

## Marchés d'actifs et évolution conjoncturelle dans la zone euro

Meixing Daï

**En 2002, la zone euro a connu une faible croissance du PIB et de la consommation ainsi qu'une forte baisse de l'investissement. Des facteurs exogènes tels que le risque de guerre en Irak expliquent en partie une telle situation. On pourrait mieux expliquer les difficultés de l'an passé en prêtant une attention particulière aux évolutions des marchés d'actifs qui annoncent une conjoncture difficile en 2003 voire en 2004 malgré la fin de la guerre en Irak.**

### Les évolutions des marchés d'actifs

Les marchés d'actions de la zone euro ont été marqués par de fortes baisses en 2002 (voir le tableau) après une année 2001 très négative. La capitalisation boursière (CB) de la zone euro est passée de 4899 Mds € fin 2001 à 3283 Mds € fin 2002, soit une baisse de 33% (1616 Mds €). L'Allemagne (-545 Mds €), la France (-423 Mds €) et le Pays-Bas (-209 Mds €) ont connu les plus importantes pertes en valeur absolue. L'Allemagne dont la CB a baissé de 45% est aussi en tête du palmarès des plus fortes baisses en pourcentage. Les pays de l'Europe du Sud ont connu des baisses plus faibles (-23% en Italie, -16% en Espagne et -10% au Portugal, excepté la Grèce). Parmi les petits marchés, on remarque que l'Autriche s'offre même une hausse (+14%). En effet, le marché autrichien ne s'est pas emballé dans la période 1995-2000. L'environnement boursier ne s'est pas amélioré en 2003. En effet, les marchés de la zone euro (en particulier les marchés allemand et français) ont souffert entre janvier et mars 2003 avant de se redresser dans le sillage de la guerre en Irak et restent toujours dans une situation fragile.

Le taux de change entre l'euro et le dollar américain (EUR/USD) est passé de 1 EUR=0,89 USD fin 2001 à 1 EUR=1,04 USD fin 2002, soit une appréciation de l'euro d'environ 17%. Celui-ci a débuté sa tendance haussière en février 2002 et continue sur cette lancée en 2003 (voir le graphique) pour atteindre un niveau proche de 1 EUR=1,20 USD en mai 2003.

Dans un contexte où le taux d'intérêt directeur de la BCE est attendu en baisse, les obligations d'Etats de la zone euro ont

vu leurs taux de rendement baisser d'environ 1% pour les différentes échéances, ce qui engendre des plus values appréciables pour les obligations à échéance longue.

Le prix immobilier est soutenu dans la plupart des pays de la zone euro, excepté l'Allemagne. Il semble que les marchés portugais et grec (données non disponibles) évoluent favorablement. L'Espagne et l'Irlande ont connu des hausses de prix largement supérieures à 10%. Les hausses de prix proches de 10% sont constatées en Finlande, en France et en Italie. Par ailleurs, ces marchés ont connu déjà des hausses de prix importantes les années précédentes.

### Quelques éléments explicatifs

Les marchés boursiers européens évoluent dans un contexte général de dégonflement des bulles spéculatives depuis 2000. En 2002, les affaires de scandales comptables et financières (Enron, Worldcom, etc...) révélées aux Etats-Unis ont miné davantage la confiance des investisseurs vis-à-vis des comptes des entreprises cotées. Dans la zone euro, un certain nombre de grandes sociétés se sont fortement endettées sur la période 1995-2000 pour acheter, au prix fort, des sociétés ou des participations. Certaines d'entre elles risquent de connaître d'importantes pertes lorsque s'impose le nettoyage des comptes qui consiste à comptabiliser les moins values latentes comme des pertes comptables, minorant ainsi leurs fonds propres et donc leur solvabilité. Etant donné les incertitudes concernant les croissances américaines et européennes ainsi que l'incertitude géopolitique, les marchés boursiers sont plongés dans une phase très baissière d'avril à octobre interrompue par une courte reprise en août. La forte hausse du prix du pétrole, en raison de l'incertitude géopolitique et de la crise sociale au Venezuela, a généré des craintes chez les

opérateurs de marché quant aux perspectives sombres de la croissance mondiale. Au début du mois d'octobre, les marchés de la zone euro ont perdu en moyenne plus de 40% par rapport au niveau du début d'année. La reprise des cours boursiers au dernier trimestre 2002 manque de vigueur puisque les facteurs à l'origine des inquiétudes des investisseurs sont toujours présents. Un certain comportement hystérique s'est développé à l'égard des sociétés fortement endettées. Le mot «endettement» fait fuir les investisseurs qui ne veulent plus entendre les perspectives de long terme et entraîne les baisses des cours boursiers, affaiblissant les capacités des sociétés à lever des fonds et à emprunter. Une spirale vicieuse à laquelle certaines sociétés ne pourraient pas échapper. Par ailleurs, les investisseurs ont été déçus par le manque de coordination des politiques budgétaires et monétaires, l'absence des relances budgétaires en raison des contraintes du pacte de stabilité et une diminution de taux d'intérêt plus lente qu'aux Etats-Unis.

La dépréciation des marchés boursiers de la zone euro a été plus marquée qu'aux Etats-Unis dont les deux grands marchés (Nyse et Nasdaq) ont vu leur CB des sociétés nationales passer de \$11026 Mds et \$2739 mds à \$9015 Mds et \$1994 Mds respectivement, soit -18% et -27% pour une moyenne de -20%. Le différentiel entre les baisses de la zone euro et celles des Etats-Unis s'élève donc à -13%. Il pourrait être expliqué en grande partie par une appréciation considérable de l'euro (+17%) car celle-ci entraîne une moindre croissance dans la zone euro, a un impact négatif sur le volume et la marge des ventes des entreprises à l'étranger et implique donc des profits plus faibles.

L'appréciation de l'euro n'est pas due à la vigueur de l'économie de la zone euro mais plutôt due aux baisses des investissements européens dans les sociétés cotées et non cotées américaines et à l'attractivité des taux de rendements des titres européens. La baisse des actions américaines a ramené les investisseurs étrangers à la réalité. En effet, les Etats-Unis ont perdu la première place dans le classement des destinations les plus importantes des investissements directs étrangers (IDE) en 2002. Or, les entrées des capitaux sont vitales pour financer les déficits de la ba-

lance commerciale américaine qui frôle les 5% de son PIB. Outre la baisse des actions américaines, on peut aussi avancer que les tergiversations sur la question irakienne au sein de l'ONU est préjudiciable pour la valeur du dollar qui n'est plus considéré comme valeur de refuge en cas de guerre étant donné que les Etats-Unis ne sont pas soutenus massivement dans leur initiative et rencontrent des oppositions fermes de plusieurs pays de la zone euro. Tout en affirmant qu'un dollar fort est bon pour les Etats-Unis, ces derniers ont réussi à faire comprendre aux opérateurs du marché de changes que le dollar pourrait se déprécier.

Les investisseurs adoptent un comportement de «fuite vers la qualité» en délaissant les actions européennes et américaines et les dettes des entreprises privées au profit des emprunts publics et des produits monétaires. Ils privilégient également l'immobilier qui connaît un dynamisme sans précédent depuis quelques années et qui offre des rendements appréciables par rapport aux taux d'intérêt de moyen et long terme. Cette hausse des prix de l'immobilier est favorisée non seulement par les effets de substitutions entre les actifs mais aussi par un niveau du taux d'intérêt historiquement bas dans la zone euro qui favorise les achats financés par des emprunts.

### Les prix d'actifs et la croissance

Le risque de guerre en Irak ne permet pas d'expliquer le ralentissement net de l'économie de la zone euro en 2002 puisque la croissance aux Etats-Unis est de 2,3%. La courte récession aux Etats-Unis en 2001 (+0,3% du PIB sur l'année) a peut-être des effets décalés sur l'économie européenne. Etant donné la dépendance limitée de l'économie de la zone euro vis-à-vis des Etats-Unis, cet argument est insuffisant.

La forte croissance du PIB durant la période 1998-2000 (2,9%, 2,8% et 3,6% respectivement) s'accompagne d'une forte croissance de la consommation (+3,1%, +3,6%, et +2,6%) et de l'investissement (+5,3%, 6% et 5%). Par contre les dépenses des gouvernements connaissent une croissance plus faible que l'économie (1,4%, 1,8% et 2,2%). Cette période coïncide avec les fortes hausses des prix d'actions. Par contre, le ralentissement en cours s'accompagne des fortes baisses de ceux-ci. Une idée crédible est que les baisses des prix des actions, conjuguées à une appréciation de l'euro, ont eu des effets négatifs importants sur la demande globale que les

---

évolutions favorables des autres marchés n'ont pas pu compenser.

La fléchissement de la consommation de la zone euro est perceptible en 2001 (mais celle-ci reste néanmoins soutenue (+1,8%)) est accentué en 2002 avec une hausse de 0,6% seulement. En tenant compte des résultats de différentes études antérieures, Inzerillo et Pierluigi ont estimé dans le rapport intitulé «The Economic Outlook in Europe in 2002-2003» que la propension marginale à consommer (pmc) est de 0,03 pour les actions et 0,04 pour les logements dans la zone euro, contre 0,04 et 0,07 respectivement aux Etats-Unis. Les développements des marchés boursiers dans les années 1990 ont permis d'accroître fortement le poids des actions dans les patrimoines des ménages de la zone euro, ainsi la baisse de la CB en 2002 représente 23% de son PIB (6881 Mds €). En retenant une pmc de 0,03, cela signifie que le taux de croissance de la consommation pourrait diminuer de 1,23% et celui du PIB de 0,69% du fait de l'effet de richesse boursière négatif. Par contre, la hausse du prix des logements ainsi que celle des obligations compensent en partie cet effet négatif. On constate que les pays qui ont connu une forte hausse du prix des logements connaissent une consommation soutenue en 2002 (France, Espagne, Irlande et Finlande, excepté l'Italie). Par contre, en Allemagne, dont la CB a connu la plus forte baisse (-45% en 2002) et le marché immobilier (-3,3% en 2002) est faible, la consommation baisse de 0,5% en 2002 contre une hausse de 1,5% en 2001, soit un écart de 2%. Sur l'ensemble de la zone euro, la consommation a connu une croissance de 0,6% en 2002 contre 1,8% en 2001. L'effet d'une variation des prix d'actifs sur la consommation passe aussi par la contrainte de liquidité et la confiance des consommateurs. Les baisses des prix des actions ont eu sans doute des effets négatifs via ces deux mécanismes, mais leur importance reste difficile à évaluer.

Les investissements de la zone euro ont connu une chute en volume de 0,3% en 2001 et la tendance s'accroît avec une diminution de 1,9% en 2002. Cette baisse de l'investissement, largement corrélée avec la moindre levée des fonds par les entreprises cotées, contribue à une chute de la croissance du PIB à hauteur de

0,38%, sachant que l'investissement représente 20% du PIB. La facilité à lever des fonds durant la période 1998-2000 contraste avec la situation actuelle où il est quasiment impossible de financer l'investissement par émission de nouvelles actions. Les fonds levés (en Mds €) par les sociétés de la zone euro s'élèvent à 128 en 1998, à 202 en 1999 et à 315 en 2000 représentent respectivement 3,5%, 3,7% et 5,7% de la CB de l'année correspondante et entre 2 et 5% du PIB de la zone euro. Après les 142 Mds € levés en 2001, 48,76 mds € seulement ont été levés en 2002. Il semble que sur ce montant déjà faible, peu soit utilisé pour financer les investissements. La majorité des opérations est menée par des sociétés endettées pour renforcer leurs bilans et/ou rembourser leurs dettes. Les faits observés laissent penser que la baisse actuelle des investissements dans la zone euro (comme aux Etats-Unis) s'explique par la chute du prix des actions. Par ailleurs, le prix des actions, en tant qu'indicateur avancé, peut influencer l'investissement des entreprises à travers un effet de confiance comme dans le cas des ménages. Cela signifie que l'investissement des entreprises non cotées pourrait aussi diminuer suite aux fortes baisses des prix des actions.

La baisse des investissements, la faiblesse de la consommation ainsi qu'une très faible croissance des exportations en 2002 (+0,4% contre +1,8% en 2001) ont entraîné une faible croissance de la zone euro malgré les efforts de stimulations budgétaires des Etats.

### Les implications politiques

Les baisses des prix des actions ont eu des impacts négatifs importants sur les finances publiques. Les Etats (Allemagne, France et Italie) voulant jouer les stabilisations automatiques connaissent des déficits budgétaires importants et sont appelés par la Commission de Bruxelles à stabiliser leurs dépenses publiques en 2003 et 2004 afin de ne pas subir les sanctions prévues par le pacte de stabilité.

Les prix d'actifs exercent un effet direct sur les recettes fiscales à travers les impôts sur les plus values et les taxes sur les transactions. Ils exercent aussi des effets indirects sur les recettes fiscales via la consommation (TVA), l'investissement (taxes professionnelles) ou les revenus (impôts sur les revenus). Pendant les crises, les gouvernements pourront être amenés à recapitaliser certaines banques ou entreprises, ce qui diminue la capacité de dépenses de l'Etat. En moyenne, l'impact

---

d'une variation de 10% du prix d'actif sur le budget de l'Etat est équivalent à 1% de variation de l'output. Dans les pays de la zone euro, une variation de 10% du prix d'actifs peut entraîner une variation dans le même sens des recettes fiscales représentant sur la période entre 0,1% et 0,7% du PIB <sup>1</sup>.

Etant donné les limites des politiques budgétaires nationales, il convient de s'interroger quant à la pertinence de la conduite de la politique monétaire de la BCE sur la période récente. Durant les trois années de crise boursière, la BCE est réticente à baisser aussi rapidement et fortement son taux directeur que la Fed en raison de l'objectif principal de stabilité des prix avec un cible d'inflation compris entre 0% et 2%, trop restreinte au vu de la conjoncture. Etant donnée l'hétérogénéité des économies de la zone euro, cela signifie que la politique monétaire est restrictive pour un pays comme l'Allemagne dont les prix et les salaires sont les plus élevés. Même si les opérateurs des marchés ont bien anticipé les décisions de la BCE, cela ne signifie pas qu'elles sont adaptées à l'environnement économique et financier actuel. En effet, la BCE n'a pas pris suffisamment en compte les effets des pertes de richesses sur la croissance. Les espoirs des baisses de taux de la part des gouvernements nationaux et des acteurs économiques sont souvent déçus. Les baisses de taux d'intérêt décidées par la BCE ont permis aux Etats de financer les dettes à des coûts plus bas. Mais elles ne sont pas suffisantes pour compenser les effets négatifs sur la consommation, l'investissement et le budget des Etats et pour redonner confiance aux acteurs économiques.

La BCE, après plusieurs baisses des taux en 2001, a décidé une seule baisse de 50 points de base du taux directeur en décembre 2002, face à une situation boursière clairement dégradée et un ralentissement économique de plus en plus prononcé dans un contexte de tension géopolitique. Une nouvelle baisse de 25 points de base est décidée début mars 2003. Cependant son taux directeur est resté 2 fois plus élevé qu'aux Etats-Unis. Les marchés ont donné des indications claires que des baisses supplémentaires du

taux directeur sont nécessaires dans l'immédiat face à la hausse de l'euro et la dégradation de la conjoncture. Les expériences passées (la crise des 1930 et la crise japonaise actuelle) montrent qu'une réponse inappropriée au dégonflement des bulles boursières et/ou immobilières risque d'entraîner la zone euro dans une situation de faible croissance à long terme voire la déflation. La BCE pourrait contribuer à une plus grande stabilité économique en s'occupant plus de la croissance. La récente modification de l'attitude de la BCE (9 mai) concernant la stabilité de prix autour de 2% et non plus entre 0% et 2% va dans le bon sens, car ceci permet d'assouplir davantage la politique monétaire afin de stimuler la croissance. Bien que les évolutions des marchés d'actions et du taux de change EUR/USD indiquent clairement la nécessité d'un assouplissement supplémentaire de la politique monétaire de la BCE, ceci n'est pas sans risque dans la mesure où il pourrait stimuler la formation des bulles spéculatives sur le marché immobilier et crée des difficultés pour l'avenir. La forte appréciation de l'euro est une belle revanche pour la BCE dont l'ambition d'avoir l'euro fort a été mise à mal par la faiblesse persistante de l'euro sur la période 1999-2000. Il est fort probable que la BCE ne réagisse pas aux tensions sur le marché des changes avant que les cambistes n'aient ramené le cours de l'euro dans la zone de 1,30-1,40 USD, un niveau certainement trop élevé pour les exportations de la zone euro.

---

<sup>1</sup> Eschenbach et Schuknecht (2002), Eschenbach F. et Schuknecht L. (2002), « Asset prices and fiscal balances », ECB Working Paper n° 141.

---

Capitalisations boursières, levées de fonds sur les marchés boursiers, prix des logements et évolution économique.

	Capitalisation boursière				Levée des fonds des sociétés cotées (mds €)		Evolution des prix des logements anciens (%)		Evolution de l'économie en valeur réelle 02/01 (%)			
	2001 mds €	2002 mds €	Variation 02/01		2001	2002	2001	2002	PIB	C	I	G
			mds €	%								
France	1326	892	-423	-33	ND	ND	+6,5	+9,2	1	1,5	0	3,4
Allemagne	1204	659	-545	-45	ND	0,24	+1,8	-3,3	0,4	-0,5	-4,7	1,1
Italie	592	458	-134	-23	11,87	6,52	+7,9	+9,1	0,3	-0,3	-2,7	1,9
Espagne	526	443	-83	-16	29,07	15,27	+20,5	+17,7	1,8	1,8	1,3	2,1
Pays-bas	565	356	-209	-37	ND	ND	+6,9	+4,5	0,1	0,9		
Finlande	214	133	-81	-38	1,67	0,36	+0,7	+10	1,6	2,5		2
Belgique	186	117	-69	-37	ND	ND	+6,2	+6,9	0,7	0,6		1,5
Grèce	94		-30	-32	1,39	0,86	ND	ND	3,6	2,9	6,9	
Irlande	85	58	-27	-32	4,49	1,65	+4,3	+13	3,6	3,8	2,6	8,5
Portugal	52	47	-5	-10	3,99	ND	ND	ND	0,4	0,8	-2,5	1,1
Autriche	28	32	+4	+14	0,88	1,20	ND	ND	0,7	0,7	-2,8	0,1
Luxembourg	27	24	-3	-11	2,44	6,56	ND	ND	0,8	2	-4	6
Euronext	2077*	1412*	-665*	-32*	90,63*	16,1*	ND	ND				
L'UEM	4899	3283	-1616	-33	142,44	48,76	ND	ND	0,8	0,6	-1,9	2,1

Source : FIBV, OCDE, CEPI, FNAIM, INE, INS de Belgique, TSB, Sherry FitzGerald, lsole24ore.com, The Economist, Bank of Finland, Bulwin AG, Netherland central bureau of statistics. Note : PIB=Produit Intérieur Brut. C=Cosnomation Privée. I=Formation Brute en Capital Fixe. G=Dépense Publique. ND=non disponible. Note : Les données disponibles sur les 6 derniers mois pour l'Allemagne montrent que le levé de fonds est non significatif en 2001. Euronext : France, Pays-Bas et Belgique en 2001, le marché du Portugal fait partie de l'Euronext en 2002. \* les données du marché du Portugal incluses.

L'évolution du taux de changes EUR/USD



Source : Fininfo.