

Le Monde Economie

Opinions et stratégies, acteurs et entreprises

Le grand retour de la bulle spéculative

■ Bourses mondiales, marchés obligataires, prix du pétrole et des métaux flambent de concert
■ De nouveau, le fossé se creuse entre l'économie réelle et la sphère financière
■ Cette euphorie repose sur des bases fragiles



En voulant sauver l'économie mondiale, a-t-on fait naître une nouvelle bulle qui sera à l'origine de la prochaine crise ?

Après les injections massives de centaines de milliards de dollars par les Etats et les banques centrales dans le but d'éviter le naufrage

Dossier

des établissements bancaires et des constructeurs automobiles et pour soulager les ménages, de nombreux économistes mettent maintenant en évidence l'existence d'un accès de spéculation.

En appui de cette thèse, ils soulignent la flambée concomitante et quasi inédite des marchés boursiers, en particulier en Asie, des marchés obligataires, notamment sur les emprunts d'Etat, et du prix des matières premières, l'or et le pétrole en vedettes. Depuis six mois, « tout monte ! », constate Patrick Artus, responsable de la recherche économique chez Natixis. Selon lui, il s'agit de spéculation car ces hausses, souvent spectaculaires – la Bourse de Shanghai a progressé de 63 % depuis le 1^{er} janvier –, sont déconnectées de la réalité économique. « A la Bourse de Taiwan, les valeurs

des actions représentent 100 fois les bénéfices des sociétés, 90 fois en Australie, contre 13 fois à la Bourse de Paris », souligne l'économiste.

Pour M. Artus, cette bulle serait le fruit de l'abondance de liquidités issues notamment des plans de relance et de soutien lancés en 2008. Pour endiguer la crise, les banques centrales ont d'une certaine manière « fait marcher la planche à billets », explique-t-il, en ouvrant les vannes du crédit via des politiques monétaires accommodantes avec des taux d'intérêt proches de zéro et en achetant des titres, parfois toxiques, afin de soulager les établissements financiers.

Les Etats, de leur côté, se sont endettés en empruntant sur les marchés des montagnes de dette. Les économistes de Barclays calculent qu'il s'émettra en 2009 pour 1 300 milliards de dollars (875 milliards d'euros) de bons du Trésor américains et quelque 900 milliards de dollars de titres d'emprunts en Europe.

« La liquidité mondiale n'a jamais progressé aussi vite », souligne M. Artus. De 1990 à 2007 la monnaie en circulation, estimée sur la base des bilans des banques centrales, progressait de 15 % par an en moyenne ; aujourd'hui, le rythme est de plus de 30 % »

►►► Lire la suite page 4

L'éclairage de Martin Wolf p. 2



« Cibler exclusivement l'inflation et croire à l'efficacité des marchés était une erreur »

Entreprise p. 3

La gouvernance et le politique, par Pierre-Yves Gomez

Stratégie p. 6

LFB invente les médicaments contre les maladies rares

Philippe Askenazy



Le piège du crédit impôt recherche

Le budget de la recherche – en discussion devant le Parlement – affiche une forte progression. Cette présentation a le don d'exaspérer le monde de la recherche publique. Certes, les carrières sont globalement revalorisées, mais l'essentiel de cette hausse est à nouveau dû au crédit d'impôt recherche (CIR), une subvention versée aux entreprises privées qui effectuent des dépenses de recherche et développement (R&D). En revanche, le soutien aux institutions publiques ne progresse guère.

Doit-on pour autant attaquer le CIR ? Après tout, la recherche privée, comme publique, est un moteur de la croissance économique, et le fait de stimuler le secteur privé est, dans ce cadre, légitime pour l'Etat. Il convient donc d'examiner précisément le dispositif actuel.

Malgré l'existence d'un CIR, institué dès 1983, l'effort en R&D des entreprises en part de la richesse nationale stagnait, voire régressait depuis le milieu des années 1990. Inversement, il a nettement progressé en Allemagne, qui n'a pourtant pas de CIR ! D'où l'idée d'un changement profond du mode de calcul de ce crédit d'impôt : au lieu de prendre en compte la croissance des dépenses, c'est désormais leur niveau qui permet d'obtenir un chèque de l'Etat. Celui-ci atteint 30 % des sommes engagées (60 % si l'entreprise sous-traite à un laboratoire public). Ce changement de base de calcul et le déplafonnement du crédit ont fait littéralement exploser le coût du CIR : 0,9 milliard d'euros en 2004, 1,7 milliard en 2007, bien au-delà de 2 milliards prévus pour 2010. Avec les avances prévues par le plan de relance, c'est dix fois le budget consolidé de la plus riche université française (Paris-VI) qui serait versé aux entreprises.

Peut-on en espérer un impact significatif sur le comportement des entreprises, notamment des plus grandes, qui bénéficient à plein des nouveaux modes de calculs ? Les évaluations économétriques de l'impact du CIR en France sont, a priori, prometteuses ; mais toutes portent sur les dispositifs antérieurs, lorsque le chèque de l'Etat n'était versé que si les entreprises augmentaient leur effort de R&D ; on ne peut donc les extrapoler au CIR actuel pour lequel une société touche le chèque... même si elle diminue ses dépenses de R&D ! En attendant de futures études, on constate, avec le Conseil des prélèvements obligatoire auprès de la Cour des comptes, que depuis le début des réformes, les dépenses de R&D des entreprises ont diminué en part du produit intérieur brut, ce qui n'est guère encourageant...

►►► Lire la suite page 2

Annonces

Paroles d'experts Collectivités territoriales Page 9 ■ Dirigeants ■ Finance, administration, juridique, RH ■ Banque, assurance ■ Conseil, audit ■ Marketing, commercial, communication ■ Santé ■ Industries et technologies ■ Carrières internationales ■ Multiposte ■ Collectivités territoriales, Pages 7 à 10
Consultez notre site: www.lemonde.fr



Le CENTRE COURNOT
pour la recherche en économie
sous la présidence de Robert Solow et de Jean-Louis Beffa
organise sa douzième conférence :

La nouvelle division internationale du travail

Les 12 et 13 novembre 2009
aux Miroirs : 18, avenue d'Alsace, Paris - La Défense, France
métro : ligne 1, station : Esplanade de la Défense

Programme

Judi 12 novembre à 9h30 :

1. La notion d'avantages comparatifs aujourd'hui

Intervenants
Eihanon Helpman (Université Harvard)
Valentina Meliciani (Université de Torano)
Discutant :
Mathieu Crozet (CEPII)

Vendredi 13 novembre à 9h30 :

3. L'organisation macroéconomique des grandes économies

Intervenants
Richard Cooper (Université Harvard)
Peter Nunnenkamp (Université de Kiel)
Discutant :
Inga Kaul (Hertie School of Governance)

Judi 12 novembre à 14h30 :

2. Les déterminants d'une nouvelle division du travail

Intervenants :
Jon Fagerberg (Université d'Oslo)
Shelly Lundberg (Université de Washington)
Discutant :
John-Gabriel Goddard (Banque mondiale)

Vendredi 13 novembre à 14h30 :

4. Comment les nations s'adaptent-elles aux changements de la division du travail ?

Table ronde présidée par Robert Solow
Bina Agarwal (Université de Delhi)
Martin Bailey (Brookings Institution)
Jean-Louis Beffa (Saint-Gabain)

L'inscription à la conférence est gratuite.
Pour y assister, veuillez vous inscrire avant le 5 novembre 2009 sur le site www.centrecournot.org
ou contacter le Centre Cournot : augustin@centre-cournot.org - Tél. : 01 44 16 71 80

Le piège du crédit impôt recherche

Suite de la chronique
Philippe Askenazy

Surtout, le détail des secteurs d'activité bénéficiaires de cette politique mérite l'attention. On ne dispose que de données allant jusqu'en 2007, au début de la montée en puissance des nouvelles mesures. Or les grands gagnants de la réforme sont les secteurs de l'assistance aux entreprises et les services financiers et d'assurance ! Les créances de l'Etat y sont environ dix fois supérieures à celles consenties aux sociétés des industries automobile, navale, ferroviaire, aéronautique, ou pharmaceutique.

Certes, les entreprises de service font de la R&D. Il peut s'agir, dans la banque et l'assurance, d'un nouvel outil de paiement en ligne ; mais le plus gros effort porte sur la modélisation des marchés financiers ou des comportements des assurés, sur le développement de logiciels pour les traders ou de nouveaux outils financiers comme les subprimes.

En aidant indistinctement tous les secteurs, l'Etat répond à une des prescriptions des théories économiques dominantes : il est réputé ne pas savoir décider quel projet financier, d'autant que la recherche est une activité dont le résultat est par nature aléatoire. On peut toutefois douter de l'efficacité de subventionner la R&D bancaire alors que les incitations dans ce secteur ne manquent pas, compte tenu des milliards en jeu.

Autre paradoxe, ce sont pourtant bien les entreprises industrielles qui font l'essentiel de la recherche privée en France. Comment font les financiers pour récupérer tant d'aides de l'Etat à travers le CIR ? En fait, le droit fiscal permet de faire remonter les CIR de toutes les filiales industrielles d'un groupe à sa tête, souvent une holding... classée dans le secteur des services financiers ou aux entreprises ! Le soutien à la recherche privée se transforme alors en subventions aux holdings financières, au risque d'éliminer tout effet de stimulation de la R&D sur le terrain. Les chercheurs du privé et les contribuables ont aussi de quoi être amers... ■

Philippe Askenazy, directeur de recherche au CNRS, Ecole d'économie de Paris.



L'éclairage

La politique monétaire se construit sur deux idées : la justesse du prix du marché et la lutte contre l'inflation. Les deux sont fausses

De l'inefficacité des marchés

Par Martin Wolf

Comment l'économie mondiale est-elle tombée si bas ? Elle est certes en train de se redresser, mais douloureusement, après une récession aiguë et en dépit d'un assouplissement monétaire et budgétaire sans précédent.

Par ailleurs, peut-on raisonnablement penser qu'une économie mondiale équilibrée émergera d'une telle mise sous perfusion ? Le fait qu'une action si drastique ait été nécessaire est terrifiant en soi. Qu'il reste aussi peu de possibilités de répéter la même politique est encore plus effrayant. Mais le plus désolant, c'est que ce n'est pas la première fois que l'on doit secourir l'économie mondiale à la suite d'un effondrement consécutif à l'éclatement d'une bulle !

Dans son dernier livre – après son *Valuing Wall Street*, qui a contribué à alerter ses lecteurs sur l'effondrement de l'an 2000 –, l'analyste financier Andrew Smithers, de la firme Smithers & Co, basée à Londres, présente de façon remarquable les erreurs d'analyse et de politique commises dans le passé (*Wall Street Revalued: Imperfect Markets and Inept Central Bankers*, Wiley, 19 €). Grâce à sa compréhension approfondie de l'économie et à sa longue expérience d'analyse des marchés, l'auteur est un guide irremplaçable. Son travail explique la bulle boursière des années 1990, les erreurs budgétaires du premier ministre britannique Gordon Brown et le récent excès de crédit.

Le livre s'articule autour de quatre grands axes. Tout d'abord, les marchés des actifs ne sont que « médiocrement efficaces » ; ensuite, il est possible d'évaluer les marchés ; troisièmement, les énormes écarts positifs par rapport à la juste

valeur – autrement dit les bulles – sont économiquement catastrophiques, notamment lorsqu'ils s'accompagnent d'une hausse du crédit et d'une sous-tarification des liquidités ; enfin, les banques centrales devraient s'efforcer de percer lesdites bulles. « Nous devrions accepter l'idée que la survenue de faibles récessions périodiques est le prix nécessaire à payer pour éviter des récessions majeures », écrit M. Smithers. Au départ, j'ai commencé par rejeter ce point de vue. Aujourd'hui, j'ai changé d'avis.

Selon l'hypothèse de l'efficacité des marchés, qui a joué un rôle de premier plan dans l'économie financière, toute l'information appropriée est contenue dans les prix. Ensuite, ceux-ci ne font qu'évoluer en fonction des nouvelles informations. Le mouvement

de penser que cela est vrai d'autres marchés d'actifs réels – parmi lesquels l'immobilier.

Une objection que l'on entend souvent est que si les marchés dévient de la valeur juste, ils offriront forcément une possibilité d'arbitrage permettant de s'en rapprocher. Mais M. Smithers démontre que la période au cours de laquelle les marchés dévient est si longue (plusieurs décennies) et leur évolution si imprévisible que cette possibilité ne peut pas être exploitée. Un vendeur sur le marché à terme perdra tout son argent longtemps avant de voir le marché revenir à la juste valeur. De même, quelqu'un qui emprunte pour acheter des actions quand elles sont bon marché a de grandes chances de tout perdre avant que son pari ne le lui rapporte.

professionnels utilisent de nombreuses autres méthodes d'évaluation, toutes erronées. Comme le remarque M. Smithers d'un ton sarcastique : « Les mauvaises approches de la valeur sont généralement pratiquées dans le monde des agents de change et des banquiers d'investissement qui sont moins intéressés par la recherche de la vérité que par celle de leurs commissions. »

Les marchés médiocrement efficaces tournent donc autour de la valeur juste. Des effets grégaires peuvent les entraîner très loin de cette juste valeur mais, en définitive, des forces puissantes les y ramènent. Tout comme les arbres ne poussent pas jusqu'au ciel, les marchés n'atteignent pas des valeurs illimitées. Lorsque les actions atteignent des évaluations absurdes, les investisseurs cessent d'acheter et se mettent à vendre. Au final, la valeur des actions se réaligera sur (ou en dessous de) la valeur – et des rendements sous-jacents – des entreprises. Les prix des logements finiront, eux aussi, sur le long terme à être liés aux rendements réels.

Pour ceux qui s'intéressent à la politique économique, les arguments de M. Smithers revêtent une signification plus large. Si les marchés peuvent être évalués, il est possible de savoir à partir de quel moment ils amorcent une bulle. Nous savons, par ailleurs, que l'éclatement d'une énorme bulle peut être économiquement dévastateur. Et cela est particulièrement vrai si cette bulle s'accompagne d'une forte hausse du crédit.

Dans des circonstances extrêmes, la politique monétaire perd son impact, du fait que le système financier se trouve décapitalisé et que les emprunteurs font faillite. Ce à quoi nous assistons alors est

ce que Keynes appelle « pousser sur une corde », c'est-à-dire mener une politique sans effet.

Quelles leçons tirer de tout cela sur le plan des politiques à adopter ? M. Smithers estime que les autorités politiques devraient surveiller le prix des actions, des logements et des liquidités.

Si l'un de ces éléments, et en particulier si les trois à la fois se mettent au rouge, les banquiers centraux devraient réagir. Il recommande des mesures visant à relever le niveau des fonds propres des banques au cours du boom. Je serais également partisan de mesures limitant directement l'endettement des emprunteurs lorsque les prix des actifs s'envolent, notamment les prix des logements.

L'époque durant laquelle les banques centrales pouvaient cibler l'inflation, en estimant que ce qui se passait sur les marchés du crédit et des actifs ne les concernait pas, est révolue. Non seulement les prix des actifs peuvent être évalués, mais ils doivent l'être. Vouloir « tenir tête au vent » – c'est-à-dire utiliser la politique monétaire pour enrayer la formation des bulles – est certes une attitude qui exige du jugement et sera toujours sujette à controverse. Les politiques monétaires et de crédit perdront également de leur simplicité. Mais il est préférable d'avoir à peu près raison que précisément tort. Cibler exclusivement l'inflation et croire à l'efficacité des marchés s'est révélé être une erreur. Ces idées fausses doivent être abandonnées. ■

Cette chronique de Martin Wolf, éditeur économique, est publiée en partenariat exclusif avec le « Financial Times ». © FT (Traduit de l'anglais par Gilles Berton)

Les cimetières de la finance sont pleins de gens qui ont eu raison trop tôt

du marché serait donc une « marche aléatoire ».

M. Smithers démontre que cette conclusion est empiriquement erronée. Selon lui, les marchés boursiers présentent une « corrélation sérielle négative ». Pour parler plus simplement, leurs rendements réels auront un plus grand de probabilité de baisser s'ils ont connu une hausse récente, et vice versa. Le moment le plus opportun pour acheter n'est pas le moment où les marchés se comportent bien, mais lorsqu'ils trébuchent. « Les marchés opèrent une rotation autour de la juste valeur », écrit M. Smithers, qui montre également qu'il y a quelques raisons

La difficulté d'exploiter de telles opportunités est grande pour les managers professionnels, qui perdent des clients. Les cimetières de la finance sont pleins de gens qui ont eu raison trop tôt.

M. Smithers propose ensuite deux mesures fondamentales de la valeur. La première, « Q », ou ratio d'évaluation lie la valeur des actions boursières à celle, nette, des entreprises ; la deuxième, le « coefficient de capitalisation des résultats à ajustement cyclique », lie la valeur actuelle sur le marché à une moyenne mobile des bénéfices passés réels sur dix ans. Les deux mesures donnent des résultats similaires. Les managers pro-

Les Esprits animaux
George A. Akerlof
et Robert J. Shiller,
Editions Pearson,
293 pages, 22 euros

Le livre Matière subtile

L'administration Obama l'a adoré, le *New York Times* l'a encensé... Voici disponible, en français, le *milestone* – le livre référence –, *Les Esprits animaux*, paru il y a quelques mois aux Etats-Unis. Les auteurs ne sont pas des inconnus. George A. Akerlof, professeur d'économie à Berkeley, a reçu le prix Nobel d'économie en 2001 ; Robert J. Shiller, professeur à l'université Yale, est spécialiste de la « finance comportementale ». Il serait aussi le véritable auteur de la formule « exubérance irrationnelle des marchés », qui a fait florès.

Cette notion d'« esprits animaux » a une longue histoire – chez Descartes, ils désignent de petites particules qui circulent dans le sang et viennent émuoir le cerveau. C'est Keynes qui la ressuscite, notamment dans la *Théorie générale*, pour désigner le fait que les décisions des agents économiques ne sont pas complètement rationnelles. Nos émotions, nos enthousiasmes, nos croyances ont, selon Keynes, une influence déterminante sur notre comportement économique.

Pour MM. Akerlof et Shiller, les économistes se trompent – souvent – car ils nient l'existence de ces motivations obscures. « Personne n'avait prévu l'arrivée de cette crise (...) pour la seule raison que les théories économiques courantes ne tiennent aucun compte des esprits animaux », écrivent-ils. Il faut donc réintégrer les « schémas de pensée plus ou moins conscients qui déterminent nos mécanismes intellectuels et affectifs » dans le raisonnement économique.

L'essai, subtil, sous-titré « Comment les forces psychologiques mènent la finance et l'économie », dresse la liste des esprits animaux qui nous gouvernent..., et elle est longue ! Depuis la recherche du profit jusqu'au souci de justice, en passant par la corruption, ou encore la tendance des hommes à penser en termes de récits ou de mythes. L'optimisme, aussi, est un esprit « animal », soulignent les auteurs, qui entendent justifier l'intervention de l'Etat dans l'économie, sans laquelle les esprits animaux tireraient « à hue et à dia ». ■

Philippe Arnaud

Les acteurs de l'économie Jacques-Marie Vaslin Ernest Solvay, industriel innovant et social

Au XIX^e siècle, la Belgique était une puissance industrielle de premier ordre. Son sous-sol, riche en charbon et en fer, sa position géographique et l'esprit d'entreprise l'ont même propulsée pendant un temps au rang de seconde puissance industrielle mondiale, derrière le Royaume-Uni.

Ernest Solvay, né en 1838 dans une famille d'entrepreneurs, en a conservé l'étoffe. Sa santé fragile empêche ce passionné des sciences de poursuivre ses études et l'oblige à travailler à 16 ans dans l'usine à gaz de son oncle. Bien qu'autodidacte, il contribue à l'amélioration de la production de l'usine en récupérant les résidus d'ammoniaque.

Sa famille le laisse réaliser des expériences avec son frère. En 1861, à l'âge de 23 ans, il met au point un procédé de fabrication de la soude à partir de l'ammoniaque. Deux ans plus tard, le 24 décembre 1863, il fonde avec son frère une société qui, aujourd'hui encore, domine le secteur. Il passera dix ans à régler des problè-

mes techniques, frôlant à plusieurs reprises la faillite avant que la production ne passe à l'échelle industrielle.

La soude, qui entre notamment dans la fabrication des détergents et du verre, est connue depuis l'Antiquité. Elle était alors obtenue après combustion de la salicorne, une sorte d'algue comestible. Autant dire que la production était artisanale. Pendant la Révolution, Nicolas Leblanc trouve une technique qui permet d'en produire à partir du sel marin. Mais ce procédé est onéreux et très polluant.

Dynamisme

La découverte de Solvay se révèle économique et un peu plus écologique. Il utilise du sel, du calcaire ainsi que de l'ammoniaque, jusque-là un déchet inexploité. Il n'est plus nécessaire de chauffer les ingrédients à de hautes températures, ce qui réduit considérablement le coût de production. Le prix de la soude s'en trouve divisé par sept au cours de la seconde moitié du XIX^e siècle.

Face à la demande croissante, Solvay construit des usines là où se trouvent les matières premières. De 1870 à 1880, la société s'implante en France, en Angleterre, en Allemagne, en Russie et aux Etats-Unis. Elle s'installe ainsi en Camargue, à Salin-de-Giraud (Bouches-du-Rhône), où elle bénéficie du sel en abondance et d'un débouché qui s'avérera important : le savon de Marseille. Devenu abordable, le savon entre peu à peu dans les foyers.

L'organisation de l'entreprise est moderne, la qualité des produits scrupuleusement vérifiée, et les innovations intègrent vite le processus de fabrication. Face à un tel dynamisme, les soudières qui utilisaient encore le procédé Leblanc comme Péchiney, Saint-Gobain ou Kuhlmann se retirent peu à peu du marché. En 1900, la quasi-totalité de la soude produite dans le monde provient du procédé Solvay.

Ernest Solvay a démontré des talents de chimiste et d'entrepreneur, mais il n'en est pas moins sensible au progrès social. Bien

avant que la loi ne l'impose, il met en place un système de retraite pour ses employés – dès 1878 –, la limitation du temps de travail à 8 heures – en 1897 –, les congés payés – en 1913. Pour ce patron visionnaire, « les grands problèmes d'avenir (...) se rapportent à la question sociale. J'ai voulu amorcer le travail, ouvrir la voie à mes successeurs ».

Sa soif scientifique reste intacte. Il crée de nombreux instituts au sein de l'Université libre de Bruxelles et une école de commerce qui porte aujourd'hui son nom. La France lui doit le financement des Instituts chimique et électronique de Nancy. Il prend aussi l'initiative de réunir tous les trois ans des scientifiques qui débattent sur des sujets pointus. Au cours de la première réunion, en 1911, Marie Curie côtoie Albert Einstein, Louis de Broglie ou Raymond Poincaré. Pas moins de onze participants obtiendront le prix Nobel. ■

Jacques-Marie Vaslin est maître de conférences à l'Institut d'administration des entreprises d'Amiens.