît de risque à surcroît de rendement.

Comment savoir dès lors s'il y a ou non surendettement ? L'utilisation du ratio d'endettement, qui rapporte la dette à la capitalisation, n'est pas d'une grande utilité. En effet, si la capitalisation boursière a augmenté, il est normal, surtout si cette augmentation provient de la création de valeur sans risque supplémentaire, que le taux d'endettement optimal augmente. Mais, il se peut tout aussi bien que ce soit au contraire parce que l'endettement a crû de façon excessive que la capitalisation connaît une croissance, elle aussi induite.

Néanmoins, si l'on pense que la capitalisation est surévaluée, il semble prudent de juger l'endettement en tenant compte d'un probable réajustement de la capitalisation.

### *Le rachat d'actions, point de départ d'une chaîne extrêmement dangereuse*

Une des manières d'augmenter le levier est d'accroître l'endettement de manière à financer des rachats d'actions ; ceci a les conséquences évoquées plus haut : augmentation du rendement mais aussi du risque, ce qui ne justifie les rachats d'actions que si le risque n'est pas pleinement perçu, et implique une hausse des cours puisqu'il y a réduction de l'offre ; cette hausse des cours peut être confondue avec celle qui résulterait d'une augmentation de la profitabilité, et induire des comportements d'achat.

À l'équilibre du marché des actions, il y a donc nécessairement une forte hausse des cours – puisque *ex ante* l'offre baisse et que la demande est forte – qui favorise :

- les cessions d'actions par les ménages, et l'utilisation des plus-values en capital pour consommer ;
- l'augmentation généralisée de la dette, rendue possible par l'accroissement de la richesse.

### *Un ensemble de mécanismes qui poussent à la hausse la totalité des rendements exigés*

Nous avons passé en revue :

- l'augmentation du pouvoir des actionnaires, et l'apparition de fonds d'investissement en situation de concurrence comme actionnaires majeurs ;
- la recherche de « création de valeur » dans les entreprises, sous la pression de ces actionnaires ;

- le développement de l'illusion selon laquelle la hausse forte de la valeur des actifs obtenue lorsque des progrès de productivité, de gestion, ... sont mis en œuvre peut être continue. En réalité, nous l'avons vu, dès lorsque le standard de rendement rejoint le rendement plus élevé qu'avaient initialement permis ces progrès, il devrait y avoir rechute des prix des actifs.

- la nécessité d'éviter cette rechute pousse les entreprises à se tourner vers une modification de la gestion financière (le levier d'endettement) pour maintenir la valeur de leurs actions, ce qui est le cas, d'une part, parce que l'offre d'actions est réduite par les rachats, d'autre part, parce que le risque lié au levier n'est probablement pas pleinement pris en compte.

C'est ici que la concurrence entre gérants joue : le standard de rentabilité atteint sur le capital des entreprises américaines finit par s'imposer à tous les actifs puisque chaque gérant cherche à dégager une performance supérieure à celle des autres.

C'est ainsi que nous expliquons les investissements massifs dans les actifs les plus risqués (titres émis dans les pays émergents par exemple), ou l'utilisation du levier par les fonds (hedge funds) pour démultiplier leur rentabilité.

Voici pourquoi nous parlons de *mécanismes à la fois microéconomiques et macroéconomiques*.

Au départ, c'est le rôle croissant des actionnaires qui pousse les entreprises à rechercher tous les moyens, légitimes (productivité accrue) ou non (levier) d'accroître leur valeur boursière ; c'est la structure concurrentielle du marché de la gestion qui pousse les gérants à rechercher des rendements élevés, donc à se diversifier vers des actifs plus risqués. Il y a donc, en amont, deux mécanismes microéconomiques. Les conséquences négatives se situent au niveau macroéconomique : à l'intérieur des pays, excès d'endettement et surévaluation des prix d'actifs ; au niveau international, circulation financière, inutile et dangereuse, comme on va le voir, au profit des pays émergents et dérèglement induit du système de changes.

Il nous faut donc maintenant examiner plus précisément à la fois les implications macroéconomiques et les causes microéconomiques de la recherche systématique de création de valeur.

## **Retour sur une crise financière internationale**

### *Revenu par tête et croissance*

Considérons les évolutions économiques dans six grandes zones de la planète : l'Asie (hors Japon et Chine), le Japon, la Chine, l'Amérique latine (y compris Mexique), l'Union européenne et les États-Unis. Par rapport aux États-Unis, les niveaux relatifs de revenu par tête sont présentés dans le tableau suivant.

## Revenu par tête relativement aux États-Unis

*États-Unis = 100*

	1985	1997
Chine	8	17
Amérique latine	19	27
Asie	16	44
Europe	73	73
Japon	71	78

Source : ONU.

On voit qu'un processus de rattrapage est à l'œuvre, conformément à ce que prévoit la théorie néoclassique. Il est récent et encore très incomplet en Chine et en Amérique latine. Il a été très rapide en Asie, qui se trouve aujourd'hui dans une situation intermédiaire en termes de revenu par habitant. Enfin le rattrapage des États-Unis par le Japon et l'Europe semble très lent, mais il faut noter que la période retenue est très défavorable à ces derniers en termes de cycle économique.

En effet, la décennie quatre-vingt-dix se caractérise par une totale déconnexion des cycles économiques au profit des États-Unis qui semblent engagés dans une véritable révolution technologique alors que l'Europe et surtout le Japon ne parviennent pas à sortir du marasme.

### *Épargne, investissement, soldes courants*

Les taux d'épargne et d'investissement (graphiques 1 et 2) sont relativement faibles en Europe et aux États-Unis (bien que le taux d'investissement soit sensiblement remonté aux États-Unis), relativement élevés en Chine et en Asie. Ces situations peuvent être jugées normales au regard des niveaux de développement des zones en question. En revanche, il est plus surprenant que les taux d'épargne et d'investissement soient aussi faibles en Amérique latine (sous-accumulation), et aussi élevés au Japon (sur-accumulation). Ce sont d'ailleurs sans doute les différences en matière d'épargne qui causent, dans ces deux cas, les différences en matière d'investissement.

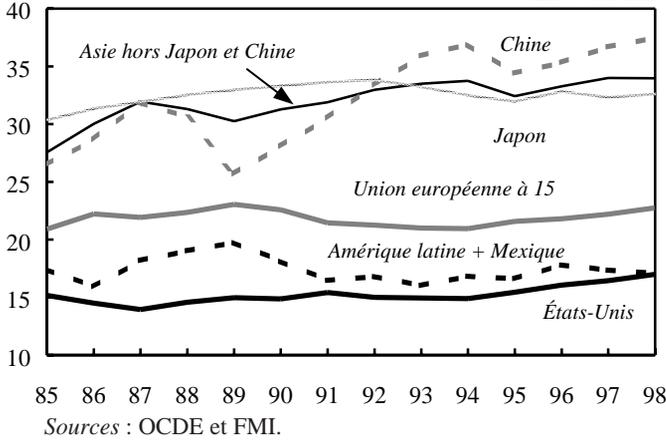
Les soldes des transactions courantes sont égaux à la différence entre épargne et investissement de chaque zone (graphique 3).

Leur observation apporte quelques enseignements supplémentaires :

- le besoin de financement chronique des États-Unis est anormal. Certes, il est actuellement aggravé par le différentiel de demande intérieure entre ce pays et le reste du monde, et par le cycle d'investissement exceptionnel dans lequel il est engagé. Il faut cependant noter que même dans les phases récessives, les États-Unis, pays le plus avancé du monde en termes de technologie ou de revenu par tête, est financé par les autres pays. Comme nous le verrons plus loin, la cause essentielle de ce déficit est l'insuffisance de l'épargne privée ;

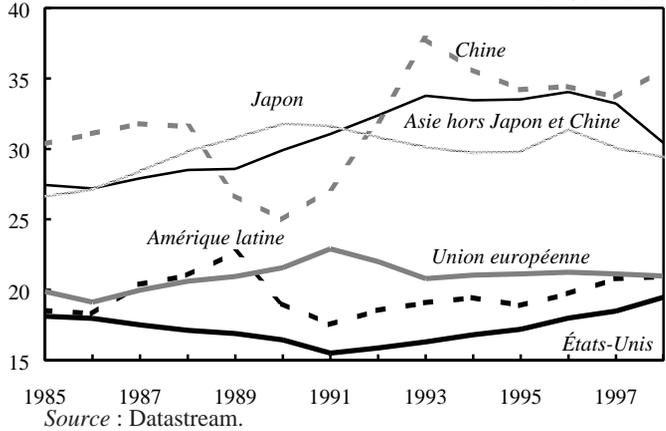
### 1. Taux d'épargne de la Nation

En % du PIB



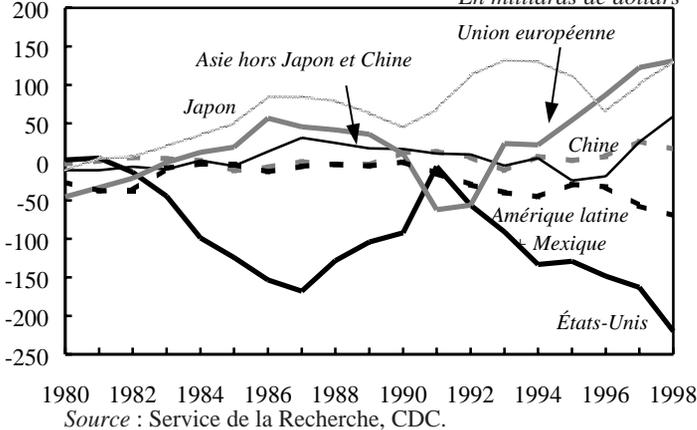
### 2. Taux d'investissement

En % du PIB



### 3. Solde courant

En milliards de dollars



- l'insuffisance d'épargne est également un problème majeur pour l'Amérique latine. Sans doute liée à la mémoire de l'hyper-inflation, elle limite le taux d'investissement, débouche sur des déficits extérieurs, et rend l'Amérique latine dépendante des flux d'investissement direct étranger.

- inversement, le taux d'épargne très élevé de l'Asie a servi un investissement souvent excessif et inefficace : immobilier de bureau (Thaïlande, Malaisie), surcapacités industrielles (Corée). Plus de rigueur dans les choix d'investissement aurait permis aux pays asiatiques d'être totalement autonomes dans leurs processus de développement, d'éviter les déficits extérieurs et de n'avoir besoin que d'investissements directs sélectifs (transferts de technologie). C'est la stratégie de fait suivie par la Chine ;

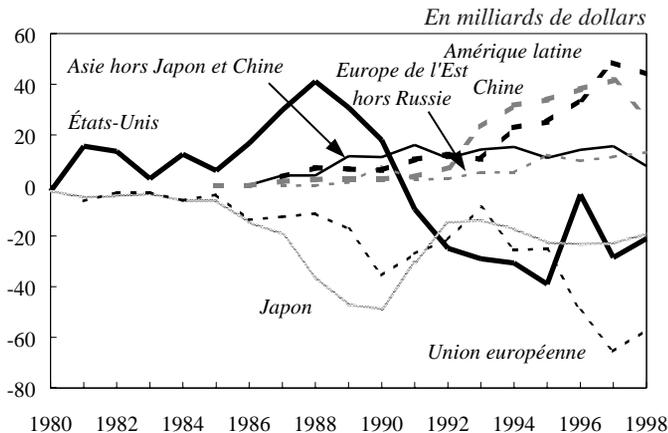
- enfin l'Europe et le Japon semblent depuis quelques années incapables d'orienter une épargne abondante vers un surcroît d'investissement.

### Mouvements de capitaux

Complétons ce constat par une revue des mouvements de capitaux.

Les flux d'investissement direct (graphique 4) sont bien conformes à la théorie, durant les années quatre-vingt-dix au moins : les États-Unis, le Japon et l'Europe sont exportateurs de capitaux, et les zones émergentes importatrices. On peut simplement noter le faible niveau des investissements directs en Asie (hors Chine), comparé à ceux qui se dirigent vers la Chine ou l'Amérique latine.

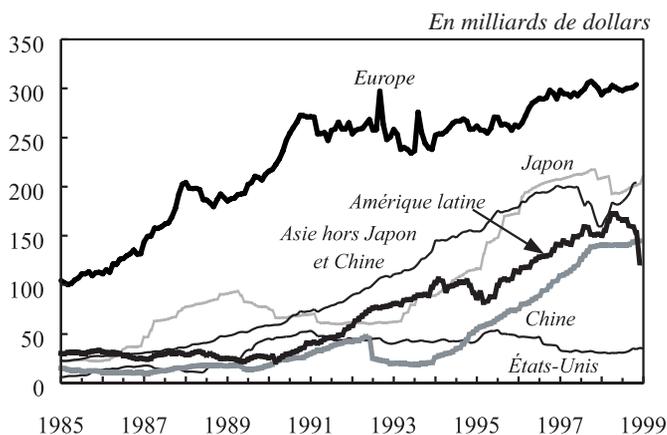
#### 4. Investissement direct net



Source : Datastream.

Les réserves de change (graphique 5) sont restées à peu près stables en Europe et aux États-Unis (où elles sont très faibles) ; elles se sont très rapidement accumulées au Japon de 1993 à 1997, traduisant la volonté de la Banque du Japon, au cours de cette période, d'empêcher la hausse du yen malgré les excédents courants du pays ; en Chine, les réserves ont crû entre 1993 et 1997 et stagné depuis, parallèlement aux investissements directs ; elles ont régulièrement progressé en Amérique latine en dehors du creux de 1995 correspondant à la crise mexicaine. Le cas le plus intrigant est finalement celui de l'Asie, où jusqu'à la crise de 1997, les réserves de change ont continûment augmenté malgré le déficit courant et la faiblesse des investissements directs.

### 5. Réserves de change



Le tableau est complété par l'évolution des flux de capitaux financiers (graphique 6). L'Europe et le Japon ont exporté des capitaux, leurs investissements directs nets n'épuisant pas leurs excédents courants. Les États-Unis ont financé leur déficit courant et leurs investissements directs par des entrées de capitaux. La Chine a subi des sorties de capitaux à partir de 1997, ce qui explique la stagnation de ses réserves de change. Enfin les autres pays émergents (Asie et Amérique latine) ont importé plus de capitaux qu'il n'en fallait pour financer leurs déficits extérieurs, puisque les réserves de change ont augmenté. Ces entrées excessives ont porté une lourde responsabilité dans la crise des marchés émergents en 1997.

## *La crise des marchés émergents : entrées de capitaux et insuffisances institutionnelles*

L'accent a été souvent mis sur les facteurs internes qui ont permis aux flux de capitaux orientés par les gérants de fonds occidentaux de déstabiliser les pays émergents, en particulier les choix de régimes de change, la régulation prudentielle du système bancaire et le degré de développement des marchés financiers.

En premier lieu, la surévaluation de la plupart des monnaies des pays émergents est reconnue comme l'une des principales causes de la dégradation des balances commerciales dans ces pays et finalement de la crise de 1997. Le graphique 7 montre l'évolution des taux de change d'un groupe de devises émergentes vis-à-vis du dollar. Après les chocs de 1994 (hyperinflation en Amérique latine, dévaluation du yuan) et jusqu'à la crise de 1997, il y a stabilité des monnaies asiatiques, dépréciation régulière des monnaies d'Amérique latine. Cependant, si l'on tient compte des écarts d'inflation et de la remontée du dollar par rapport au yen, il y a eu de 1993 à 1997 une appréciation réelle continue des monnaies d'Asie et d'Amérique latine (graphique 8).

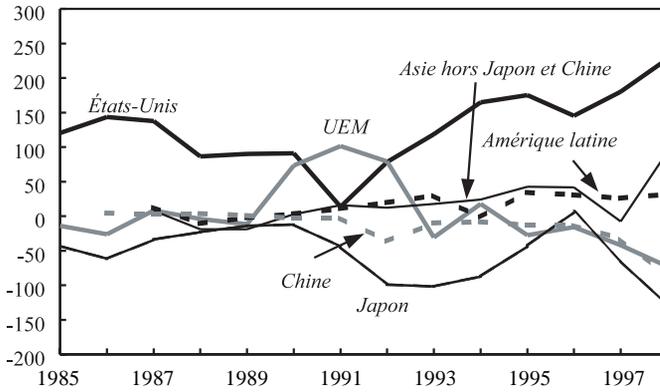
La surévaluation résulte dans un grand nombre de cas de choix erronés de système de change. En Asie, il s'agissait le plus souvent d'un ancrage nominal au dollar, alors que la structure du commerce extérieure était très différente (avec un fort poids pour le Japon en particulier) ; au Brésil, de l'utilisation de la surévaluation réelle, finalement destructrice pour l'économie, comme moyen d'accélérer la désinflation.

Il est toutefois difficile de considérer la politique de change comme un facteur exogène, indépendant des flux financiers. Entrées de capitaux et politiques de change inadaptées ont en fait été deux mécanismes vicieux qui se sont mutuellement renforcés jusqu'à la crise. Les entrées systématiques de capitaux ont permis les politiques de surévaluation réelle, qui sinon auraient buté sur l'épuisement des réserves. Inversement, la fixité du change par rapport au dollar a augmenté l'attrait de ces pays pour les investisseurs étrangers.

Deuxième facteur permissif, la régulation prudentielle des banques dans les pays émergents a été très déficiente, tolérant une absence totale d'analyse de la solidité des emprunteurs. Le plus souvent, les investisseurs occidentaux n'ont en effet pas pu prêter directement aux entreprises, à la fois en raison de l'inexistence de marchés de titres et parce que les entreprises locales n'avaient pas de comptes suffisamment fiables pour être des contreparties acceptables. Les capitaux ont ainsi transité, sous forme de prêts inter-bancaires, par les banques locales qui ont assumé l'essentiel du risque de contrepartie.

## 6. Mouvements nets des capitaux financiers

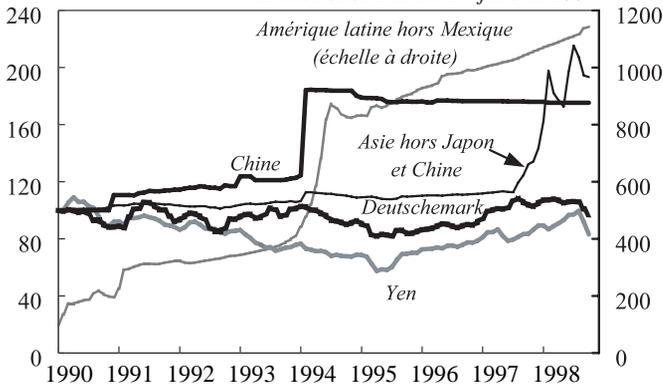
En milliards de dollars



Sources : Datastream et EIU.

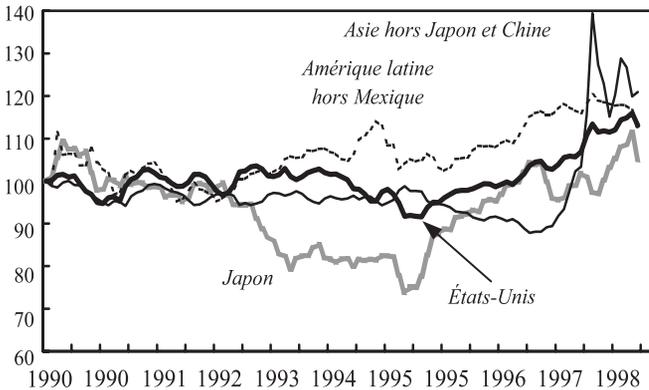
## 7. Taux de change par rapport au dollar

Indice base 100 au 1<sup>er</sup> janvier 1990



Source : Datastream.

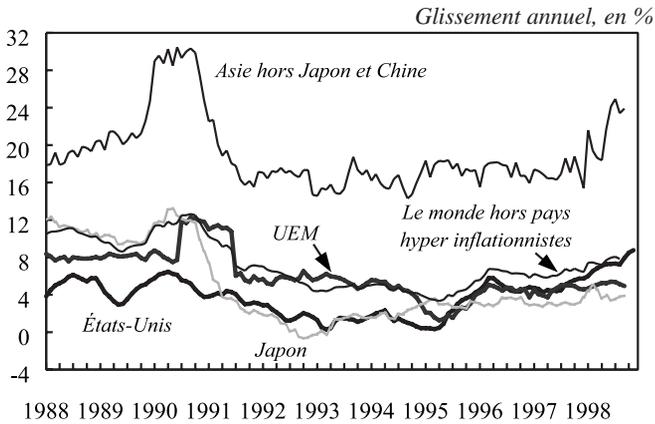
## 8. Taux de change effectif réel(\*)



Note : (\*) Hausse = Dépréciation.

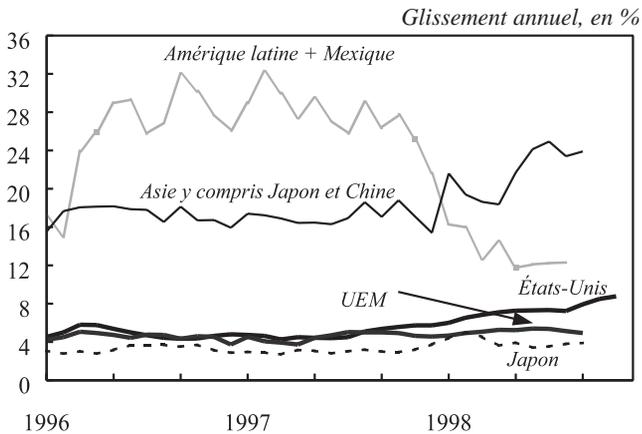
Source : Datastream.

## 9. Masse monétaire



Source : Datastream.

## 9bis. Masse monétaire

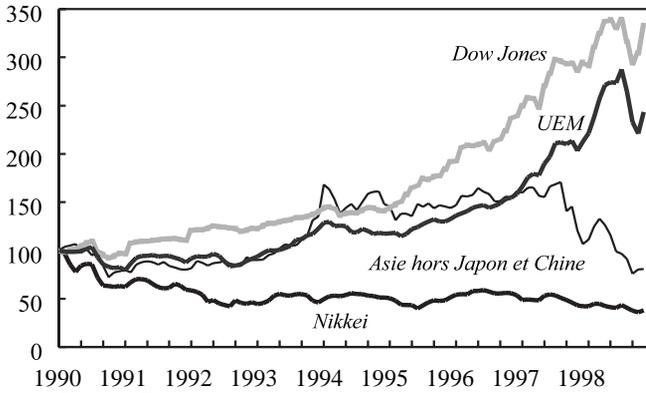


Source : Datastream.

Enfin, l'insuffisant développement des marchés financiers, et plus particulièrement la faiblesse de l'encours de dette publique négociable, a interdit aux Banques centrales d'intervenir pour stériliser les entrées de capitaux. L'afflux de liquidités s'est orienté vers les banques a conduit à une croissance anarchique de la monnaie et du crédit (graphiques 9 et 9 bis). Celle-ci, à son tour, a financé des investissements inefficaces, en particulier les placements spéculatifs en Bourse. Cela explique l'envolée des indices boursiers en 1993 et 1994 en Asie, de 1995 à 1997 en Amérique latine (graphiques 10 et 10 bis).

## 10. Indices boursiers

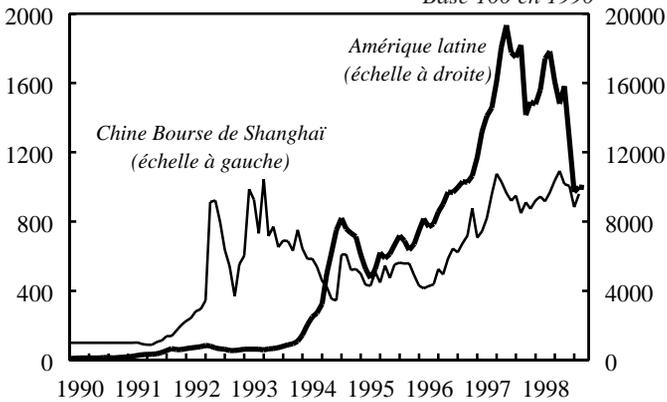
Base 100 en 1990



Source : Datastream.

## 10bis. Indices boursiers

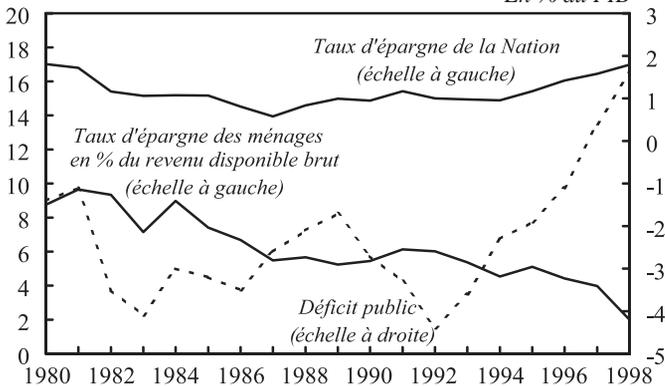
Base 100 en 1990



Source : Datastream.

## 11. Taux d'épargne de la Nation, des ménages et déficit public aux États-Unis

En % du PIB



Source : OCDE.

Il ne s'agit pas ici de minimiser les responsabilités particulières des pays émergents eux-mêmes dans l'apparition de la crise. Mais il apparaît clairement que les insuffisances institutionnelles des pays émergents ont vu leurs effets amplifiés par des entrées de capitaux excessives, à la recherche de la rentabilité mais peu enclines à tenir compte du risque.

Il ne faudrait pas croire cependant que la recherche de la rentabilité sans prise en compte correcte du risque soit le seul facteur explicatif de l'afflux de capitaux vers les pays émergents.

Ils ont été aussi attirés, dans certains cas (la Russie étant le plus clair), par la certitude (qui s'est révélée infondée dans le cas de la Russie) que les institutions internationales (FMI) joueraient le rôle de prêteur en dernier ressort, ou que les emprunteurs dans les pays émergents seraient toujours couverts par une garantie publique. Il faut aussi mentionner le rôle très négatif joué par les agences de rating, qui n'ont pas anticipé les crises puis ont massivement dégradé la notation des pays émergents.

### *Dysfonctionnements*

Au total, le bref survol proposé dans cette section met en évidence certaines anomalies de la période récente dans les mouvements internationaux de capitaux.

On peut dire qu'il y a eu un « détournement » de capitaux vers les États-Unis, selon un cheminement complexe : les fonds américains ont investi dans les pays émergents ; les entrées de capitaux dans ces pays ont dépassé leurs besoins, de sorte que (jusqu'à la crise de 1997) leurs réserves de change se sont gonflées ; ces réserves (ainsi que celles du Japon) ont été réinvesties aux États-Unis, compensant les sorties nettes de capitaux financiers des États-Unis. Le recyclage de capitaux surnuméraires par les Banques centrales des pays émergents auprès des États-Unis traduit bien une circulation stérile de l'épargne.

En outre, les flux de capitaux financiers excessifs orientés vers l'Asie et l'Amérique latine ont alimenté la spéculation et les investissements inefficaces, mis en exergue les faiblesses institutionnelles de ces pays, et porté une lourde responsabilité dans la crise financière.

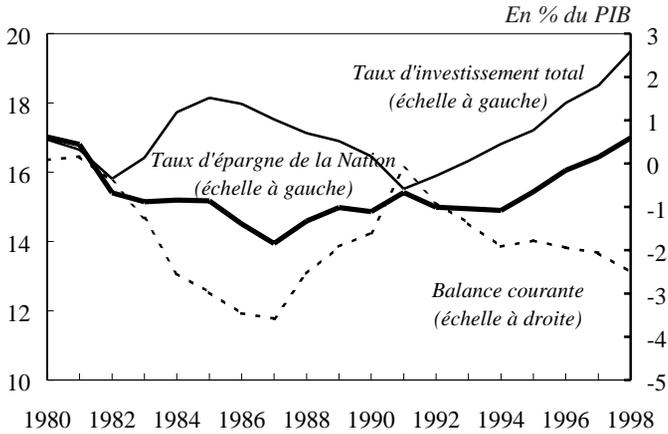
## **Le financement des États-Unis**

### *Insuffisance d'épargne et surcroît d'investissement*

Les États-Unis ont de façon chronique une épargne insuffisante. La phase de croissance actuelle a pourtant été mise à profit pour assainir les comptes publics. Notamment sous l'effet d'une réduction des transferts publics, et d'une hausse des impôts liée à la croissance ou aux plus-values en capital, un déficit public de plus de 4 % du PIB en 1992 a cédé la place à un excédent de près de 2 % en 1998. Cependant, le taux d'épargne des ménages a baissé fortement, de sorte que le taux d'épargne de la Nation n'a que peu augmenté (graphique 11). De son côté, le taux d'investissement a beau-

coup augmenté depuis le début des années quatre-vingt-dix, entraînant un creusement du déficit courant (graphique 12).

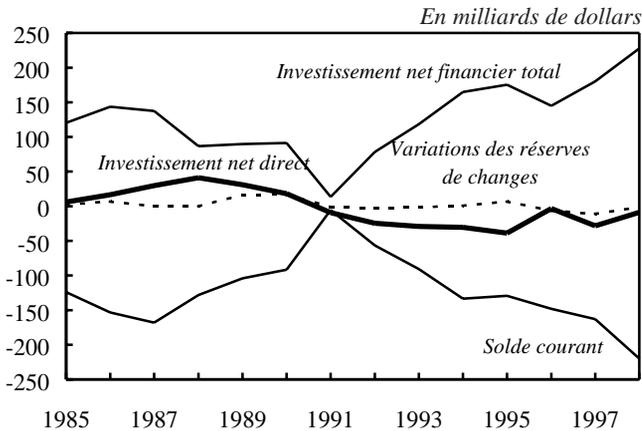
### 12. Taux d'épargne, taux d'investissement et balance courante aux États-Unis



Source : OCDE.

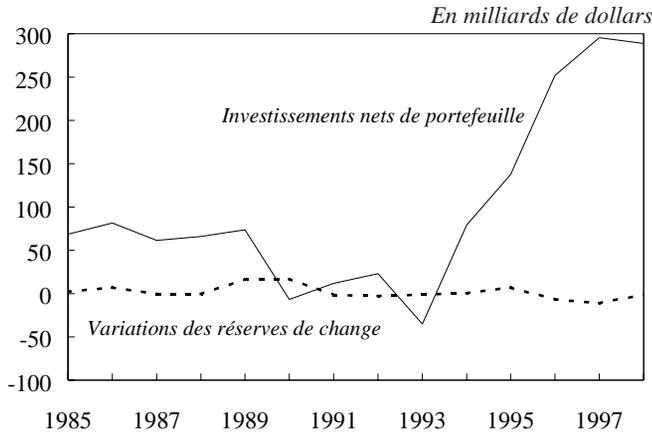
L'aggravation du déficit courant depuis 1992 ne s'est pas accompagné d'entrées supplémentaires d'investissements directs (graphique 13). Au contraire, les sorties de capitaux des États-Unis ont en la matière légèrement dépassé les entrées à partir de 1991. Le déficit courant a en fait été entièrement financé par des entrées de capitaux financiers, et plus précisément d'achats de titres (graphique 13bis), les flux à court terme étant légèrement en sens opposé notamment en raison des couvertures de change.

### 13. Solde courant, investissements directs, financiers et réserves de change aux États-Unis



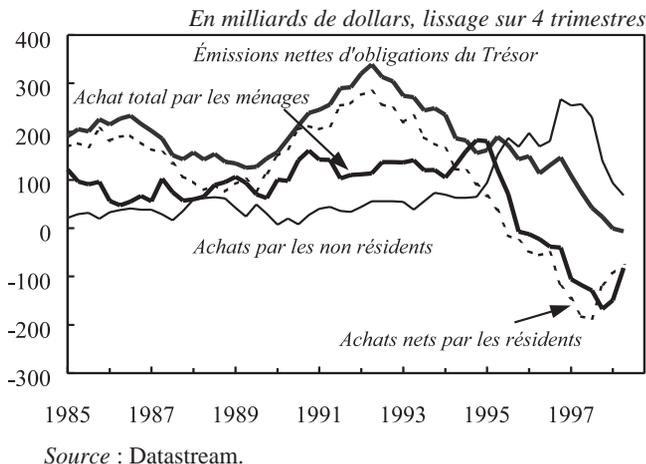
Sources : Datastream et EIU.

### 13bis. Investissements de portefeuille et capitaux de court terme aux États-Unis

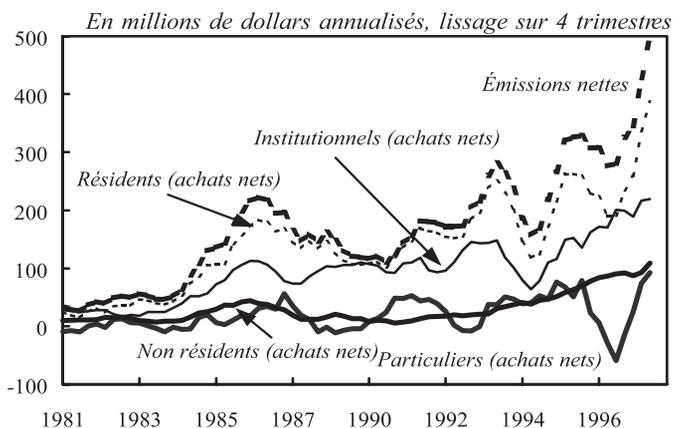


Quelle est la nature de ces investissements financiers des non résidents ? Les graphiques 14, 15 et 16 décomposent les flux d'offre et de demande sur les marchés des actions et des obligations publiques et privées aux États-Unis. Jusqu'en 1995, les non résidents étaient absents des deux marchés des titres privés. Ils ont ensuite graduellement renforcé leurs achats, dès 1995 pour les obligations d'entreprises et plus récemment pour les actions. Parallèlement, ils sont devenus très actifs sur les marchés des titres publics où ils étaient déjà présents depuis une dizaine d'années, à tel point que les investisseurs domestiques sont devenus vendeurs nets d'obligations d'État dans de larges proportions.

#### 14. Achats nets d'obligations du Trésor américain aux États-Unis



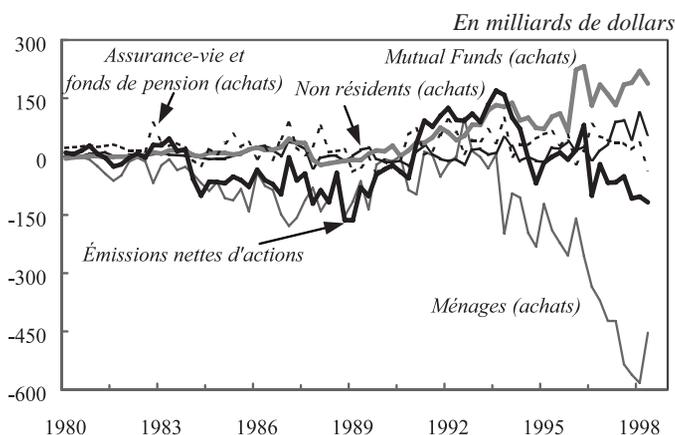
## 15. Obligations d'entreprises aux États-Unis(\*)



Note : (\*) Y compris financières.

Source : DRI.

## 16. Achats et émissions nets d'actions aux États-Unis

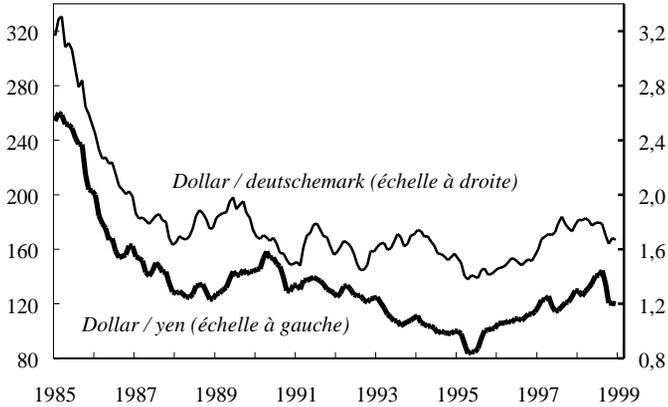


Source : DRI.

Qui sont, enfin, les investisseurs non résidents aux États-Unis ? Comme nous l'avons montré plus haut, entre 1994 et 1998, période de forte augmentation du déficit courant américain, les réserves de change du Japon, de la Chine et des autres pays asiatiques ont fortement augmenté (respectivement de 110, 120 et 40 milliards de dollars). Ces réserves étant très largement en dollars, les Banques centrales asiatiques ont ainsi financé une large part du déficit extérieur des États-Unis. Le reste des achats de titres est le fait d'investisseurs privés, en particulier japonais.

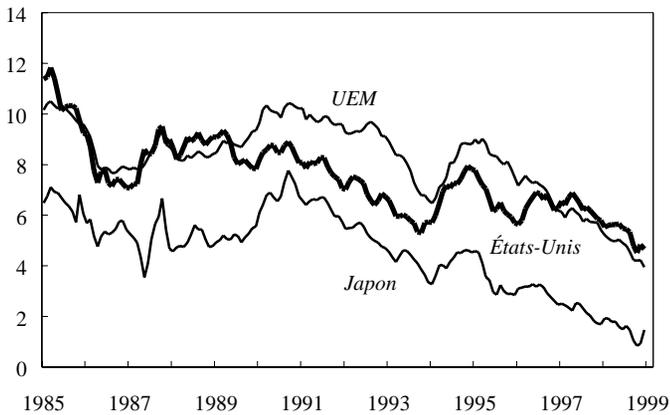
S'il faut en juger par l'évolution du taux de change et des taux d'intérêt qui équilibrent la balance des paiements, le financement extérieur des États-Unis a été réalisé difficilement jusqu'au début de 1995, et beaucoup plus spontanément par la suite (graphiques 17 et 18).

### 17. Taux de change



Source : Datastream.

### 18. Taux d'intérêt à long terme



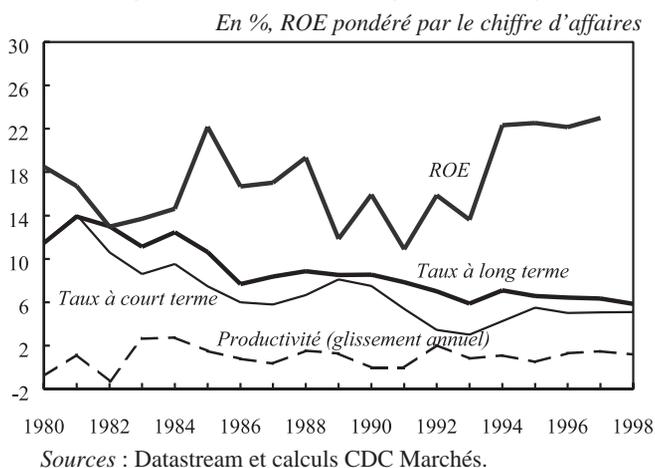
Source : Datastream.

Au total, une image en deux plans semble se dégager. En toile de fond, les États-Unis ont, tout au long de cette période, continué à drainer une partie de l'épargne des autres pays vers le marché de leurs titres publics, compensant ainsi l'insuffisance de leur propre épargne avec l'intermédiation des Banques centrales asiatiques. À partir de 1995, leur déficit courant s'est aggravé sous l'effet d'un regain d'investissement. Mais ils ont alors bénéficié de fortes entrées de capitaux non résidents orientés vers les marchés de titres privés et s'accompagnant d'une hausse du dollar. Tentons à présent d'expliquer ce soudain intérêt pour les placements en titres d'entreprises américaines.

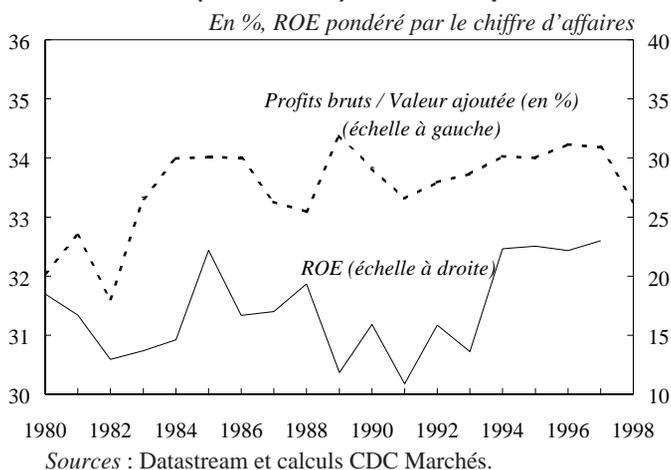
## Effet de levier et surendettement

Le rendement des fonds propres (ROE) des entreprises cotées américaines a très sensiblement progressé au cours des années récentes (graphique 19). À moins d'une soudaine et forte divergence entre les entreprises cotées et non cotées, cette évolution ne résulte ni d'une accélération de la productivité, ni d'une hausse comparable du taux de profit (graphique 20). La thèse de la *Nouvelle économie*, qui voudrait que les gains de productivité et la croissance soient désormais beaucoup plus forts, ne trouve guère d'appui dans les données. En revanche, la hausse des ROE semble principalement liée à un accroissement de l'effet de levier, c'est-à-dire du rapport dettes-fonds propres.

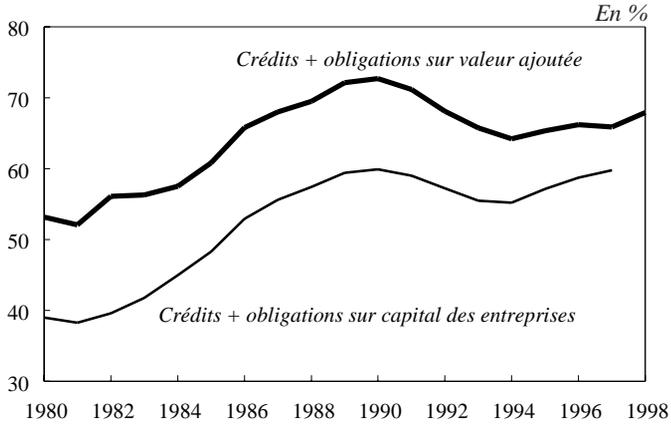
### 19. Taux d'intérêt, productivité et ROE (Dow Jones) aux États-Unis



### 20. ROE (Dow Jones) et taux de profit

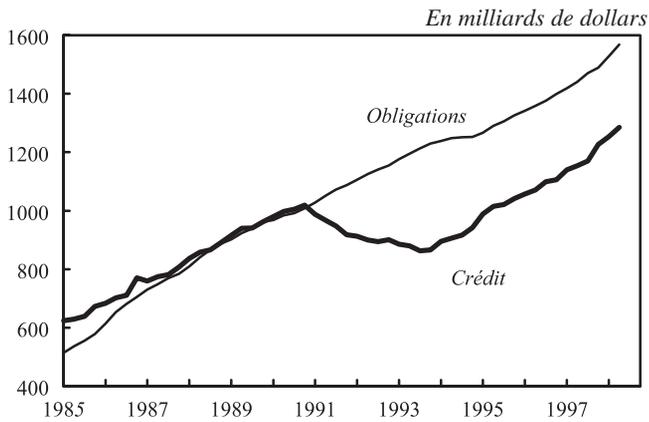


## 21. Taux d'endettement des entreprises non financières aux États-Unis



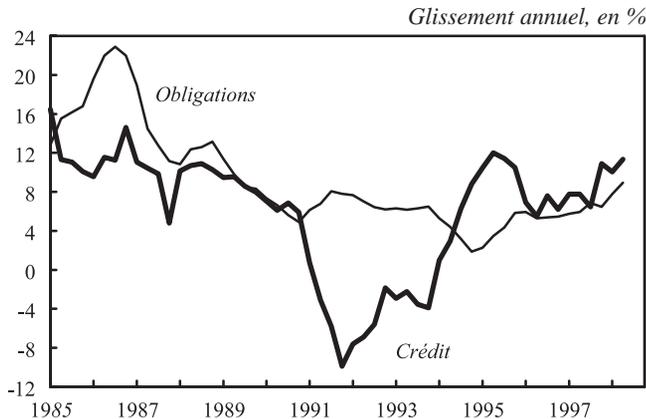
Source : DRI.

## 22. Endettement des entreprises non financières aux États-Unis



Source : Datastream.

## 22bis. Endettement des entreprises non financières aux États-Unis

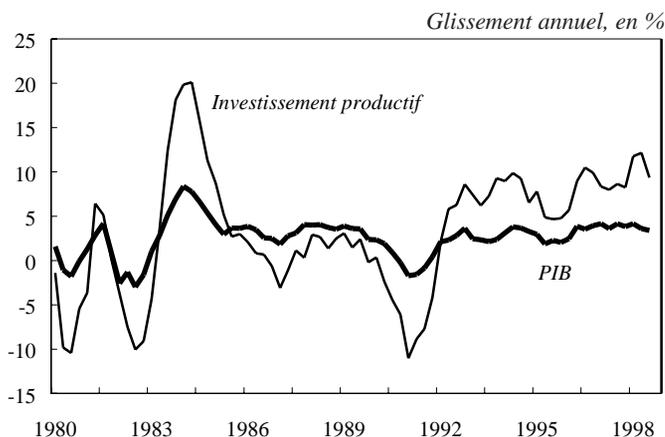


Source : Datastream.

Le taux d'endettement des entreprises américaines semble suivre un cycle (graphique 21) : hausse du taux d'endettement de 1982 à 1990, désendettement de 1990 à 1993, retour à l'endettement à partir de 1994. Cette évolution est plus marquée pour les crédits aux sociétés (60 % de l'endettement en 1998) que pour les obligations (40 % de l'endettement) (graphiques 22 et 22bis). Les encours de dette progressent aujourd'hui de près de 10 % par an.

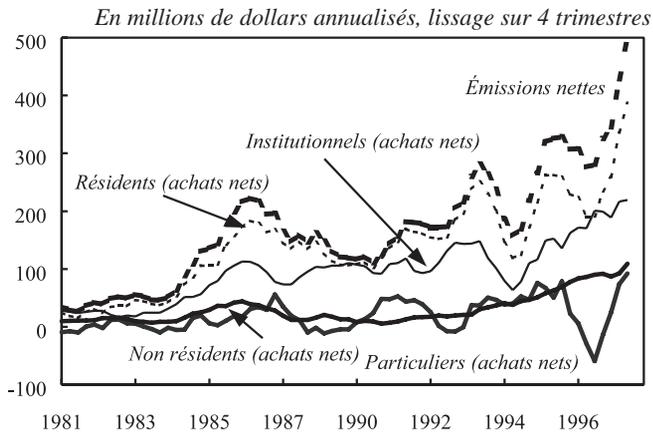
À quoi correspondent ces trois phases ? Dans la période 1982-1990, les États-Unis étaient dans un cycle de croissance, avec des taux d'intérêt élevés mais avec une progression très faible de l'investissement, en dehors du sursaut de 1983-1984 (graphique 23) ; les années quatre-vingt-dix à 1994 ont été celles de la récession et d'une sortie de récession assez laborieuse, marquée par la poursuite du désendettement ; à partir de 1994, l'expansion s'est nettement renforcée, principalement grâce à une forte progression de l'investissement.

### 23. Croissance et investissement des entreprises en volume aux États-Unis



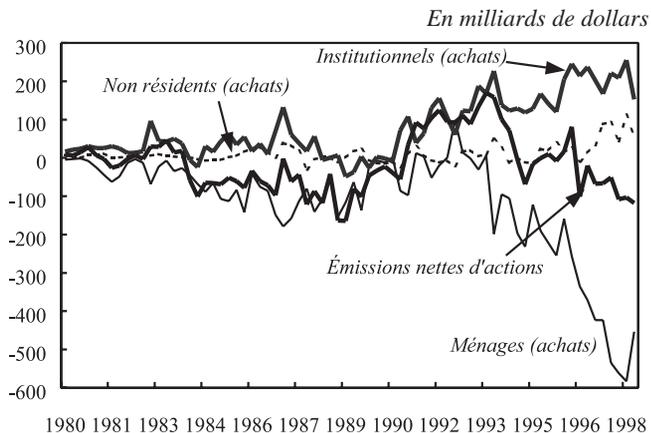
L'examen de l'équilibre des marchés d'obligations d'entreprises (graphique 24) et d'actions (graphique 25) apporte quelques éléments supplémentaires sur la structure de détention des titres et l'usage de l'effet de levier. Les émissions d'obligations ont été fortes de 1985 à 1988, puis ont réaccélééré entre 1993 et l'été 1998, lorsque la crise financière a provoqué un effondrement de ce marché. Du côté des acheteurs, les non résidents et les particuliers (investisseurs individuels américains) n'ont été que peu présents sur ce marché : les investisseurs institutionnels ont réalisé la majorité des achats.

## 24. Obligations d'entreprises aux États-Unis(\*)



Les émissions nettes d'actions ont été négatives de 1984 à 1990, puis de 1994 à aujourd'hui, et nettement positives de 1991 à 1993. Dans la phase très marquée de destruction nette qui se déroule depuis 1993, on observe des ventes par les particuliers, et des achats par les investisseurs institutionnels, et plus récemment par les non résidents.

## 25. Achats et émissions nets d'actions aux États-Unis



Ces observations montrent l'usage cyclique de l'effet de levier par les entreprises américaines pour soutenir le rendement de leurs fonds propres. À partir de 1994, comme entre 1984 et 1990, les entreprises ont simultanément racheté leurs actions et accru leur endettement, à la fois par émission d'obligations et auprès des établissements de crédit. Durant ces phases, les particuliers ont vendu leurs actions, et placé leur épargne auprès des investisseurs institutionnels (assurance-vie, fonds de pension, fonds d'investissement...) qui se sont chargés de l'intermédiation dans la détention d'actions. Dès 1985 et jusqu'au ralentissement de 1989, le rendement des fonds propres était proche de 20 %, à comparer à un taux d'intérêt à long terme de 10 %. Depuis 1994, le rendement des fonds propres est de 23 % environ, avec des taux longs proches de 6 %.

L'endettement est ainsi poussé jusqu'à ce qu'il apparaisse insoutenable. La prise de conscience peut être provoquée par un ralentissement conjoncturel, comme en 1989, ou, peut-on supposer, par un simple accident sur les marchés financiers. En tout état de cause, il ne fait pas de doute que le surendettement alors révélé aggrave les récessions, puisque les entreprises sont contraintes de se désendetter durant un recul de leur activité.

### *L'impératif de sur-rentabilité*

La montée des investisseurs institutionnels semble donc jouer un rôle important dans le comportement financier des entreprises américaines et au-delà, dans le déroulement même des cycles aux États-Unis, à travers l'établissement de normes de rentabilité visiblement trop élevées.

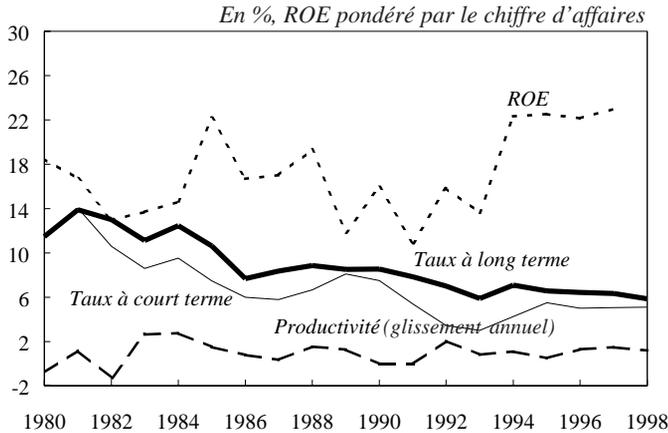
Cette recherche d'une sur-rentabilité est fréquemment attribuée à un retard d'ajustement à la désinflation : les taux d'intérêt nominaux ont eux-mêmes tardé à répercuter le recul de l'inflation (voir graphique 26) ; avec quelques années de retard, les investisseurs s'adaptent à ces taux élevés en exigeant une hausse du rendement des fonds propres (ROE). L'inertie expliquerait qu'aujourd'hui encore, les investisseurs veuillent obtenir des ROE supérieurs à 20 % malgré la baisse des taux, et conduirait progressivement à une baisse du rendement exigé des fonds propres.

Une telle inertie serait pourtant surprenante, puisque les taux d'intérêt américains ont largement baissé entre 1984 et 1986. L'explication que nous avons esquissée dans la première partie de cet article, fondée sur l'organisation du marché de la gestion, le déséquilibre dans le rapport de forces entre gestionnaires et dirigeants de l'entreprise, la recherche d'une création de valeur continue nous semble bien mieux rendre compte des évolutions observées.

Cette dernière a conduit, dans un premier temps, à un regain d'efficacité. Les opérations de restructuration des entreprises américaines dans les années quatre-vingt, puis de nouveau dans les années quatre-vingt-dix, ont ainsi rationalisé leur gestion, réduit leurs coûts et fait monter par ce biais le rendement potentiel de leurs fonds propres. Cette amélioration n'est toutefois que transitoire : une fois que les restructurations sont achevées, le ren-

dement des fonds propres revient à un niveau normal. Les entreprises sont alors contraintes d'élever artificiellement leur ROE en accroissant leur effet de levier. Tous ces mécanismes ont été détaillés dans l'introduction.

## 26. Taux d'intérêt, productivité et ROE(\*) du Dow Jones aux États-Unis



Note : (\*) Rendement des fonds propres.

Sources : Datastream et calcul CDC Marchés.

À nouveau, nous ne prétendons pas que la pression exercée par les actionnaires soit la seule cause de l'augmentation du levier. Dans une période de taux d'intérêt faibles et de croissance forte, il est optimal d'accroître le levier ; l'inégalité de taxation des intérêts sur la dette et des dividendes peut aussi être un motif.

Nous défendons cependant ici la thèse suivant laquelle un supplément de levier a été utilisé pour accroître le rendement des fonds propres et que, puisque le levier est obtenu en partie par les rachats d'actions, il organise un déséquilibre structurel entre la demande (forte en raison des achats structurels des fonds de pension dans une situation où la génération nombreuse est encore active) et l'offre d'actions, d'où la forte hausse des cours.

### *Fragilité d'un miracle économique*

La hausse du rendement des entreprises entraîne une hausse de leur valorisation boursière. Le graphique 27 montre que la capitalisation boursière aux États-Unis a évolué à peu près parallèlement à la valeur du capital jusqu'à la fin des années quatre-vingt, beaucoup plus rapidement au cours des années quatre-vingt-dix. Le « q de Tobin » (rapport de la valeur boursière à la valeur du capital) est devenu nettement supérieur à 1 au cours de ces dernières années.

La capitalisation boursière des États-Unis représentait 120 % du Produit intérieur brut en 1998, contre 60 % en 1992 (graphique 28). Cette montée impressionnante a contribué à l'enrichissement global des Américains par une série de mécanismes qui s'auto-entretiennent : hausse de la Bourse, donc de la capacité à s'endetter des ménages américains ; baisse du taux d'épargne, regain de consommation et d'investissement-logement ; renforcement de la croissance. Le taux d'endettement total des ménages rapporté au revenu a ainsi augmenté de plus de 12 points entre 1992 et 1998 (graphique 29). À partir de 1992, l'investissement immobilier des ménages américains a fortement progressé (graphique 30), alimentant une pression continue à la hausse sur les prix de l'immobilier (graphique 31). L'enrichissement en Bourse a donc finalement conduit, au travers de la hausse des prix, à une nouvelle source d'enrichissement par la hausse de la valeur du capital immobilier détenu par les ménages américains (graphique 32).

Il est important de remarquer que, durant les dernières années, l'excès d'endettement ou de création de liquidités a abouti, non pas à une hausse du prix des biens mais à une hausse du prix des actifs. Si les Banques centrales ont comme seul objectif la stabilisation des prix, les politiques monétaires risquent de devenir très inadaptées, car elles ne réagiront pas aux vrais déséquilibres financiers.

Finalement, le taux d'épargne des ménages a chuté alors que l'investissement des entreprises progressait, conduisant, comme il a été dit, à une nette hausse de la dette extérieure (graphique 33) en dépit de la réduction du taux d'endettement public (graphique 34). Les entrées de capitaux des non résidents nécessaires au financement du déficit courant américain n'ont cherché à tirer profit de la rentabilité accrue des actions que marginalement et au cours des toutes dernières années. Pour l'essentiel, elles se sont portées sur les obligations, privées et publiques, finançant l'effet de levier américain : aux non résidents les titres de dette permettant aux entreprises d'augmenter le rendement des fonds propres, aux institutionnels américains les placements risqués bénéficiant de ce surcroît de rémunération.

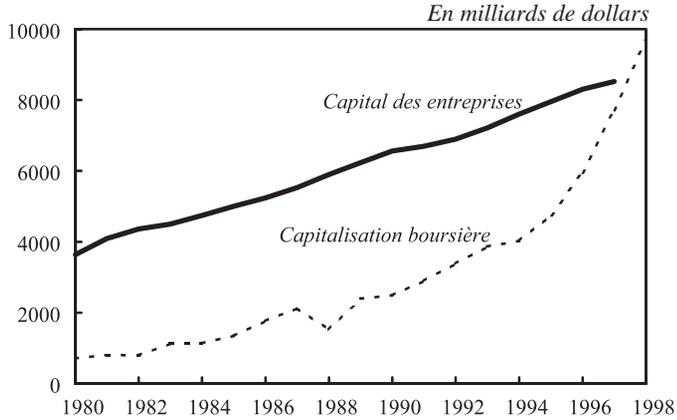
En conclusion, il est donc probable que la prochaine récession aux États-Unis sera brusque et sévère, quel qu'en soit le facteur déclenchant. Les effets de richesse risquent de jouer en sens inverse, révélant l'ampleur du sur-endettement qui a été initié par une recherche effrénée de la rentabilité.

### **Une conséquence très sérieuse de l'exigence d'une rentabilité élevée et stable des fonds propres : le transfert du risque vers les salariés**

*Une rentabilité des fonds propres non seulement forte mais stable est exigée*

Nous nous concentrerons sur le cas américain. Depuis la seconde moitié des années quatre-vingt, le rendement des fonds propres des sociétés cotées est passé aux États-Unis bien au-dessus du rendement économique du capital (profits bruts/capital productif en valeur) ou des taux d'intérêt à long terme (graphique 35), comme on l'a vu plus haut.

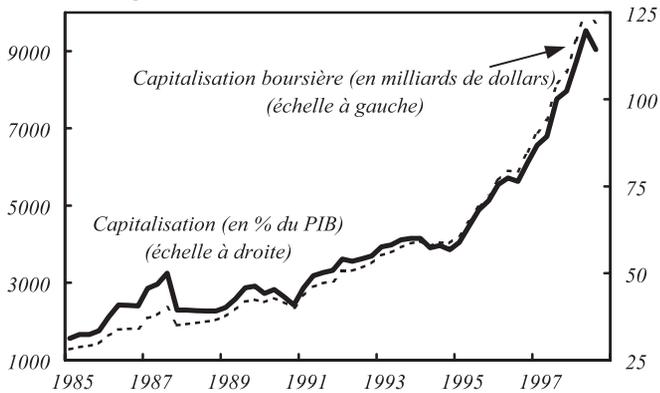
## 27. Capital des entreprises et capitalisation boursière aux États-Unis<sup>(\*)</sup>



Note : (\*) Les deux séries ne sont pas directement comparables, la capitalisation boursière ne concernant que les sociétés cotées.

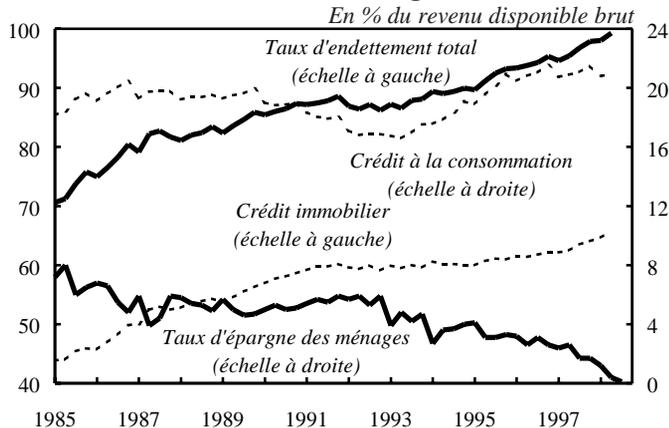
Source : DRI.

## 28. Capitalisation boursière aux États-Unis



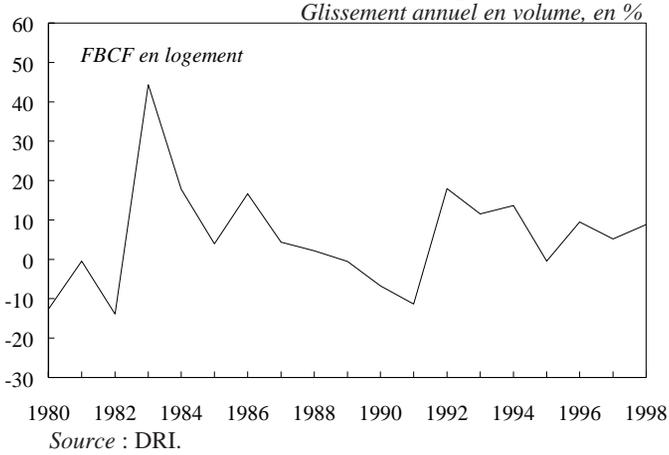
Source : Datastream.

## 29. Taux d'endettement des ménages aux États-Unis

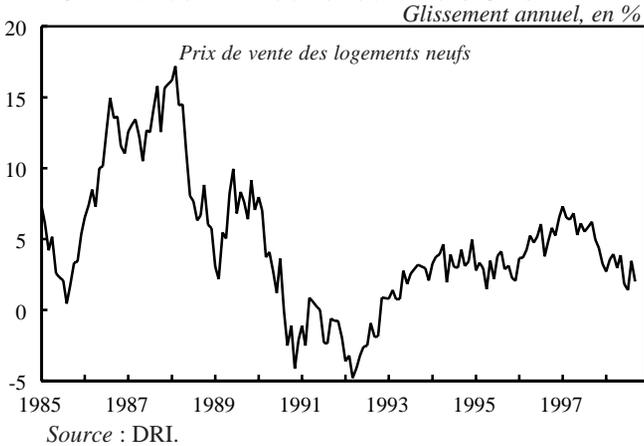


Source : DRI.

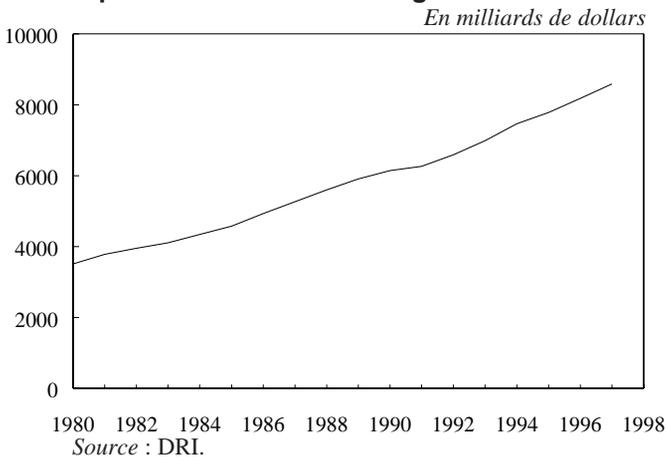
### 30. Investissements immobiliers des ménages aux États-Unis



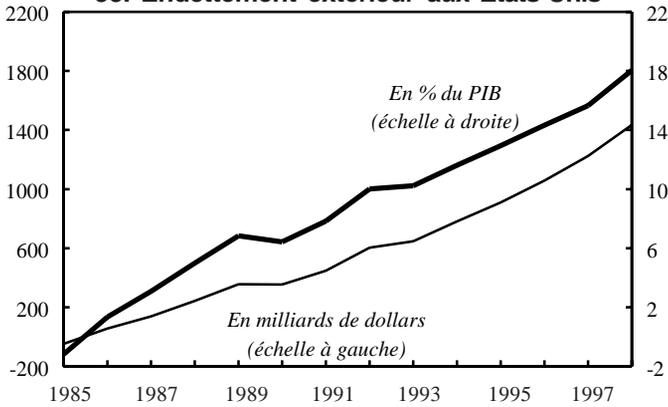
### 31. Prix de l'immobilier aux États-Unis



### 32. Capital immobilier des ménages aux États-Unis

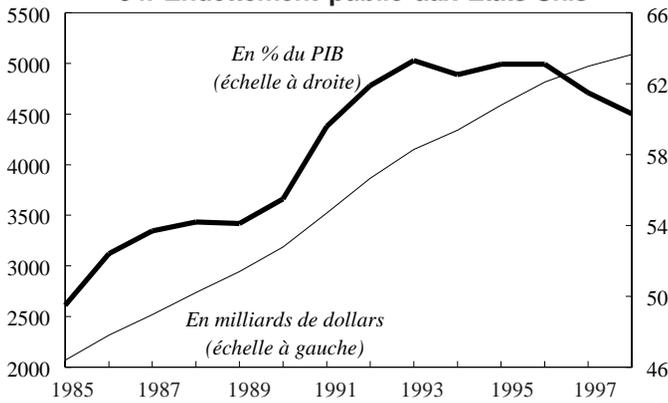


### 33. Endettement extérieur aux États-Unis



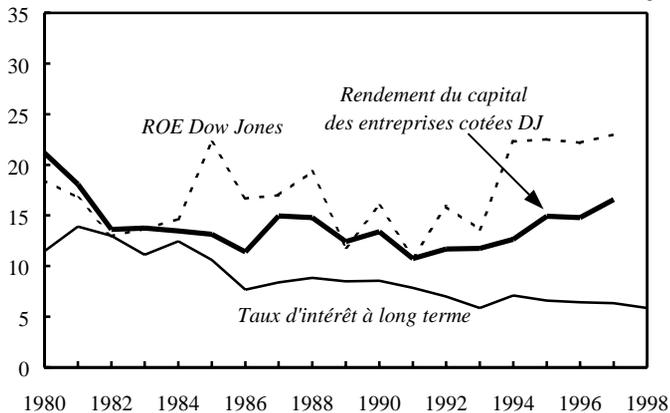
Source : OCDE.

### 34. Endettement public aux États-Unis



Source : OCDE.

### 35. Taux d'intérêt, ROE Dow Jones et rendement du capital



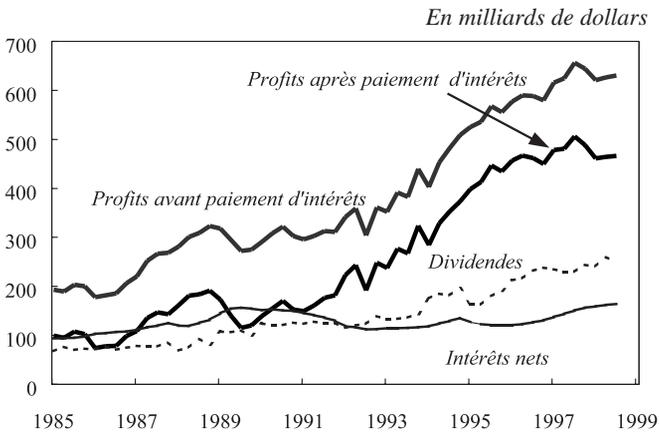
Sources : Datastream et calcul CDC Marchés.

Il est important de noter que les actionnaires exigent un rendement non seulement élevé mais aussi stable dans le temps. Une chute du ROE dégraderait la performance des fonds d'investissement actionnaires et ferait courir le risque d'un recul de la bourse (puisque le « q de Tobin », c'est-à-dire le rapport boursier cours/valeur économique de capital est, à l'équilibre, égal au rapport ROE/rentabilité économique).

Pour toutes ces raisons, les actionnaires exercent une forte pression sur les dirigeants pour le maintien des profits, même en période de ralentissement économique.

Avec l'effet de levier, les intérêts sur la dette deviennent importants et maintenir les profits lorsque les ventes ralentissent est plus difficile : depuis 1995, les paiements d'intérêts sur la dette (qui avaient profité en 1991 et 1993 de taux d'intérêt très bas) augmentent fortement et la croissance des profits nets des paiements d'intérêts devient nettement moins forte que celle des profits bruts (graphique 36).

### 36. Profits, intérêts et dividendes des entreprises aux États-Unis



Source : Datastream.

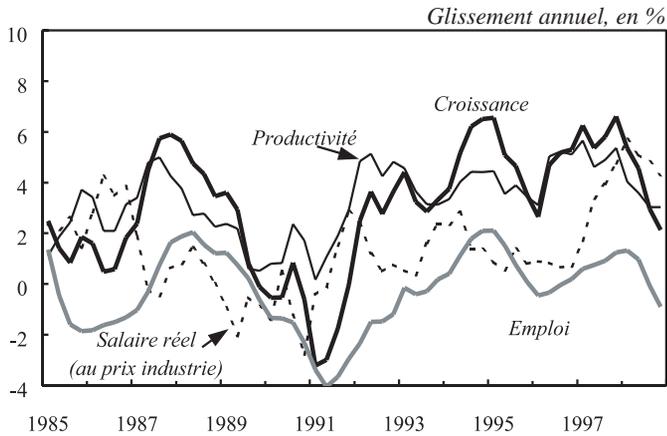
La pression à exercer sur les coûts lorsque le levier est grand est donc forte s'il faut maintenir les profits.

*Conséquence logique : la pression sur l'emploi et les salaires réels sera forte dans les ralentissements cycliques*

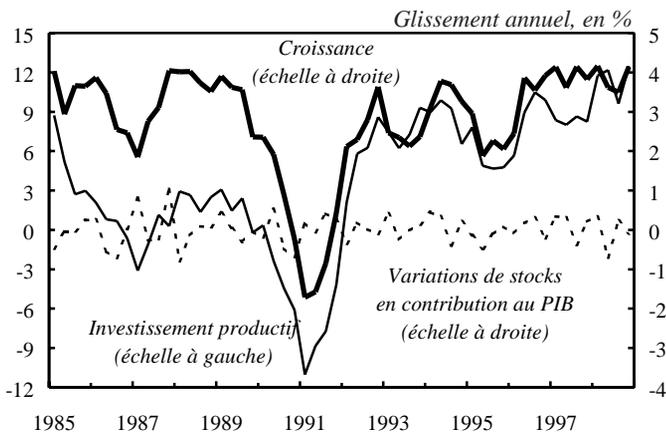
Le « problème » est que, depuis 1992, l'économie américaine dans son ensemble est très forte et que l'on n'a pas observé les effets d'une récession. En 1995, le ralentissement avait néanmoins provoqué un ajustement visible de l'emploi.

En 1990-1991, malgré la récession, le salaire réel avait continué à progresser moins que la productivité du travail. La situation est particulièrement claire si on observe uniquement l'industrie (graphique 37). Le cycle de l'emploi correspond très étroitement au cycle de la production et la productivité continue à progresser, même dans les périodes de fort recul de l'activité. Le salaire réel réagit aussi violemment au cycle : il y a bien, surtout dans l'industrie, maîtrise complète de la masse salariale dans les fluctuations cycliques aux États-Unis.

### 37. Croissance, productivité, emploi et salaire réel dans l'industrie aux États-Unis



### 38. Croissance, investissement et variations de stocks aux États-Unis



Qu'implique le transfert du risque cyclique des actionnaires (des profits) vers les salaires (vers la masse salariale) ?

La cyclicité des profits et la relative stabilité de la masse salariale, qui sont l'arrangement traditionnel, impliquent que le rendement du capital est plus risqué que le rendement du travail, donc justifient une prime de risque élevée. C'est le cas, puisque le rendement des actions est aux États-Unis, très supérieur aux taux d'intérêt à long terme.

À l'inverse, on l'a vu, le salaire réel, jusqu'au début de 1997, augmente moins vite que la productivité du travail : le rendement du facteur travail ne bénéficie pas d'une prime de risque.

S'il s'avère que le risque va dorénavant être porté par le travail et non plus par le capital, cette structure des primes de risque devient complètement inadaptée. Il faudrait que le rendement des actions soit à peine supérieur à celui des obligations et que le salaire réel soit en moyenne plus élevé pour compenser le caractère cyclique de la masse salariale.

Aujourd'hui, les actionnaires des sociétés américaines bénéficient à la fois de primes de risque fortes et de la stabilité des rendements, ce qui est complètement illogique.

L'autre conséquence est macroéconomique. Il est probable que la propension à consommer les salaires est plus forte que celle à consommer les profits. De ce fait, si les salaires deviennent plus cycliques et les profits moins cycliques, la cyclicité de la demande devrait être accrue, ainsi donc que l'ampleur des cycles conjoncturels.

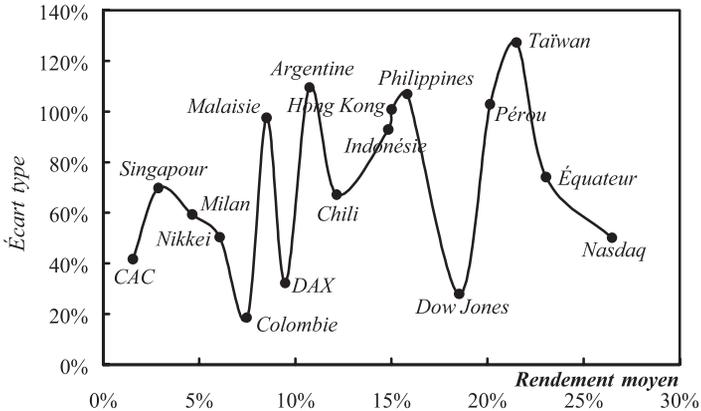
## **La disparition des primes de risque**

Il peut être intéressant de mettre l'accent sur un aspect particulier de la recherche du rendement de la part des investisseurs et des gérants, à savoir l'amenuisement des primes de risque. La recherche du rendement alimente en effet une hausse de la demande pour les actifs risqués qui n'a aucune raison de se répercuter mécaniquement sur l'offre. Dès lors, la prise de risque n'est plus rémunérée. Cette évolution est nettement visible dans les rendements boursiers.

Les investisseurs ont le choix entre différents actifs financiers qui se distinguent par leurs caractéristiques en termes de rendement et de risque. En principe, un rendement moyen plus élevé est associé à un risque plus élevé. L'ensemble des combinaisons efficaces (ce qui signifie qu'on ne peut pas obtenir autant de rendement avec moins de risque, ou de façon équivalente plus de rendement pour le même risque) des actifs financiers élémentaires est la frontière efficiente ; les investisseurs peuvent s'y positionner en fonction de leur degré d'aversion pour le risque. Une anomalie évidente est la pérennité d'actifs financiers « dominés » par d'autres, c'est-à-dire fournissant de façon récurrente un rendement faible pour un risque élevé (les choses étant toutefois un peu moins simples en raison des corrélations entre les différents rendements).

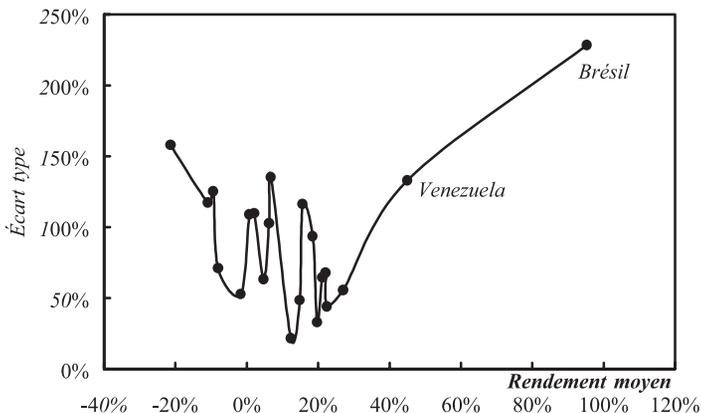
Or il n'existe plus, sur les marchés boursiers, de relation croissante entre le rendement et le risque. Dans certains cas (pays émergents), le risque pris est systématiquement trop élevé par rapport au rendement moyen obtenu ; dans d'autres cas (pays de l'OCDE), le risque apparent est trop faible pour justifier les rendements moyens : l'anomalie entre le rendement et le risque apparaît aux deux extrêmes de la gamme des risques.

### 39. Rendements et écarts types annualisés de janvier 1994 à décembre 1996



Sources : DRI et calcul CDC Marchés.

### 39bis. Rendements et écarts types annualisés de janvier 1994 à décembre 1996



Sources : DRI et calcul CDC Marchés.

Les graphiques 39 et 39 bis montrent, pour la période janvier 1994 à décembre 1996, pour vingt et une places boursières, le rendement mensuel moyen annualisé d'un placement et son écart type. Le Brésil et le Venezuela sont très particuliers avec des rendements et des écarts types très élevés,

dûs largement à la fin de la période d'hyper-inflation. Sur cette même période, la Corée et la Thaïlande ont déjà des rendements négatifs. Pour les dix-sept autres places, on observe, en moyenne, une relation croissante entre rendement et risque. Les anomalies sont cependant nombreuses : beaucoup de marchés boursiers émergents (Malaisie, Argentine, Chili, Indonésie, Hong-Kong, Philippines, Pérou, Taïwan) sont dominés, au sens où il est possible d'obtenir davantage de rendement moyen avec moins de risque sur des places des pays de l'OCDE, en particulier à New York et sur le Nasdaq ; les bourses européennes et le Nikkei sont dominés par les bourses américaines où les rendements sont élevés pour un risque modeste.

Ceci reflète probablement deux réalités assez bien connues : l'investissement sur les marchés émergents, même avant la crise, n'était pas efficace, le rendement ne payant pas le risque ; le marché américain a reflété beaucoup plus rapidement que le marché européen les exigences nouvelles des investisseurs en termes de rendement.

Ne prenons cependant ce qui précède que comme une indication. Nous ne voulons pas utiliser des données plus anciennes, qui couvriraient en particulier les périodes de récession en Europe ou aux États-Unis. La période utilisée (3 ans) est donc courte, ce qui rend fragile un diagnostic sur l'adéquation entre rendement et risque.

## **Le comportement des gérants et des banques et les moyens pour le modifier : quelques propositions**

Comme nous l'avons vu plus haut, la structure concurrentielle du marché de la gestion a conduit à ce que le rendement élevé obtenu sur le capital des entreprises soit exigé des autres placements (dans les pays émergents par exemple) et des entreprises financières (dont les banques).

Nous avons aussi mis en évidence les effets négatifs de ces comportements : fragilisation des économies et amplification des cycles conjoncturels, puisqu'en cas de récession tous les agents économiques doivent se désendetter ; dans les pays émergents, afflux de capitaux qui ne servent pas à financer la croissance, développement incontrôlable de l'offre de monnaie et de crédit, distorsions des taux de change réels,...

Il reste à identifier les causes profondes du comportement des gérants et à connaître leurs motivations.

### *Une typologie des gérants*

Ceux qui nous intéressent le plus ont le choix de leur structure d'investissement et peuvent intervenir dans les décisions de gestion des entreprises dans lesquelles ils investissent.

Ceci exclut deux types de gérants.

Ceux qui gèrent des fonds d'investissement dédiés, dont la totalité de l'actif est placé dans les marchés émergents ou dans les valeurs technologiques quoiqu'il arrive. Ce type de gérant doit investir sur son support naturel, et ne peut pas se retirer ou provoquer une crise financière. Ceux qui diversifient beaucoup leur portefeuille et détiennent de ce fait une fraction très faible du capital des entreprises dans lesquelles ils sont présents, n'interviennent pas dans les décisions de gestion et sont restés prudents dans leur exposition sur les pays émergents. Le risque avec ce second type d'investisseur, n'est pas son influence individuelle sur la gestion financière des entreprises ou sur la balance des paiements des pays émergents mais sa tendance au mimétisme.

Il faut rappeler et nous allons y revenir que les gérants sont jugés, non par rapport à leur performance absolue, mais par rapport à leur performance relative (comparée à celle des concurrents, des benchmarks-indices). Ceci les pousse à prendre essentiellement les mêmes décisions que les autres gérants pour ne pas s'écarter de la moyenne, d'où un mimétisme qui est évidemment déstabilisant.

Les conséquences du comportement des investisseurs qui prennent une position dominante dans les entreprises sont différentes : ils peuvent modifier la politique financière de ces entreprises, faire racheter les parts des actionnaires minoritaires...

Dans le premier cas, c'est la simultanéité des décisions qui peut être déstabilisante ; dans le second cas, c'est l'intervention dans les décisions des dirigeants.

Comment réduire les conséquences négatives, amplement décrites plus haut, du comportement des gérants ?

### *Modifier la structure concurrentielle du marché de la gestion en mettant en place une réglementation prudentielle des fonds*

Les épargnants individuels (futurs retraités) n'ont pas besoin (et n'exigent pas) de rendements très supérieurs au taux d'intérêt de marché. Il est probable que si on leur fournissait le choix entre le rendement moyen et le risque réel des placements disponibles, ils accepteraient un rendement moyen assez faible en contrepartie d'un risque réduit.

C'est donc la structure concurrentielle du marché de la gestion déléguée qui est en cause. Les gérants professionnels qui réalisent les investissements pour le compte des épargnants finaux sont en concurrence, et ne peuvent pas se permettre de montrer, même sur une période assez courte, une performance inférieure à celle des autres gérants sous peine de perdre leur clients.

Au Royaume-Uni, les gérants de fonds de pension ont typiquement des mandats de trois ans, avec une évaluation fréquente de la performance et une rémunération basée sur la valeur du fonds à la fin de chaque année.

Le marché de la gestion externe de fonds de pension est extrêmement concurrentiel, d'où une baisse des commissions jusqu'à 22 points de base en moyenne (contre 60 à 80 points au Japon et 100 en Suisse où le marché est beaucoup moins concurrentiel). Le plus souvent, les gérants externes de fonds de pension montrent une rotation très rapide de leur portefeuille (leur gestion est très active), et, malgré tout, une performance inférieure à celle des indices (des benchmarks). Ceci peut être relié à leurs critères d'évaluation, qui les poussent à une gestion très active, qui se révèle finalement inefficace par rapport à une gestion passive.

Les gérants de fonds britanniques acceptent aussi<sup>(\*)</sup>, lorsqu'ils sont interviewés, l'idée qu'ils sont poussés à être moutonniers par la pression de leurs mandants, qui le plus souvent les jugent par rapport à la performance du fonds moyen.

Au Canada, en théorie, les gérants externes peuvent être changés chaque année, mais en pratique les périodes de « probation » sont plus longues. Le « court termisme » lié à l'utilisation d'un benchmark pour mesurer la performance des gérants est bien documenté. La gestion indicielle (liée à un benchmark) fait disparaître les forces de rappel : si un actif est trop cher, il n'est pas à vendre puisque, au contraire, son poids dans le benchmark augmente ; à l'inverse un actif sous-évalué n'est pas acheté puisque ceci conduirait le gérant à s'éloigner du benchmark. C'est particulièrement vrai dans les périodes troublées, incertaines, où tous les gérants reviennent vers les benchmarks.

Il est vraisemblable aussi que les gérants qui souffrent d'un handicap (petite taille, moindre expertise, mauvaise information...) le compensent en choisissant des portefeuilles plus risqués que les autres, ce qui impose à ces derniers de réagir à leur tour.

Quoiqu'il en soit, à l'équilibre, des actifs trop risqués sont inclus dans les portefeuilles, initialement afin de doper le rendement moyen de ceux-ci. Deux problèmes se posent alors :

- il n'est pas certain du tout que les investisseurs finaux soient conscient de la « dose de risque » que leur font prendre les gérants délégués ; d'une part, ces investisseurs finaux auraient eux-mêmes choisi des portefeuilles moins risqués ; d'autre part, les gérants n'expliquent pas à ces investisseurs le vrai niveau de risque des portefeuilles (qui a expliqué à ses clients que les bourses des pays émergents pouvaient baisser de plus de moitié ?) ;
- par ailleurs, puisque tous les gérants délégués choisissent d'investir dans des actifs risqués, la relation rendement-risque se déforme ; la demande pour les actifs risqués étant forte, les primes de risque diminuent au

---

(\*) Voir des détails dans Davis E.P. (1995) : *Pension Funds*, Clarendon Press, Oxford.

point, comme on l'a vu plus haut, que le supplément de risque pris n'apporte pratiquement plus rien en termes de rendement moyen.

Que faire pour éviter cette situation ? Nous faisons trois propositions :

- Allonger, de manière réglementaire, la durée des mandats de gestion des fonds dont l'horizon naturel est long (fonds de pension). Si les gérants externes des fonds de pension peuvent perdre leur mandat au bout d'une période de temps courte, ils privilégieront naturellement la performance à court terme, et accepteront un risque très élevé ; n'être jugé que sur une période de temps très longue changerait ce comportement.

- Modifier les règles de rémunération des gérants ; dans certains cas, ces règles ne génèrent aucune incitation à réduire le niveau de risque.

- Si la rémunération est proportionnelle à l'encours géré, il y a concurrence pour les parts de marché, d'où incitation au contraire à prendre des risques. S'il y a un supplément de rémunération pour le gérant lorsqu'il « bat le benchmark » et pas de pénalisation lorsqu'il fait moins bien, il y a aussi tentation d'accroître le risque. Une règle de rémunération symétrique, impliquant des pénalisations en cas de mauvaise performance, est indispensable : il faut responsabiliser les gérants.

L'utilisation d'un benchmark pose de toute manière problème. Si le benchmark retenu inclut les actifs les plus risqués (bourses des pays émergents...), inclure ces actifs dans le portefeuille ne fait courir aucun risque au gérant puisque, même en cas de crise, sa performance sera semblable à celle du benchmark.

- Si les fonds de pension doivent être créés en Europe, privilégier la concertation entre les gérants et les épargnants (salariés dans les entreprises). Il n'est pas certain du tout que les épargnants souhaitent qu'il y ait une gestion très active de l'épargne à long terme et pourtant la concurrence entre gérants pousse à ce type de gestion active. Ceci conduit à privilégier l'implication des épargnants dans les décisions de gestion, par le biais de structures *ad hoc* de pilotage de la gestion à créer dans les entreprises.

### *Réduire la nécessité de prise de risque par les banques*

Les banques ont aussi joué un rôle majeur dans la prise de risque, par exemple au travers des prêts interbancaires aux banques des pays émergents, de prêts aux entreprises de ces pays, d'achats de titres très risqués (GKO russes). La raison de la prise de risque par les banques est double : les exigences de rendement des actionnaires (fonds d'investissement), ce qui rejoint le point évoqué plus haut ; le rendement insuffisant dans les activités traditionnelles (intermédiation, services financiers,...).

Le second problème peut lui-même avoir des causes diverses : réglementation (gratuité des services), surcapacité (réseaux), insuffisance de la demande (crédit).

Nous devons ici évoquer les possibles effets pervers du ratio de capital minimum (ratio Cooke) :

- il ne discrimine pas entre les emprunteurs en fonction de leur vrai risque : une grande entreprise solide a le même traitement qu'un fonds spéculatif ;
- il peut forcer les banques à surcapitaliser certaines activités qui en fait ne nécessiteraient pas tant de fonds propres ;
- l'excès de fonds propres qu'il faut rentabiliser pousse aussi à prendre des risques ;
- il n'est pas ajusté en fonction du cycle économique ; dans les périodes d'expansion, le ratio ne « mord » pas et les banques ont la capacité de réaliser des projets risqués ; dans les récessions, il se met à « mordre », et les banques sont contraintes de rationner le crédit, ce qui renforce la récession.

Il faudrait donc réfléchir à ces effets pervers avant d'étendre le ratio de capital à d'autres activités ou aux non banques.

### *Comment réduire l'exigence de rentabilité des fonds propres ?*

Si notre analyse est correcte, le point de départ des anomalies financières est l'utilisation dans la période récente du levier pour doper la rentabilité anticipée des fonds propres des entreprises, les actionnaires ne réalisant pas pleinement l'effet sur le risque de ce comportement. Pour être efficace et non seulement descriptif, il faudrait être capable de proposer des moyens pour que les exigences de rendement diminuent, ou que la transparence sur le risque soit faite. Cette seconde proposition est peut être plus constructive puisqu'elle n'interfère pas avec les décisions de gestion. Il est probable que les épargnants finaux ne sont pas pleinement conscients du risque pris par les intermédiaires financiers.

La transparence peut être assurée par un rating plus indépendant, par un classement des gérants faisant apparaître clairement à la fois le rendement obtenu et sa volatilité, par la publication fréquente de la composition des portefeuilles.