

Les conséquences macro-économiques et financières du krach

Jean CHEVAL

Directeur des études économiques-Banque Indosuez

160

Le krach a donné à certains l'occasion de dessiner les scénarios les plus noirs ; à d'autres de n'y voir que l'éclatement d'une « bulle financière » sans conséquence pour l'avenir de l'économie réelle. Les premiers ont dominé dans l'immédiat après-krach, tandis que les seconds n'ont gagné en crédibilité qu'à la faveur des performances macro-économiques inattendues enregistrées depuis le mois d'octobre ; pour finir par dominer assez largement aujourd'hui. Ces fluctuations témoignent à elles seules du désarroi des économistes devant un tel événement. Ce désarroi vaut pour le présent, *a fortiori* pour le futur : rarement la visibilité aura été aussi faible ! On ne saurait s'en étonner : se conjuguent en effet un appareil théorique de plus en plus impuissant à expliquer les évolutions macro-économiques (qu'on en juge par les années 1983-1986) et une pauvreté bien connue de l'analyse des « effets patrimoines », un des points clés pour demain.

Doit-on pour autant démissionner ; se résigner à ne pas chercher à éclairer l'avenir ? Certes non ! L'économiste n'est tout de même pas complètement désarmé dans les circonstances actuelles. Sa démarche présente, qui ne peut prétendre offrir qu'un éclairage partiel, peut s'articuler en trois temps :

- Le krach boursier est intervenu dans une période de *boom* de l'activité mondiale, dont on doit s'efforcer de recenser les causes.
- Cette dynamique ne peut être brisée à court terme, ne serait-ce que par un effet d'hystérésis.
- Mais ce diagnostic n'augure rien de l'avenir à moyen terme, qui reste dominé par la persistance de déséquilibres majeurs et, donc, par une forte probabilité de nouvelles déstabilisations.

Cette démarche conduit à la conclusion, paradoxale ou inattendue, que le krach boursier du mois d'octobre — vu d'aujourd'hui, tout au moins — épargne très largement la sphère réelle et concentre ses effets négatifs sur la sphère financière, c'est-à-dire l'industrie des services financiers.

UN CHOC QUI INTERVIENT DANS UNE ACTIVITÉ MONDIALE EN PLEIN « BOOM »

À la fin de l'année 1986 et même jusqu'au milieu de l'année 1987, la plupart des experts tablaient sur une très faible croissance de l'économie mondiale pour l'année 1987. Pour ne prendre que deux exemples, l'OCDE parlait en mai 1987 d'une « situation économique détériorée ces derniers mois sans qu'on puisse guère escompter (sic) d'amélioration d'ici la fin 1988 » ; mais incantatoire comme toujours, elle plaçait sa réflexion d'ensemble sous la nécessité d'une « stratégie de coopération pour restaurer une croissance satisfaisante ». Quant à l'OFCE¹, il parlait en avril d'une « croissance confisquée » et jusqu'en octobre d'une « économie en sursis ».

UNE REPRISE DE TAILLE !

Pourquoi un tel pessimisme ? Le nouveau panorama économique mondial conjugait l'effondrement des prix du pétrole, la baisse du dollar et celle des taux d'intérêt. Les effets bénéfiques attendus de la baisse des prix du pétrole étaient annihilés par des politiques d'ajustement des pays de l'OPEP (coupes sombres dans les importations) et de nombreux autres pays en voie de développement (PVD), par les comportements de marges de certains entrepreneurs (notamment les raffineurs) et, parfois, par le souci politique d'affecter le « retour de cette rente » à la réduction de certains déséquilibres, en premier chef budgétaires ; sans oublier que, dans certains pays, les ménages (RFA notamment) ou les entreprises (France par exemple) avaient préféré, au moins dans un premier temps, affecter leur surcroît inattendu de revenu à la reconstitution de leur épargne ou à la consolidation de leurs structures financières. Les effets de la baisse du dollar étaient jugés négatifs pour l'économie mondiale dans son ensemble ; et tout particulièrement pour les pays de l'OCDE, qui perdaient dans cette configuration des parts de marché au profit des Nouveaux pays industriels (NPI). La baisse des taux n'apportait, quant à elle, qu'un mieux négligeable... sauf pour certains PVD lourdement endettés.

161

Un dynamisme de la production industrielle inégalé depuis 1979...

Cette morosité avait été entretenue par les très médiocres résultats du premier trimestre 1987, notamment en Europe, où ils étaient en large part imputables aux aléas climatiques. Compte tenu des délais de recueil des statistiques, les analystes pessimistes fleurissaient (on se rappellera notamment en France le débat sur le déclin !), alors même que l'activité économique mondiale repartait à un rythme extrêmement soutenu. L'adjectif « spectaculaire » qualifierait même mieux la situation, puisque, mesurée sur les 2^e et 3^e trimestres 1987, la production manufacturière dans les pays de l'OCDE s'est accrue de près de 8% en volume et en rythme annuel ; mesuré par le commerce mondial, le *boom* est encore plus impressionnant. Il faut remonter à 1979² pour retrouver une production industrielle mondiale aussi dynamique dans tous les pays (en 1983-1984 l'évolution de la production industrielle était très forte, mais elle excluait très largement l'Europe).

... et qui n'exclut personne

Cette dynamique n'a pratiquement exclu en effet personne, même si le *momentum* de croissance a été particulièrement élevé aux USA, au Japon et au Royaume-Uni. Qu'on en juge par les chiffres du 3^e trimestre :

1 — Observatoire français de conjonctures économiques, dirigé par J.-M. Jeanneney.

2 — Mais dans des circonstances très différentes, notamment du point de vue de l'inflation.

2/LA CRISE: CAUSES ET CONSÉQUENCES

— Aux USA, la consommation des ménages s'accroît (en rythme annuel) de plus de 5 %, portée par l'effondrement du taux d'épargne (lui-même indiscutablement imputable à l'évolution très favorable de la bourse) ; l'investissement productif explose de plus de 25 % tandis que les exportations s'accroissent à un rythme supérieur à 15 %, tout ceci entraînant un taux d'utilisation des capacités de production dans certains secteurs dépassant les limites de la surchauffe (95 % environ dans le textile et le papier).

— Au Japon le PIB s'accroît de plus de 8 % en rythme annuel, grâce à une demande interne vigoureuse (+ 7,2 %) mais également à une certaine reprise des exportations après l'effort d'ajustement des producteurs japonais à un yen beaucoup plus fort par rapport au dollar.

— En Grande-Bretagne, la *success story* de Mme Thatcher est bien connue : appuyée pour partie sur les effets différés de la dépréciation de la livre en 1986 mais aussi sur ceux de sa politique de l'offre entre 1979 et 1984, la production manufacturière s'accroît à un rythme supérieur à 6 % en 1987, tandis que les exportations dépassent un rythme de 5 %.

Ces résultats, auxquels on doit accoler ceux de l'Italie et de l'Espagne, sont les plus spectaculaires. Mais les autres pays relèvent également, dans une plus ou moins large mesure, de cette euphorie. La France par exemple, après un très mauvais début d'année, connaît une croissance relativement forte dès le 2^e trimestre (plus de 4 % en rythme annuel), que symbolise une production industrielle rompant enfin avec l'encéphalogramme pratiquement plat qui la caractérisait depuis 1980. Ces performances s'appuient notamment sur un redémarrage spectaculaire des exportations au 2^e trimestre (près de 14 % en volume en rythme annuel) — autorisant pour la première fois depuis le début 1984 des gains de parts du marché mondial — et sur un dynamisme inattendu de la consommation des ménages, entretenu en premier lieu par l'explosion du recours au crédit à la consommation. L'Allemagne elle-même, dans une certaine mesure, participe à ce schéma, bien que les résultats en moyenne annuelle donnent une image beaucoup trop noire de la réalité.

LES CAUSES DE CE « BOOM »

La vigueur de l'activité économique a été, pour la plupart, une surprise. Rétrospectivement au minimum, il est possible de trouver à cette situation des facteurs explicatifs. Ceux-ci peuvent être réduits, pour l'essentiel, à deux, nous semble-t-il.

Les effets différés de l'effondrement des prix du pétrole

En premier lieu les effets différés de l'effondrement des prix du pétrole, qui ne s'étaient manifestés que pour partie en 1986, ont été massifs en 1987. Les économistes ne s'étaient pas, en général, trompés sur les conséquences bénéfiques de cette évolution mais, comme trop souvent, ils s'étaient mépris sur le *timing* ; attendus en 1986, les effets sont apparus dans toute leur ampleur à partir du deuxième semestre 1987 à un moment où l'ensemble de la communauté des prévisionnistes avait fini par désespérer de les voir se produire. Pourquoi ? Pour deux raisons principales.

■ La mauvaise prise en compte des délais d'ajustement des dépenses aux variations de revenus³, la sous-estimation de l'inertie des comportements et de la longueur des délais de transmission tout au long de la chaîne productive jusqu'au consommateur final : tous ces facteurs expliquent que la diffusion des effets positifs

³— Nous voulons désigner par là le fait que les perdants, c'est-à-dire les exportateurs de pétrole, confrontés à une dégradation spectaculaire de leurs revenus, n'ont eu d'autre choix que d'ajuster très rapidement leurs importations ; tandis que les gagnants (voir plus haut) ne dépensaient pas immédiatement leur surcroît (inattendu) de revenus.

de la baisse des prix du pétrole a été très progressive. Ainsi dans certains pays comme le Japon, caractérisé par une exceptionnelle rigidité du système des prix, l'essentiel des effets bénéfiques de la baisse des prix du pétrole pour les consommateurs a été reporté sur 1987.

■ Les effets "dynamiques" de la baisse des prix du pétrole, que certains avaient mis en évidence dès le début de l'année 1986⁴, ont été également très lents à se manifester; il en a été notamment ainsi pour l'effet multiplicateur du commerce international, inévitablement réduit dans un premier temps par l'effondrement des importations des pays producteurs de pétrole et par la relative faiblesse des effets positifs de la baisse des prix en 1986: il n'a joué à plein — mais avec quelle force! — qu'à partir du printemps 1987. C'est sans doute le cas également des effets positifs du côté de l'offre (augmentation de la rentabilité du capital) qui n'ont eu leur traduction — c'est-à-dire une accélération des investissements — qu'en 1987.

Les conséquences de l'accord du Louvre

Le deuxième facteur semble devoir être imputé aux conséquences de l'accord du Louvre. En cherchant à stabiliser le dollar sans coordination véritable des politiques économiques — c'est-à-dire en obtenant ce résultat par l'intervention des banques centrales (surtout) et l'écartement du différentiel des taux d'intérêt entre les USA et le reste du monde⁵ —, les accords du Louvre ont entraîné des dérapages des agrégats monétaires considérables en Allemagne (l'agrégat monnaie/banque centrale y a crû de près de 8 %) et au Japon (où l'agrégat M2 + CD's a crû de près de 12 %) notamment. Dans la mesure où ce développement des liquidités n'a pas été concomitant d'une accélération de l'inflation, on peut raisonnablement penser que celles-ci ont trouvé partiellement leur contrepartie dans la sphère réelle. Même si ce point est aujourd'hui l'objet de vives controverses, ou à tout le moins de débats, cette contrepartie nous semble incontestable; mais bien entendu elle est restée partielle; notamment au Japon où l'abondance de liquidités a été telle qu'une autre fraction — celle qui n'a pas trouvé « d'emploi-réel » — s'est investie en bourse: c'est le développement de la fameuse « Zaitech » monnaie, à l'origine de l'euphorie qui a caractérisé le marché de Tokyo jusqu'au mois d'août⁶; mais aussi dans de nombreux pays, notamment en RFA, où le dérapage des liquidités a été, dans une plus ou moins large mesure, « compensé » par une modification de la vitesse de circulation de la monnaie.

163

UNE DYNAMIQUE QUI NE PEUT ÊTRE BRISÉE À COURT TERME

La panique qui s'est emparée de certains milieux juste après le krach n'était pas de mise; car à la différence des phénomènes financiers, l'inertie des phénomènes économiques réels est une donnée fondamentale: les décisions d'investissement, par exemple, impliquent des débours qui s'étalent en général sur plus d'une année; l'existence de carnets de commandes satisfaisants, voire pléthoriques (UK) — et c'était le cas pratiquement partout au mois d'octobre — assure une activité confortable pour de nombreux mois. Un tel effet d'hystérésis, que tous les effondrements

4— Voir par exemple Index, *Revue Économique de la Banque Indosuez*, n° 6, 1^{er} trimestre 1986: « Les conséquences de la baisse des prix du pétrole ».

5— Resté néanmoins insuffisant car il n'a pas, sauf au 3^e trimestre, débloqué la « grève » des investisseurs privés vis-à-vis des placements en dollar.

6— On peut avancer également que c'est par contagion, et parce que les investisseurs japonais s'y sont portés, que Wall-Street a monté aussi rapidement pendant la première moitié de l'année, ce qui a contribué à favoriser un effet patrimoine positif et donc à soutenir la consommation aux États-Unis.

2/LA CRISE: CAUSES ET CONSÉQUENCES

boursiers passés corroborent, repousse au minimum à plus de six mois un net ralentissement de l'activité. Les résultats aujourd'hui disponibles du quatrième trimestre confirment ce diagnostic, allant même jusqu'à traduire dans certains pays (le Royaume-Uni, par exemple) une accélération de l'activité et partant, à éveiller des craintes de surchauffe⁷!

Cette inertie des phénomènes économiques réels concerne néanmoins pour l'essentiel les investissements et les exportations (pour ces dernières, grâce au dynamisme du commerce mondial amplifié, dans le cas des USA, par la baisse du dollar). Ne doit-on pas craindre qu'au vu de l'ampleur de la chute des bourses, les consommateurs ne réduisent leur appétit de consommation pour tenir compte de leurs pertes de patrimoine? Ne doit-on pas craindre que la politique économique des États ne vienne briser l'élan naturellement acquis? La réponse à ces deux questions est clairement négative à court terme (horizon fin de l'été/automne).

L'EFFET PATRIMOINE DEVRAIT RESTER LIMITÉ AUX ÉTATS-UNIS...

Une telle affirmation peut surprendre dans la mesure où les ménages américains détiennent les 2/3 environ de la capitalisation boursière et où ils auraient en conséquence, suivant les estimations les plus souvent avancées, enregistré une perte patrimoniale d'environ 700 milliards de dollars. En fait, cette évaluation est obtenue par comparaison des niveaux du 19 (ou du 26 octobre) avec le pic historique du 25 août 1987. Ce faisant, elle prend comme référent un point haut instantané, supérieur de plus de 40 % au niveau du 1^{er} janvier 1987, sur la base duquel jamais les ménages américains, pris dans leur ensemble, n'ont songé à évaluer leur patrimoine financier.

Les pertes patrimoniales: guère plus de 10 à 12 % du revenu des ménages

On approche certainement mieux la réalité, à défaut de la vérité, en comparant la capitalisation boursière moyenne des mois de novembre et décembre avec celle du premier semestre 1987, à l'aune duquel les ménages américains ont probablement réévalué leur patrimoine financier. Les pertes patrimoniales ainsi mesurées ne dépasseraient guère pour les ménages 275 à 300 milliards de dollars, soit environ 10 à 12 % de leur revenu disponible. Quelles en seraient les conséquences? Les études disponibles pour éclairer ce point sont rares; leurs estimations sont fragiles, souvent discutables et d'ailleurs discutées. Elles concluent que dans de telles circonstances, la consommation des ménages est en moyenne réduite à hauteur de 5 % de ces pertes de patrimoine. Ceci voudrait dire dans le cas présent une réduction d'environ 15 milliards de dollars, soit de 0,5 à 0,6 % de cette consommation⁸.

Si l'on admet les principes de cette démarche, l'effet patrimoine négatif est donc fort limité, et ce d'autant plus que, toujours sur la base de ces enseignements du passé, il s'étale sur une période de douze à dix-huit mois. Il est alors tentant de décliner sur ces bases un scénario de réduction un peu accélérée, mais tout de même très progressive, des déséquilibres de l'économie mondiale à partir d'une certaine décélération du rythme de croissance de la demande intérieure américaine. Mais nous verrons ci-après que la probabilité d'un tel scénario reste faible, sinon à court terme, du moins à moyen terme.

⁷— On aura de plus noté que l'opinion des chefs d'entreprises sur leurs carnets de commande s'est amélioré de pratiquement dans tous les pays de la CEE entre octobre et février!...

⁸— Et encore! Si l'on prend comme référent les mois de janvier-février, la remontée de la bourse américaine oblige à réduire ce pourcentage à guère plus de 0,4 %.

...ET A FORTIORI, DANS LES AUTRES GRANDS PAYS INDUSTRIALISÉS

Ceci devrait être le cas en Europe et au Japon où la part des ménages dans la capitalisation boursière est beaucoup plus faible. Ainsi, on l'estime à environ 35 % en France pour les actions, étant tenu compte du poids de celles-ci dans les Sicav et FCP (Fonds commun de placement)⁹. Pour ce qui est des autres grands pays, et selon les estimations de l'Ipecode¹⁰, cette même part ne dépasse pas 28 % au Royaume-Uni, 27 % au Japon et 16 % en RFA. Ce facteur mécanique, qui relativise les pertes patrimoniales en Europe et au Japon, se voit renforcé par d'autres considérations. Ainsi la part des non-actifs dans le patrimoine financier est toujours considérable (supérieure à 60 % en France); or, dans la mesure où leurs besoins en biens durables sont largement satisfaits, ceux-ci ne devraient pas modifier notablement leur plan de consommation, même après cette chute substantielle de la bourse. Également la prise en compte du patrimoine obligataire devrait, malgré la hausse quasi générale des taux en 1987, faire apparaître sur une plus longue période des plus-values, compensant pour une certaine part les moins-values actions. Enfin celles-ci, qui ont pu être évaluées à 6 % du revenu disponible (actions non cotées incluses) par l'Insee succèdent à des gains de 5 % du revenu disponible environ en 1984 et 1985, de plus de 8 % en 1986. Des calculs très précis sont évidemment très difficiles mais ceux que l'on peut effectuer aboutissent le plus souvent à de faibles réductions du patrimoine boursier.

Au total, il n'est pas même sûr que la chute boursière enregistrée jusqu'à présent entraîne, dans beaucoup de ces pays, une hausse du taux d'épargne. Au contraire, dans certains d'entre eux, la poursuite de la désinflation et/ou l'explosion du recours au crédit à la consommation (France, Royaume-Uni) apparaissent à court terme devoir jouer un rôle plus important, ce qui devrait constituer un soutien à la consommation.

165

LE CARACTÈRE ACCOMMODANT DES POLITIQUES MONÉTAIRES NE PEUT QU'ATTÉNUER TOUT RALENTISSEMENT DE L'ACTIVITÉ IMPLIQUÉ PAR CET EFFET PATRIMOINE

L'effondrement des bourses mondiales a été freiné, voire arrêté ou inversé, par l'injection massive de liquidités sur la quasi-totalité des places financières. Obsédées par le souvenir des erreurs de politique de 1929 (on rappelle que les décisions prises alors, en restreignant les liquidités, avaient contribué à aggraver la situation), les autorités monétaires n'ont pas un seul instant hésité. En contribuant à abaisser les taux courts (notamment aux États-Unis où naturellement l'injection de liquidités a été la plus importante) ces mesures ont incontestablement permis d'éteindre l'incendie. Mais elles ont aussi pesé sur les taux longs, pour lesquels « l'effet de structure » des taux d'intérêt (répercussion sur le long terme de la baisse du court terme) a été amplifié par l'afflux de capitaux en quête de sécurité et de liquidité. Comme on l'a vu, ceci était incompatible avec le maintien de la valeur du dollar, qui a logiquement baissé après la mise en place de ces politiques.

La « solution » ainsi trouvée n'est pas durable. Plus exactement elle dépend de façon critique d'une poursuite de la baisse des taux ou, en tout cas, d'une absence de hausse. Tant que la politique monétaire du FED peut être accommodante (en ce qu'elle peut éviter toute hausse substantielle des taux), le spectre d'un très net

⁹—Ce même pourcentage est estimé à 45 % pour les obligations.

¹⁰—Ipecode (Institut de prévisions économiques et financières pour le développement des entreprises). Ces pourcentages sont valables pour 1985 ou 1986 suivant les pays.

2/LA CRISE : CAUSES ET CONSÉQUENCES

ralentissement de l'activité s'atténue largement. Ce que corrobore, *a contrario*, l'observation selon laquelle la baisse de la bourse américaine a été un indicateur avancé du cycle des affaires quand elle est allée de pair avec une politique monétaire restrictive. Ce que pour l'instant les banques centrales, et au premier chef la FED (même si celle-ci a repris depuis le mois de novembre une large part des liquidités qu'elle avait injectées dans l'économie), ont pu éviter.

PERSISTANCE DES GRANDS DÉSÉQUILIBRES ET PROBABILITÉ DE NOUVEAUX CHOCS

Tant que ceci est possible, les conséquences du krach ne peuvent être que limitées. Est-ce à dire que la dynamique de la croissance va rester très forte dans les mois à venir ? Un certain ralentissement du rythme « échevelé » récent est probable, ne serait-ce que par la décélération de la croissance du commerce mondial et l'épuisement inévitable de certains moteurs de la croissance. Mais il pourrait bien être très modeste ; ce qui perpétuerait les déséquilibres actuels ou ne les réduirait que trop lentement, et par là empêcherait la poursuite des politiques présentes.

D'où la question essentielle : jusqu'à quel moment pourra-t-on mener de telles politiques, pourra-t-on être assuré de la permanence des comportements actuels ? Car ce diagnostic à court terme n'augure rien de l'avenir à moyen terme. Celui-ci reste dominé par la persistance de déséquilibres majeurs et partant par une forte probabilité de nouveaux chocs — ou en tout cas de nouvelles déstabilisations — dans un climat de grande volatilité des évolutions nominales.

LES LEÇONS DE 1987

La réduction du déficit commercial américain promet d'être longue, tant qu'il n'y aura pas de baisse en volume de la demande intérieure. Les leçons de 1987 sont claires. La persistance d'un dollar toujours surévalué vis-à-vis des monnaies des NPI, du phénomène récurrent de la courbe en « J » (sous la forme plus sophistiquée de la figure géométrique de l'enveloppe) et la faiblesse du taux de couverture des importations par les exportations (à peine supérieur à 60 %) assurent que même des exportations très dynamiques — c'est après tout ce qui a été observé dès 1987 avec un taux moyen d'environ 12 % en volume¹¹ — ne permettront pas à elles seules une réduction rapide du déséquilibre commercial en valeur.

L'impatience des marchés

Ceci ne veut pas dire que ce déficit ne va pas se réduire quelque peu. C'est même probable, eu égard à l'ampleur des stocks de produits importés accumulés au 4^e trimestre 1987 et, plus fondamentalement, au moindre dynamisme de la demande intérieure américaine. Mais il est peu probable que cette réduction soit suffisante pour rassurer durablement les marchés. Il est à redouter en d'autres termes que, même s'il devait se réduire à 10/12 milliards par mois, l'impatience des marchés finirait par prévaloir.

La persistance de ce déséquilibre scandera donc la vie des marchés. Et il y a fort à parier que ceux-ci seront, à un moment ou à un autre, frappés de déstabilisation avec les effets en « chaîne » observés à l'automne : la crise des marchés obligataires (cf. *Revue d'Économie Financière* n° 3) s'est étendue aux marchés boursiers (avec la disparition de la « prime de risque ») avant de précipiter une crise de change.

¹¹ — Ce taux masque une croissance supérieure à 20 % au 4^e trimestre 1987 par rapport au même trimestre de l'année 1986.

Illustration caricaturale des conséquences d'une volonté de stabiliser les taux de change, sans coordination réelle des politiques économiques. Ce défaut de coopération n'a fait que déplacer le champ de la déstabilisation, du marché des changes aux marchés obligataires, puis aux marchés actions.

La réduction du déficit « jumeau » : longue et difficile

De même la réduction du déficit « jumeau », comme aimait à l'appeler M. Volker, c'est-à-dire du déficit budgétaire, promet d'être longue et difficile et, à court terme (année fiscale 88), pratiquement impossible.

Le compromis laborieusement conclu entre l'Administration américaine et le Congrès, prévoyant une réduction du déficit budgétaire de 30 milliards de dollars environ, ne doit pas faire oublier qu'il a été élaboré sous l'hypothèse d'une croissance économique qui a peu de chances d'être observée. En théorie, il permet de ramener le déficit à 148 milliards de dollars pour l'année fiscale 1988 — soit un niveau inchangé par rapport à 1987 ; en pratique, sachant que tout point de croissance en moins implique une réduction des recettes à hauteur d'une vingtaine de milliards de dollars, il est fort probable que le déficit constaté *in fine* sera plus proche de 160/170 milliards de dollars que de 148.

Cet accroissement du déficit, en partie artificiel dans la mesure où il succède à une réduction aussi inespérée que non récurrente en 1987 (74 milliards de dollars), jouera également dans le sens de la déstabilisation. Même si, récemment, son influence sur les marchés a pu se réduire, il se rappellera à notre souvenir.

Phase récessionniste américaine : une condition nécessaire, mais non pas suffisante

Au total donc, il nous semble que les déséquilibres actuels sont voués à persister, sinon dans leur ampleur présente, du moins dans leur principe. Et ce tant que l'économie américaine n'aura pas connu une phase récessionniste, condition nécessaire mais non suffisante. Car on ne saurait être abusé par la « coopération internationale », dont les « grandes messes » du groupe des sept sont les points d'orgue. Les importations manufacturières japonaises ne représentent après tout que celles des Pays-Bas, pour un PNB près de 12 fois plus important¹² ! Certes, il est de bonne guerre de la part des Américains de tancer leurs partenaires, de leur demander de « prendre le relais »¹³. Mais, quasi mathématiquement, le « salut » ne peut venir de là ; on ne pourra beaucoup plus longtemps se leurrer : la « sortie » de cette situation de déséquilibres passe par une diminution de la demande intérieure américaine, c'est-à-dire une récession même si celle-ci sera modérée par la forte contribution positive de l'extérieur due à la faiblesse du dollar.

167

UN SENTIER ÉTROIT ENTRE UNE « SORTIE IDÉALE » ET UN SCÉNARIO REPOUSSOIR

La crédibilité à moyen terme d'un scénario idéal est faible. Un tel scénario correspond à la réactivation des principes de l'accord du Louvre, c'est-à-dire de la nécessité de mener une véritable politique concertée pour permettre une stabilisation des taux de change. La faillite des précédents accords n'implique pas obligatoirement l'échec d'un nouvel accord, formel ou informel, du même type. Car, dans les circonstances présentes, il n'y a pas d'alternative politique¹⁴ à cette tentative de réduction des déséquilibres de l'économie.

12— Source : Direction de la Prévision.

13— On ne soulignera jamais assez en Europe le rôle de la demande intérieure américaine depuis dix ans.

14— Même si, comme nous venons de le dire ci-dessus, un tel accord est voué à terme à l'échec.

2/LA CRISE : CAUSES ET CONSÉQUENCES

Scénario de rémission : une certaine crédibilité mais une amélioration qui n'est que superficielle

Ce qui s'est passé depuis le début de l'année confirme d'ailleurs ce jugement. La gestion concertée de l'économie mondiale se déroule aujourd'hui dans un cadre qui conjugue :

- des parités du dollar vis-à-vis du yen et du DM sensiblement révisées en baisse par rapport à l'accord du Louvre¹⁵ ;
- une réduction un peu symbolique — mais on ne pourrait aller trop loin dans ce domaine à court terme, sauf à risquer un *overkill* —, du déficit budgétaire ;
- une dégradation très limitée de la confiance des ménages allant de pair avec une stabilisation de la bourse dans une fourchette de 1 800/2 100 pour le Dow Jones ;
- et enfin une absence d'anticipations inflationnistes aux États-Unis.

Ce scénario s'est même vu conforté depuis le début de l'année par une nouvelle baisse des prix du pétrole qui a favorisé une décélération de l'inflation et, partant, une baisse, au moins jusqu'à la fin février, des taux longs.

Scellé par l'accord téléphonique (!) du groupe des sept à la fin décembre et par les interventions importantes des banques centrales début janvier, qui ont permis de stabiliser le dollar, ce scénario a acquis une certaine crédibilité. Nous le considérons néanmoins comme un « scénario de rémission » dans la mesure où il peut donner l'impression aux opérateurs d'une amélioration durable de la situation alors que celle-ci n'est que superficielle. À un moment ou à un autre, pour les raisons évoquées ci-dessus, il devrait se heurter à l'impatience des marchés devant la lenteur de la réduction des déséquilibres.

Scénario récessif aux USA : inéluctable à plus ou moins long terme

Le scénario récessif pour les USA semble inéluctable à plus ou moins long terme. Seules restent inconnues les voies qui y mèneront et son ampleur. Elles pourront emprunter des schémas différents (et correspondre à des explications également différentes), auxquels il est difficile d'accoler une probabilité même si certains paraissent plus plausibles que d'autres.

■ *Premier schéma* : il suppose que la baisse des bourses ne reflète rien d'autre que l'éclatement d'une bulle financière spéculative ; l'effet patrimoine est dans ce cas d'autant plus limité — et faiblement ressenti — que, comme on l'a déjà souligné, la hausse des bourses (et la baisse des taux) a été auparavant importante. Après un ajustement modéré en début 1988, l'appétit des consommateurs repart. La vigueur de l'activité qui en résulte ne laisse pas d'autre choix au FED qu'un relèvement des taux. Compte tenu de l'endettement des ménages, ceci constitue un véritable « coup de grâce ». L'ajustement de la demande intérieure suit.

■ *Deuxième schéma* : il suppose que les marchés désespèrent de la minceur des concessions respectives des différents gouvernements et de la lenteur subséquente dans la réduction des déséquilibres. Ceci passerait par un effondrement de la confiance des consommateurs, à la source d'une nouvelle baisse des valeurs. Car, sans jouer les prophètes de malheur, on doit considérer que le niveau actuel de Wall Street n'a rien d'un plancher dans l'hypothèse d'une récession. C'est ce que confirment :

— l'analyse par PER. Sur la base des ratios observés en août, un PER de 10 implique, à profits inchangés¹⁶, un niveau de 1 250 pour le Dow-Jones. Ce qui,

15— Ceci correspond au fait que les États-Unis ont réussi à imposer au Japon et à la RFA le fait accompli de la réévaluation de leur monnaie respective.

16— Ce qui est exagérément optimiste — pour ne pas dire irréaliste — dans l'hypothèse d'une récession.

il n'y a pas si longtemps, aurait été considéré comme satisfaisant ; après tout, ce fut le ratio moyen observé entre 1975 et 1980, dans un contexte très différent il est vrai, car inflationniste ;

— la prise en compte des placements alternatifs, c'est-à-dire en premier lieu les obligations. Toujours sur la base d'un PER de 10, on est conduit à imaginer des taux longs de 7-8 % compte tenu d'un facteur de risque beaucoup plus limité. Exprimé autrement, le maintien de la bourse aux environs de 1 800-2 100, avec les anticipations sur les profits et les gains en capital possibles, est « compatible » avec des taux longs américains en-dessous de 6 % ; ceci semble peu plausible, du moins tant que le dollar n'est pas stabilisé à un cours sensiblement plus bas ;

— enfin, la prise en compte du comportement des investisseurs étrangers. Celle-ci conduit à conclure que, sans anticipation de gains en capital et avec les perspectives de baisse associées au dollar, ceux-ci attendent un PER faible (plus faible que si l'on ne considère que les investisseurs domestiques).

Dans ce type de scénario, l'effondrement de la bourse enclencherait un mécanisme cumulatif de facteurs récessifs ; les effets d'enchaînement, éventuellement aggravés par un relèvement des impôts mal à propos¹⁷, pourraient être désastreux, allant jusqu'à ramener le taux d'épargne à 7 % du revenu disponible — son niveau moyen de la période 1976-1981 —, dans un scénario noir. Bien sûr, le spectre des possibles est alors très large, entre une récession modérée et une très sévère. Mais l'ajustement serait inévitablement coûteux : nous avons abouti dans certains travaux à des évaluations de baisse de la consommation des ménages de l'ordre de 2,5 % en volume.

■ *Troisième schéma* : peu probable selon nous, il suppose que le souci d'éviter la récession en 1988 conduite à une injection continue de liquidités, qui conduirait plus ou moins rapidement à une résurgence marquée de l'inflation et à une crise de défiance généralisée vis-à-vis du dollar. Cette fuite en avant ne serait donc pas durable (où l'on retrouve le fait que la politique monétaire ne pourra être toujours accommodante) ; elle conduirait à une nécessaire augmentation des taux américains afin de persuader les investisseurs privés de financer un déficit toujours considérable. La croissance « stagflationniste » sombrerait inéluctablement dans une récession.

Si ce scénario est peu probable car il sous-estime la volonté de M. Greenspan de s'opposer à l'inflation, sa caractéristique essentielle — une crise de défiance vis-à-vis du dollar — pourrait fort bien être observée dans d'autres circonstances : la persistance de médiocres résultats du commerce extérieur américain au second semestre pourrait en être le facteur déclenchant.

Récession américaine et répercussions mondiales

L'ampleur, comme on vient de le suggérer, est encore plus incertaine : l'absence d'hypothèses fiables sur les comportements futurs des agents et les politiques économiques qui seront adoptées rend illusoire toute quantification. On peut seulement avancer que la diminution de la demande intérieure sera, pour partie, contrebalancée par la contribution de l'extérieur à la croissance qui sera (très) positive grâce à l'avantage de compétitivité-prix des exportations américaines¹⁸.

Cette récession américaine, sur fond de faiblesse du dollar, ne manquera pas d'affecter l'ensemble de l'économie mondiale. Elle n'impliquerait pas inéluctablement, comme on le dit trop souvent, une récession sur le Vieux Continent¹⁹ ; mais dans

17— Une décision tardive de relèvement des impôts pourrait même conduire, comme on l'a rappelé ci-dessus, à un « overkill ».

18— Même si, comme c'est probable, le dollar remonte assez rapidement dans de telles circonstances.

19— Beaucoup dépendrait aussi de son ampleur !

2/LA CRISE : CAUSES ET CONSÉQUENCES

la configuration mondiale présente des taux de change, très défavorable à l'Europe, elle entraînerait un freinage suffisamment important pour obliger à des modifications concertées de politique économique au sein de la CEE : du moins doit-on l'espérer !

UN EFFET PARADOXAL — CAR INSUFFISANT — SUR LA SPHÈRE RÉELLE...

Les remarques qui précèdent sont d'autant plus risquées qu'elles pourraient « dater » au moment de leur parution. Mais il semble néanmoins possible de tirer d'ores et déjà quelques conclusions de cet effondrement.

Ses conséquences à court terme (six à neuf mois) sur l'économie réelle seront limitées : il ne pouvait qu'en être ainsi à partir du moment où ce krach est un événement isolé. Ses conséquences à moyen terme pourraient être, toutes choses étant égales par ailleurs, plutôt positives. En freinant la consommation des ménages américains, plus que celle des autres pays, — sans précipiter de récession, car il succède à une envolée spectaculaire les deux ou trois années précédentes —, il devrait contribuer à accélérer la réduction des déséquilibres mondiaux (dette des PVD exclue) et, partant, à permettre une plus grande stabilité du semblant d'ordre mondial qui subsiste.

De nouvelles déstabilisations mordront sur l'économie réelle

Ce n'est pourtant pas ce scénario que nous avons retenu comme le plus probable. Car, vues d'aujourd'hui, les conséquences du krach sont trop limitées pour permettre cette réduction en bon ordre (le *soft landing*) de l'économie mondiale. Le paradoxe n'est qu'apparent ! Les déséquilibres mondiaux pré-existaient à la crise boursière qui n'a fait que les extérioriser dans son domaine. Or ces déséquilibres persistent ; sauf à imaginer que les autorités politiques des grands pays mettent à profit ce « coup de semonce » pour décider d'une véritable gestion concertée de l'économie mondiale — ce qui nous semble relever de l'utopie —, ceci conduit à conclure à l'inévitabilité de nouvelles déstabilisations qui, cette fois, « mordront » sur l'économie réelle.

...MAIS UN EFFET RÉEL SUR LA SPHÈRE FINANCIÈRE !

Intervenu au beau milieu d'une véritable « révolution financière », le krach tend à avoir des implications plus immédiates dans la sphère financière. L'analyse en ce domaine mériterait une réflexion autonome ; tout au plus peut-on ici s'aventurer à avancer quelques observations et (plus encore) à poser quelques questions.

Très schématiquement, les nouveaux axes de développement du système financier international ont pour noms (barbares !) « globalisation » et « titrisation »²⁰. Le krach boursier est probablement susceptible de freiner l'époustouflante dynamique passée. L'idée de la « globalisation », si séduisante dans le discours de certaines grandes institutions, a incontestablement souffert du repli, parfois très net, des investisseurs sur leurs espaces financiers domestiques ; le mouvement de « sécuritisation » pourrait s'infléchir dans le sens d'un certain rééquilibrage des actifs entre marchés et intermédiaires financiers, que corrobore déjà par exemple la « mise en sommeil » des émissions d'actions.

Une inflexion qui accélèrera la restructuration du système bancaire international

Vu d'aujourd'hui, il s'agit bien d'inflexion, non d'abandon. Le bouleversement de la sphère financière pourrait connaître un reflux ; on ne reviendra pas en arrière sur l'essentiel. Ne serait-ce que parce que :

²⁰ — Sur fond de déréglementation bien entendu.

— les nouvelles technologies (télécommunications et équipements de traitement de données) ont définitivement modifié les conditions d'activité, et même la gamme des services offerts;

— les comportements financiers des agents ont été durablement modifiés²¹;

— l'approfondissement du mouvement d'internationalisation des activités de service semble une donnée pour le futur.

Il n'en reste pas moins que cette inflexion ne pourra manquer d'accélérer la restructuration du système bancaire international. Le krach a mis en évidence, si besoin était, ce qu'on peut appeler une « surcapacité d'intermédiation financière ». Conséquence du redéploiement des banques de dépôt, confrontées au laminage de leurs avantages comparatifs dans l'activité d'intermédiation bancaire classique (d'où la désintermédiation), et de la montée en régime de banques d'investissement, soucieuses de participer à la « globalisation » des marchés et/ou à l'explosion des innovations financières, cette surcapacité se manifestait auparavant dans les prix (avec des niveaux de commissions incompatibles avec la réalité du risque pris) et dans la floraison d'innovations sans lendemain ou dangereuses, comme le prouve dans ce dernier cas l'évanouissement brutal de la liquidité du marché secondaire des *Floating rate notes* (FRN) perpétuelles.

Un début de rationalisation de la profession

Les réactions des banques sur les places de New York et de Londres le montrent déjà. L'ajustement des effectifs, le retrait de certaines activités où le nombre des acteurs est encore trop important pour permettre à chacun de s'assurer un profit (le marché britannique des *gilts*, celui des *euro-bonds*, etc.), la révision spectaculaire à la baisse des prix d'achat des *brokers*/agents de change, la prise de conscience du coût possible des activités de *market-making* ou du risque des « prises fermes » (exemple de la privatisation de BP), tous ces facteurs illustrent bien le début de rationalisation à venir dans la profession. Le gonflement d'une bulle financière avait là toutes ses manifestations, poussées parfois à la caricature. L'ajustement inévitable ressort de l'analyse classique de l'économie industrielle. □

Achévé de rédiger le 18 mars 1988.

171

²¹—Et le coût en a été acquitté.