

CONJONCTURE ÉTRANGÈRE

À New York : le temps des incertitudes

Scott PARDEE

La croissance devrait se maintenir dans l'économie américaine pendant les derniers mois de 1988 et au début de 1989. Les consommateurs restent prudents, mais le net accroissement de l'emploi par rapport à l'an dernier a injecté un pouvoir d'achat supplémentaire dans beaucoup de ménages. Il est donc probable que les dépenses de consommation continueront à progresser et que la prudence des consommateurs se manifesterait surtout par une résistance aux prix élevés ou en hausse.

Les dépenses des entreprises augmentent également. Certains secteurs se sont retrouvés avec des stocks excédentaires, comme dans l'automobile ; mais, le plus souvent, ceux-ci sont assez bien contenus. Jusqu'à maintenant, il ne semble pas y avoir de constitution de stocks par anticipation d'une hausse des prix. Ainsi, ni les consommateurs ni les entreprises n'agissent comme s'ils s'attendaient à une forte poussée de l'inflation.

Les investissements fixes des entreprises reprennent, notamment dans les secteurs qui travaillent presque à pleine capacité, comme dans le papier, les produits chimiques et peut-être même l'acier. Mais il n'est guère probable que les dépenses en capital augmenteront de façon explosive, parce que les sociétés sont incertaines sur les perspectives de la demande de leurs produits et ne veulent pas démarrer de nouveaux projets importants à long terme, qui pourraient entrer en service à une époque moins favorable. Les sociétés procèdent plutôt, dans l'ensemble, à de nouveaux investissements fixes destinés à améliorer les installations existantes.

Actuellement, aucun secteur n'est entré dans une phase de déclin marquée : la « ceinture de la rouille » des États du Nord profite d'un regain de la demande de produits industriels lourds ; l'« enclos pétrolier » des États du Sud et de l'Ouest souffre encore de la baisse des prix pétroliers de ces dernières années, mais n'enregistre plus de réduction de son revenu, et la « ceinture agricole » des États du Centre, qui avait également connu une récession, commence à voir son revenu reprendre le chemin de la hausse, en raison d'une poussée des exportations de produits alimentaires et de la générosité des programmes fédéraux de subventions à l'agriculture.

Élections et déficit budgétaire

La politique budgétaire reste un facteur de stimulation de l'économie, mais le déficit est encore très important. Comme 1988 est une année d'élection présidentielle, personne ne s'attend à un effort sérieux de réduction du déficit dans les sessions du Congrès de cette année. A vrai dire, il y a même le risque que l'administration Reagan dépense plus d'argent dans des projets avantageux pour les districts électoraux sensibles d'ici l'élection de novembre, de façon à y améliorer les chances de victoire des candidats du Parti Républicain. De nouveaux efforts sérieux pour réduire le déficit n'apparaîtront pas avant l'entrée en fonction du nouveau président et du Congrès renouvelé, en janvier 1989.

Enfin, le commerce extérieur s'améliore et continue à stimuler l'économie nationale. De nombreux secteurs américains orientés vers les exportations voient se remplir d'importants carnets de commandes, et même les secteurs qui n'exportent pas beaucoup, comme les textiles et l'habillement, reçoivent des commandes de clients nationaux qui se détournent des importations au profit des produits nationaux. La dépréciation du dollar est évidemment l'une des grandes causes de cette évolution, même si, dans de nombreux secteurs, les firmes ont déployé beaucoup d'énergie pour améliorer leur compétitivité.

Croissance et capacité de production

Ainsi, globalement, les quatre grandes composantes du PNB — consommation, investissement, dépenses publiques et commerce extérieur — contribuent toutes à la croissance. Selon moi, le PNB devrait croître de quelque 2,5 % pendant la première moitié de 1988 et de 3 % ou plus, pendant le deuxième semestre, avec un taux de croissance proche de 3 % sur l'ensemble de l'année. Il est probable que l'inflation restera relativement modérée, avec un taux annuel de 3 à 4 %.

Le principal risque associé à cette prévision relativement optimiste tient à ce que les pressions de la demande soient si fortes que de nombreux secteurs atteignent la limite de leur capacité de production et que des pénuries de main-d'œuvre apparaissent. Cela aurait pour résultat de renforcer l'inflation des prix et des salaires, bien que le PNB

293

CONJONCTURE ÉTRANGÈRE

puisse ne pas croître beaucoup plus vite. Une demande excédentaire aux États-Unis entraînerait aussi une forte reprise des importations, qui stopperait ou même renverserait les progrès accomplis sur la voie d'une réduction du déficit commercial américain. Tout signe de surchauffe de l'économie américaine aurait des effets très perturbateurs sur les marchés financiers.

L'an passé, le marché américain des actions, celui des obligations et des marchés des changes ont été étroitement interconnectés. Les événements qui sont intervenus sur ces marchés ont eu à leur tour des conséquences sur les marchés financiers nationaux d'autres pays, y compris en France. En règle générale, un dollar fort est favorable simultanément aux marchés américains des actions et des obligations. Les acteurs du marché s'attendent à ce que les investisseurs étrangers reprennent confiance, achètent des dollars et injectent ainsi des fonds sur les marchés des changes et sur les marchés financiers américains.

Un puissant raffermissement du marché des obligations

Un dollar faible est néfaste pour les marchés américains des actions et des obligations, dans la perspective d'un tarissement des entrées de fonds. A vrai dire, une faiblesse extrême du dollar pourrait entraîner des sorties de capitaux sur les marchés financiers américains. Dans la pratique, les rapports entre marchés financiers changent souvent. Le 19 octobre 1987, la crise du marché boursier avait succédé à une baisse du dollar et à une chute des cours sur le marché américain des obligations, mais la crise du marché boursier a été suivie immédiatement par un puissant raffermissement du marché des obligations, dû à ce que le marché considérait désormais une récession comme possible.

La Réserve fédérale, sous l'égide de son président, Alan Greenspan, a manœuvré avec prudence afin de maintenir la croissance de l'économie sans aggraver les pressions inflationnistes. Elle a légèrement réduit les taux du marché monétaire au début de 1988, quand les tout derniers indices économiques suggéraient un certain ralentissement de la croissance. Elle les a légèrement relevés au début du mois d'avril, quand les indices économiques signalaient une accélération de la croissance. Pour ma part, je prévois une nouvelle hausse modérée des taux d'intérêt dans les prochains mois, à mesure que l'économie poursuivra son expansion. La Réserve fédérale s'efforce de conserver un profil bas pendant la durée de la campagne électorale et il n'est guère probable qu'elle modifie le taux d'escompte officiel, sauf si ce changement est nécessaire pour soutenir le dollar.

Maintenir la stabilité du dollar

Le cours du dollar s'est maintenu dans une plage assez étroite depuis le début de 1988, grâce à une

forte intervention du Groupe des Sept banques centrales, qui ont coopéré conformément aux dispositions de l'Accord du Louvre de février 1987 et de ses révisions ultérieures.

Dans l'immédiat, la politique du gouvernement américain vise dans la réalité à maintenir la stabilité du dollar. Cette politique se fonde sur les données de la vie politique, sur la situation économique et sur les relations internationales.

- La vie politique : 1988 est une année d'élection et les dirigeants républicains ne souhaitent être confrontés à aucun problème sur aucun marché — changes, actions ou obligations — qui pourrait entraîner une crise de confiance dans l'économie américaine. Une chute du dollar pourrait déclencher une baisse sur les marchés des actions et des obligations.

- La situation économique : la balance commerciale américaine commence tout juste à s'améliorer à la suite de la dépréciation antérieure du dollar, et une nouvelle dépréciation donnerait naissance à une nouvelle courbe en « J », qui élargirait à nouveau le déficit commercial.

- Les relations internationales : le Groupe des Sept est parvenu à un large accord sur de nombreuses questions importantes de politique économique, à côté de la stabilisation des taux de change, et si les États-Unis laissaient soudain le dollar chuter, cela ressemblerait à une remise en cause de ce large accord.

Les accords du Groupe des Sept ne prévoient pas de plage fixe pour les taux de change, et la perspective à long terme du dollar repose largement sur les résultats du commerce extérieur américain. J'ai un tempérament optimiste, et je prévois une hausse du dollar de 5 à 10 % pendant l'année 1988, assise sur de nouvelles améliorations probables de la balance commerciale américaine. Néanmoins, un grand nombre d'analystes pensent que le déficit commercial ne s'atténuera pas beaucoup plus et prévoient de nouvelles pressions à la baisse sur le dollar. C'est cette forme d'incertitude qui a conduit les dirigeants d'entreprises à différer un engagement massif dans la construction de nouvelles usines et les gestionnaires du portefeuille à conserver des positions liquides dans le monde entier.

Achevé de rédiger le 11 avril 1988

A Tokyo: Le krach? Connais pas!

Koichi INAMURA

Pendant les trois derniers mois, la situation au Japon a évolué à peu près comme prévu. Le développement a même été meilleur qu'on ne l'avait pensé. La base de ces tendances favorables est, bien entendu, la stabilité des relations entre le dollar et le yen, ainsi que j'en avais exprimé le souhait à la fin de mon dernier rapport.

Le dollar, qui a été au niveau de 127-128 yens à la mi-janvier, s'est montré presque stable jusqu'à la fin du mois de mars, excepté pendant une semaine à la mi-février, durant laquelle le dollar s'est affermi au niveau de 130 yens. Vers la fin du mois de mars, une spéculation d'origine dite « new-yorkaise », résultant de l'attitude des investisseurs institutionnels japonais (les compagnies d'assurance) qui auraient voulu alléger leur position en dollars au tournant de l'exercice nouveau (l'exercice allant d'avril à mars), a donné lieu à un affaiblissement du dollar (au niveau de 125 yens). Le cours a dépassé le seuil de 125 yens qui a été considéré comme plancher pour le dollar.

En ce début du mois d'avril, le niveau de 125 yens semble être considéré comme une ligne assez résistante par les marchés, étant donné que les autorités monétaires se mettront d'accord, à l'occasion de leur prochaine réunion prévue à la mi-avril, pour confirmer l'accord du G7 intervenu le 23 décembre 1987. Quoi qu'il en soit, si la fermeté du yen au-dessus du niveau actuel continue, le comportement des entrepreneurs en sera affecté sans aucun doute. Mais il semble que beaucoup d'entre eux ont maintenant réussi à faire face à un niveau plus élevé du yen.

Un progrès continu du PNB

Le résultat de la croissance économique du dernier trimestre 1987 (octobre-décembre) a été publié à la mi-mars. Il a montré un progrès continu du PNB en terme réel. La croissance de 1,7 % par rapport au trimestre précédent (après ajustement saisonnier) a été réalisée en poursuivant la même voie de croissance de 2 % enregistrée au trimestre précédent (juillet-septembre). Cela veut dire qu'il n'y a eu aucun effet défavorable du « lundi noir » sur les activités japonaises de la sphère réelle.

Notamment, on peut constater que la demande intérieure est devenue une force motivante de la croissance et la demande extérieure, plutôt un facteur négatif (voir tableau).

Par ailleurs la croissance du PNB en 1987 en terme réel (4,2 %) a été supérieure à celle en terme nominal (4,1 %), le « deflator » du PNB ayant été négatif pour la première fois depuis 1958. Ce phénomène assez rare a montré que les avantages de la hausse du yen sont maintenant perceptibles au niveau de l'économie japonaise toute entière; la baisse du prix des produits importés s'est répercutée sur le prix des biens d'équipements et sur le prix de la consommation en général. Au début de l'année 1988, les entrepreneurs avaient une image favorable de l'état actuel de la conjoncture ainsi que des prévisions pour le proche

avenir. Selon le sondage récent qui a été effectué par la Banque du Japon, au cours du mois de février, les chiffres d'affaires et les bénéfices des entreprises manufacturées ont été révisés à la hausse, en tenant compte de la demande intérieure plus forte et de l'amélioration

de la rentabilité qui s'ensuit. L'observation de la conjoncture a montré aussi une amélioration plus rapide que celle notée au moment des deux derniers sondages (aux mois d'août et de novembre) où la reprise avait déjà été constatée. Pour les entreprises non manufacturées, et notamment celles liées à la consommation des ménages, au logement ainsi qu'aux investissements publics, les chiffres d'affaires, les bénéfices, de même que l'observation de la conjoncture ont été excellents. La production industrielle et minière a continué de croître en début d'année. L'augmentation par rapport au mois précédent, après ajustement saisonnier, représente 2,0 % en décembre 1987; 0,6 % en janvier 1988 et 2,3 % en février¹. Enfin, le niveau de la production au mois de février a été de 12,5 % supérieur à celui de février 1987.

1. — En ce qui concerne l'indice de la production industrielle et minière, l'année de base a été révisée au mois de février 1988 (l'année de base est désormais 1985 au lieu de 1980). Suite à cette révision, les taux de croissance tant mensuels qu'annuels, cités dans mes rapports précédents, ne correspondent pas exactement aux nouveaux indices.

DEMANDE INTÉRIEURE ET EXTÉRIEURE
PAR RAPPORT À LA CROISSANCE

	JAN./ MAR.	AVR./ JUN.	JUIL./ SEPT.	OCT./ DEC.	JAN./ DEC.	JAN./ DEC.
			1987			1986
CROISSANCE PNB (%) terme réel	+1,3	0,0	+2,0	+1,7	+4,2	+2,4
dont DEMANDE INTÉRIEURE	+0,8	+1,2	+1,8	+2,4	+5,0	+3,8
DEMANDE EXTÉRIEURE	+0,5	-1,2	+0,2	-0,7	-0,7	-1,4

(Vis-à-vis de la période précédente, après ajustement saisonnier.)

CONJONCTURE ÉTRANGÈRE

Sur la base de ces évolutions constatées dans la sphère réelle, et décrites ci-dessus, il est naturel que le marché des actions ait eu tendance à monter avec une fermeté remarquable. À la clôture de la séance du 7 avril, l'indice Nikkei des actions a atteint 26.769,88 yens, dépassant le plus haut niveau de la Bourse de Tokyo qui avait été atteint le 14 octobre, juste avant le « lundi noir », c'est-à-dire 26.646,43 yens, recouvrant ainsi son niveau moins de six mois après la grande chute.

On ne sait pas encore si cette hausse va se poursuivre ou si elle n'est qu'un phénomène temporaire. Mais l'impression générale ici à Tokyo est que, compte tenu de la bonne performance des « fondamentales » de l'économie japonaise,

on peut espérer pour le moment qu'elle continuera. L'abondance de liquidités au sein des entreprises et l'abolition du système d'exemption de taxes sur les comptes d'épargne (à partir du 1^{er} avril) seront aussi des facteurs qui contribueront à soutenir le cours des actions à la Bourse. À moins d'une chute importante du dollar ou d'un deuxième « lundi noir » à New York, on peut parier plutôt sur une hausse.

Néanmoins, il ne faut pas perdre de vue qu'une augmentation trop rapide aura une conséquence négative, « doucement et calmement » étant le mot d'ordre important du marché des actions, pour le moment.

Achévé de rédiger le 10 avril 1988

À Francfort : Krach ! Quel krach ?

Hans-Helmut KOTZ

« L'histoire est un bon pédagogue, mais parfois les élèves manquent d'attention ». George J. Stigler

L'effondrement des cours boursiers intervenu le 19 octobre 1987 a impressionné les experts et les observateurs. L'idée de krach, qui avait été refoulée avec succès, réapparaissait de façon vengeresse. Sans précédent dans l'histoire récente, le dénouement des événements suscitait des métaphores pleines d'émphase. Spontanément, un consensus se dégageait concernant la perception de l'effondrement du marché comme une fusion du noyau dur. Cela laissait apparemment présager de graves conséquences. Dans le même temps, la situation suscitait des commentaires rassurants, évoquant la bonne santé fondamentale de la structure économique. Ces déclarations publiques, manifestement destinées à remonter le moral, avaient un goût de resucé : une sorte de réédiction des appels à la confiance de 1929. Quoi qu'il en soit, il était et il reste parfaitement compréhensible, comme l'a écrit William Sharpe, que « le cours d'un titre sur le marché libre reflète une forme de consensus »¹.

Un bienfait déguisé ?

Six mois plus tard, l'autosatisfaction a refait surface. On ne détecte aucune retombée vraiment significative. Avec la sagesse que donne le recul, le calme est à l'ordre du jour. « La tentation est, comme l'a écrit *Business Week* (18 avril 1988, page 35), d'estomper les souvenirs et de célébrer la survie. » Et le *Nouvel Observateur* (22-28 avril, page 7) d'emboîter le pas : « Drôle de krach, vraiment. S'est-il vraiment passé quelque chose le 19 octobre 1987 ? » Les prévisions formulées

immédiatement après le krach, d'une tonalité excessivement pessimiste, sont tacitement abandonnées². La baisse du marché est réinterprétée comme un bienfait déguisé. Et, au plan de la politique économique, d'autres préoccupations prennent le dessus. L'idée qu'on s'en sortira d'une façon ou d'une autre a de nouveau libre cours.

Certes, ce tableau brossé à grands traits supprime toute subtilité. Mais c'est une mise en scène commode. Le décor est organisé autour d'un raisonnement conventionnel en termes de causes, de conséquences et de thérapies — mais hélas, de façon détournée, en s'appuyant sur les perceptions des acteurs. Le Lundi sanglant a inscrit son nom dans le village mondial. Cependant, nous nous concentrerons ici sur notre entourage ouest-allemand. Les feux de la rampe seront braqués dès le départ sur des faits locaux qui, évidemment, ne dévoilent jamais leurs propres secrets. Ce qui suit résume les rationalisations dominantes des événements. Comme les explications structurent les réponses, le dernier acte décrit les conséquences. Il semble fort probable que la même politique prévaudra et que, par voie de conséquence, nous pourrions bien assister à une répétition des faits.

En toile de fond, les faits

Le cours des actions, soutient-on, est évalué d'après leur rendement anticipé. Apparemment, dès le début de 1987, la boule de cristal révélait

1 — William Sharpe (1985). — *Investments*, New York, Prentice-Hall, page 64.

2 — Le *Nouvel Observateur* remarquait non sans malice (*ibid.*, page 8) : « Au lendemain du krach, les analyses les plus noires se mirent à circuler. Gourous et cassandres furent d'autant plus alarmistes qu'ils avaient complètement raté le premier séisme. »

de sombres perspectives pour le flux futur de dividendes. Une description économe de la trajectoire suivie pendant l'année permettait d'affirmer que les cours avaient atteint leur sommet le lundi 6 janvier et leur plancher le dernier jour de transaction, après avoir perdu quelque 35 %. A vrai dire, c'est de cette façon que l'Office fédéral de statistique condense les fluctuations de son indice. Si l'on adopte le point de vue des acteurs sur le marché, la pièce s'est déroulée comme suit (voir figure page 298) : pendant le premier trimestre, la bourse a fortement baissé, ce qui reflétait les effets, difficiles à maîtriser, de la chute du dollar sur les valeurs sûres ouest-allemandes orientées vers les exportations. L'accord du Louvre procura un certain soulagement et les cours se raffermirent jusqu'à la mi-avril. Jusqu'en juin, l'indice fluctua, au gré de l'instabilité des marchés des changes. Puis les cours des actions remontèrent jusqu'au 17 août, manquant d'un demi-point en pourcentage le sommet qui avait été atteint le 6 janvier. Une phase de correction et de prise de bénéfice suivit, et l'indice revint à un niveau inférieur de quelque 6,5 % le 16 octobre. Vinrent alors les lundi 19 et mardi 20 octobre, pendant lesquels les cours des actions perdirent 11 %. Les écarts de cours journaliers et le volume des transactions augmentèrent de façon spectaculaire : le 21 octobre, l'indice reprit 5,2 %. Et les 28 et 29 octobre, le marché recula à nouveau de près de 10 %. Les pires résultats furent enregistrés les 9 et 10 novembre. Les cours baissèrent respectivement de 5,9 et 6,5 %. A la fin de l'année, les actions existantes avaient perdu 35 % de leur valeur. Si les transactions se situent à l'intérieur d'une nouvelle plage, les cours sont restés très fluctuants par rapport au passé, autour d'un niveau modéré. La confiance en avait pris un coup et elle reste émuée.

Les pièges des rationalisations

Au lendemain du choc, comme au lendemain d'un décès, on fit le tour des habituels suspects : les déficits budgétaires américains, la dépréciation du dollar, et toutes les nouvelles techniques à la mode, telles que les transactions programmées. Mais les suspects durent vite être relâchés, faute de preuves : le déficit budgétaire américain avait accompagné dès le départ la hausse du marché et, incidemment, il avait diminué en 1987. Le dollar était orienté à la baisse depuis le printemps 1985. Et on ne trouvait pas de diplômés de gestion jouant avec la formule des « Black Scholes » que l'on pourrait montrer du doigt. Quoiqu'il en soit, la recherche de boucs émissaires procura à elle seule quelque soulagement.

Rapidement, un diagnostic officiel autorisé vit le jour. D'après lui, aucune cause réelle ou fondamentale n'était à l'origine de l'effondrement³. La baisse rapide des cours avait été plutôt provoquée par des exagérations et par des transactions spéculatives excessives. Certes, ceci relevait

d'une prétention de savoir qui ne cadrerait pas très bien avec une autre position qui prédominait : les marchés sont ceux qui savent le mieux. On fut en réalité tout près d'endosser l'opinion de Robert Shiller selon laquelle le niveau des cours des actions est vulnérable aux sautes d'humeur, aux vagues d'optimisme et de pessimisme⁴. Alors que Shiller, du moins jusqu'à une période très récente, était loin de représenter l'opinion qui prédominait parmi ses pairs, son point de vue est (et a été) bien accueilli par les vulgaires praticiens du marché. Pour des courtiers avertis, il n'y a rien de neuf dans l'idée que les cours offrent des écarts trop importants pour qu'ils soient justifiés par des changements dans les perspectives fondamentales. Mais comme les résultats de Shiller ne réduisent en rien l'imprévisibilité, les praticiens n'éprouvent évidemment pour son point de vue qu'un intérêt limité.

Shiller a dévoilé de façon convaincante les points faibles du raisonnement qui s'appuie sur l'efficience⁵ fondamentale. Certes, la bataille économique continue à faire rage. De toute façon, c'est, entre autres, un point crucial pour la privatisation. Il appelle à la prudence face aux idées reçues : « *La question essentielle consiste, comme Benjamin Friedman l'a fait remarquer à propos de l'article de Shiller (ibid., page 506), à savoir si les signaux et les incitations offerts par les cours qui s'établissent sur les marchés des titres opèrent de la meilleure façon possible pour affecter les ressources rares des économies.* » Fischer Black⁶ a proposé une solution qui ressemble fort à un raisonnement du docteur Pangloss de Voltaire : « *Nous pourrions définir un marché efficient comme un marché où le prix se situe à l'intérieur d'une plage dont l'étendue serait double de sa valeur... Selon cette définition, presque tous les marchés sont efficaces la plupart du temps.* » Nous laisserons de côté ces spéculations philosophiques. Mais les explications avancées concernent la politique future. Les idées reçues pourraient alors bien faire long feu.

Du point de vue des actions curatives, l'explication par les bulles spéculatives est sans valeur. Après

3 — Incidemment, la commission Brady fit sienne l'opinion selon laquelle « il faudrait moins mettre l'accent sur les explications reposant sur les "facteurs fondamentaux". » (Study II: Historical Perspectives, page 1, dans Report of the presidential task force on market mechanisms, Washington DC janvier 1988.)

4 — Cf. par exemple, Shiller R.J. (1984). — Stock prices and social dynamics, dans Brookings papers on economic activity, — 2./1984, page 457; pour un exposé récent, voir Pollin J.P. (1987). — L'efficience des marchés financiers : quelques perspectives récentes. — Revue d'Economie Financière n°1, 1987, p. 108.

5 — Sur ce point, la présentation la plus claire est celle de Tobin James (1984). — On the efficiency of the financial system, dans Tobin, Policies for prosperity. — Brighton, Wheatsheaf, 1987, page 282; voir aussi Jüttner D.J. (1987). — Speculation-immer segensreich ? — dans Jahrbuch für nationalökonomie und statistik. — Vol. 203/1, p. 1.

6 — Cité dans Scherer F.M. (1988), Corporate takeovers. — The efficiency arguments, Journal of Economic Perspectives, vol. 2, n°2, page 72.

CONJONCTURE ÉTRANGÈRE

tout, cette notion symbolise un détachement par rapport à tout ce qui pourrait ressembler de près ou de loin à des facteurs fondamentaux. Par conséquent, il serait impossible de déduire de l'effondrement de la bulle la moindre leçon. Travailler sur les déséquilibres réels est, évidemment, une bonne chose : les distorsions de la structure économique contribuent probablement aux surréactions. Mais la maîtrise des humeurs passagères semble hors de portée de la politique économique.

À ce stade, le recours à des arguments empiriques présente quelque attrait. Hélas, notre vue cursive ne débouche pas sur des résultats concluants (auxquels on aurait pu s'attendre logiquement). Concernant les facteurs fondamentaux⁷, une étude économétrique de la variation du cours des actions comme des dividendes et du taux de rendement des obligations d'État (données mensuelles de janv. 1985 à déc. 1987) a abouti à des résultats qui laissent perplexes. Alors que le coefficient de la variable constituée par le taux d'intérêt n'a pas été significatif, le coefficient de régression associé aux dividendes n'avait pas le bon signe : un accroissement des dividendes de 1 % aurait pour résultat une réduction des cours d'environ 2/3 de point en pourcentage. Cela pourrait refléter correctement la réserve structurelle des investisseurs allemands face aux

actions⁸. (Les Allemands semblent tenir le plus grand compte de la parole pleine de sagesse de Mme Birotteau, qui disait à son aventureux César — selon les termes de Balzac — de s'en tenir aux valeurs à revenu fixe. Mais même un regard occasionnel sur les rendements des actions et des obligations montre que cette attitude est fondée.)

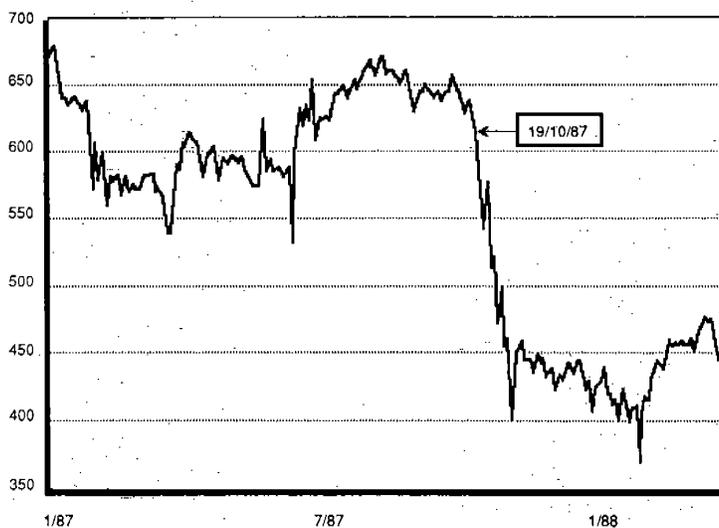
Les résultats du marché des obligations ne donnent pas plus d'indices. Si les rendements des valeurs américaines à revenu fixe semblaient à coup sûr trop beaux pour être négligés, le taux de rentabilité des actions ouest-allemandes se situait à deux points au-dessus du rendement des obligations d'État. Alors que le rapport entre les rendements des actions et des obligations a augmenté (voir figure page 299) avant le krach, le sommet atteint le 19 octobre est resté bien en dessous du rapport moyen qui prévalait en 1985-1986.

Enfin, considérons l'évolution chronologique : dans les deux mois qui ont précédé l'effondrement, le nombre de variations dans les cours quotidiens a été parfaitement compatible avec un processus aléatoire, dépourvu de toute configuration systématique. Le bilan semble donc être que le krach ouest-allemand a été causé par un événement exogène. Francfort a baissé par mimétisme avec Wall Street. L'ouverture du marché ouest-alle-

298

DONNEES SUR LE COURS DES ACTIONS (1/87 - 3/88)

Source : Indices de la "Frankfurter Allgemeine Zeitung, données quotidiennes.



mand, qui s'exprime par la part des actions existantes détenues par les investisseurs internationaux (quelque 8%) et par leur part dans le volume des transactions (environ 2/5), rend assez plausible cet argument. Le voilà, le bouc émissaire qui a agi jusqu'à maintenant dans les coulisses. Il se pourrait que les systèmes très efficaces de règlement aient été également propices au développement de l'esprit de clocher de ces investisseurs étrangers dont le comportement fluctuait.

Les retombées après la bouffée de chaleur ?

A l'évidence, certaines personnes se sont brûlées les doigts. Mais quelles ont été les répercussions réelles? Le calme imperturbable de certains commentaires autorisés formulés immédiatement après le krach a sans conteste tenu à la connaissance du fait que les actions n'avaient pratiquement aucune portée fonctionnelle. Leur poids dans le portefeuille des investisseurs privés est presque aussi négligeable que la part prise par les nouvelles émissions d'actions dans le financement des dépenses réelles en capital.

Les ménages ouest-allemands investissent tout juste 6% de leurs ressources financières en actions, et neuf familles sur dix ne possèdent aucune action. Si on le compare à la richesse nette du secteur des ménages, le krach a entraîné une

perte de richesse d'à peine 2%. En tenant compte d'autres facteurs de prudence, nous avons calculé que l'effondrement de la bourse pourrait réduire les dépenses de consommation de 0,2% en 1988 (nous avons appliqué un coefficient de Modigliani de 0,06, qui implique qu'une réduction permanente de la valeur réelle des actifs de 1 DM diminue les dépenses de consommation de 6 pfennigs. Cette estimation est sans doute excessive). Comme, dans le même temps, les taux d'intérêt ont reculé — et près de 15% de la richesse des ménages sont détenus en valeurs à revenu fixe — l'effet global de la réévaluation des actifs est positif.

Naturellement, il ne faut pas accorder trop de signification à de tels calculs. Et, au jour le jour, nous faisons habituellement abstraction de ces effets. Jean Peyrelevade nous rappelait à la veille

7 — Pour obtenir une première vue de la situation, nous l'avons abordée avec une équation qui donnait d'assez bons résultats dans le contexte des Etats-Unis entre 1872 et 1930, malgré de « très mauvaises performances pour 1929 et 1930. » Voir Santoni G.J. (1987). — The great bull markets (1924-1929 and 1928-1987). — Speculative bubbles or economic fundamentals, Review of the Federal Reserve Bank of St. Louis, nov. 1987, page 21.

8 — Certes, cette approximation grossière ne tient pas compte des considérations relatives au taux de change et, de ce fait, ne peut rendre compte de la dimension internationale. Il est clair que l'ouverture du marché des actions ouest-allemand est une caractéristique cruciale.

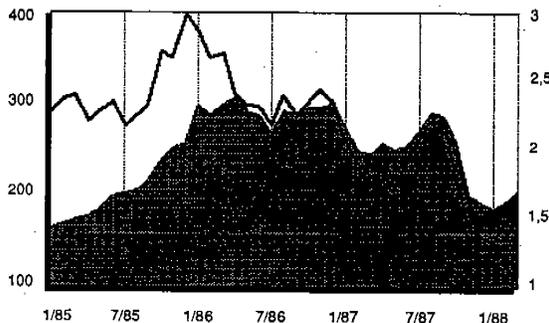
299

LE MARCHÉ BOURSIER OUEST-ALLEMAND DEPUIS 1985

Source : Deutsche Bundesbank; Statistical Supplements; Ser 2, Securities Statistics.

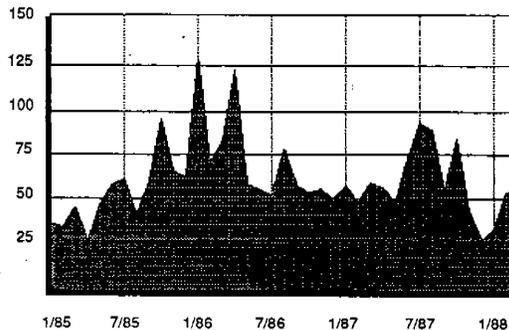
Rapport des rendements —
rendement du marché secondaire des obligations
divisé par le rendement des dividendes

Cours des actions
Indice 100
au 31/12/80



VOLUME DES TRANSACTIONS

(en milliards de DM)



CONJONCTURE ÉTRANGÈRE

du krach⁹ que les détenteurs français d'obligations d'État à long terme avaient perdu « au bas mot » 200 milliards de francs, à la suite d'une hausse de trois points dans le taux d'intérêt. Mais presque personne n'a évoqué de sombres perspectives devant ces données. À nouveau, nous devons nous méfier des erreurs de raisonnement : dans les controverses sur la stabilité des dépenses privées, les mécanismes de rappel, dus à la richesse, jouent un grand rôle équilibrant.

En ce qui concerne le financement des dépenses réelles en capital, les émissions d'actions sont un procédé relativement dispendieux. Mais même les taux de capitalisation assez élevés de 1986-1987 n'ont pas incité les entreprises à intensifier dans des proportions vraiment importantes les actions en circulation. D'après nos calculs sommaires, entre 2 et 4 % de l'accroissement net du stock de capital ont pu être financés par des fonds collectés sur les marchés des actions. À l'évidence, les bénéfices conservés ou réinvestis ont beaucoup

plus d'importance. La Bundesbank a même estimé qu'en 1986, les bénéfices non distribués étaient suffisants pour financer 115 % des dépenses brutes réelles en capital.

Nous sommes, une fois de plus, ramenés sur terre : aucune répercussion négative ne pourrait émaner de la faillite des marchés de dernier ressort. Mais si on accorde une certaine crédibilité aux données d'enquêtes récentes, les exportateurs ouest-allemands sont optimistes. Cela n'est guère conforme aux déséquilibres qui existent dans l'économie mondiale, déséquilibres impossibles à supporter longtemps. Mais c'est là une tout autre histoire.

Achévé de rédiger le 27 avril 1988

9 — Peyrelevade Jean. — Les apprentis sorciers. — Le Monde, 17 oct. 1987, page 28.

ERRATUM : Une inversion s'est glissée dans les appels de graphiques, et titres et légendes de la dernière contribution de M. Kotz. En page 139, il fallait lire « Voir graphique page 143 », et en page 142 il fallait lire « voir graphique page 140 ». Les lecteurs voudront bien nous en excuser.

À Londres : le krach n'est qu'un revers tactique...

Christopher JOHNSON

Pour les experts économiques londoniens, les retombées du krach boursier d'octobre 1987 font l'objet d'un débat épineux. Toute la difficulté est de savoir si l'évolution actuelle de l'économie réelle tient davantage des effets de la crise ou si elle relève au contraire d'une évolution « normale », dans la mesure où, bien avant octobre, une décélération sensible du taux d'expansion du PIB était annoncée. Après une pointe de 4,5 % en 1987, due surtout à la compétitivité accrue des exportations grâce à la baisse de la livre, on prévoyait que celui-ci n'atteindrait pas plus de 3 % en 1988. Des prévisions qui, pour l'instant, sont restées inchangées. Certains pensent que ce sont les prévisions de ralentissement de l'économie réelle qui auraient influencé la baisse des cours boursiers. Pour d'autres, le krach n'aurait fait que confirmer ce que les experts avaient déjà prévu, le cours des actions étant utilisé depuis longtemps comme un indicateur conjoncturel. Reste à savoir quelles seront les prévisions des plus pessimistes lorsqu'ils auront intégré le krach lui-même comme une nouvelle donnée.

Consommation et effet de richesse

Selon la théorie économique de l'effet de richesse (*wealth effect*), les dépenses des consommateurs seraient déterminées non seulement par leur revenu mais aussi par la valeur monétaire de leur patrimoine (actifs financiers et propriété immobilière). La nouvelle couche d'actionnaires née de la vague de privatisations va-t-elle devoir réaliser toutes les économies nécessaires pour faire face à la baisse de ses actions ?

Un cinquième environ des ménages anglais sont

concernés. Mais ils ne détiennent, pour la plupart, que des actions de petits montants — quelques centaines de livres — qui, après avoir atteint des plus-values avoisinant les 100 %, sont retombées à leur prix d'émission. En tout état de cause, cette situation n'a pas découragé le gouvernement, qui devrait étendre le mouvement des privatisations à d'autres domaines, notamment l'électricité et les eaux. Face aux perspectives de réduction de leurs ressources, les ménages à haut revenu ont, quant à eux, canalisé de plus en plus leur épargne vers les fonds d'assurance ou de retraite, en raison surtout des incitations fiscales (allègement d'impôts) que procure ce type d'investissement.

Au total, les actions au Royaume-Uni ne représentent que 6 % du patrimoine des particuliers ; les avoirs sur fonds d'assurance et de retraite 21 % et la propriété immobilière 38 %. S'il y a eu effet de richesse sur la consommation, il porte tout au plus — et encore avec des décalages — sur les 5 % de la population considérés comme des gros porteurs. En octobre 1987, ceux-ci ne s'étaient pourtant pas rendu compte que leurs actions — qui valaient 40 % de plus qu'à la fin 1986 — n'avaient pas diminué depuis le début de l'année. Par ailleurs, les fonds de retraite ont servi de pare-choc, en protégeant les particuliers du plein effet de la crise, n'étant pas obligés, comme le sont les ménages, de réduire le montant de leurs placements, quand les moyens financiers manquent. Devant l'essor des valeurs qui risquaient de leur procurer des préoccupations fiscales, ils ont même parfois été amenés à diminuer le taux des contributions pour mettre leurs bilans en règle. Une situation qui ne devrait d'ailleurs plus se produire. De même, le marché immobilier est resté à l'abri

des remous suscités par la crise, protégeant ainsi les 65 % de Britanniques propriétaires de leur logement.

En somme, l'effet de richesse du krach sur la consommation pourrait se limiter à 0,15 %, un chiffre presque imperceptible. Les réductions des taux d'intérêt mises en œuvre à un certain moment par le Chancelier de l'Échiquier, M. Lawson, pour garantir la liquidité des marchés financiers, étaient censées annuler les effets néfastes de la crise. Mais le taux interbancaire, qui était passé de 10 à 8,5 % après le 19 octobre, a été augmenté en février¹.

Effets sur l'investissement

Selon la théorie de l'Américain J. Tobin, les dépenses d'investissement dépendent du rapport entre le prix des biens d'équipement et le cours des actions, qu'on appelle « q ». Si le cours des actions tombe, la croissance externe devient plus avantageuse que la croissance interne de l'entreprise. En Angleterre, le krach aurait dû, comme c'est le cas ailleurs, encourager les OPA et décourager l'investissement public. Or il n'en est rien. Les OPA ont réduit leur niveau fréquent d'avant octobre et les enquêtes auprès des industriels

continuent à indiquer une augmentation des commandes de biens d'équipement en 1988. Certes, de nombreux bruits laissent entendre que des projets ont été reportés à cause de l'incertitude suscitée par le krach ; de plus, ce phénomène n'est pas encore visible à travers les statistiques officielles. Les nouvelles émissions « d'actions à droits de souscription » — qui ne sont que faiblement liées aux dépenses d'investissement — ont diminué en raison de l'augmentation du taux de rendement due à la baisse des cours. En fait, les sociétés tendent à s'autofinancer pour leurs dépenses d'équipement et utilisent les émissions d'actions pour financer les OPA. Depuis longtemps déjà, elles achètent davantage d'actions qu'elles n'en émettent. Le marché de capitaux est pour elles un emploi et non une source de fonds.

Si la bourse est un indicateur de la réalité de demain, elle semble plutôt s'écarter de la vie industrielle d'aujourd'hui. D'après ses carnets de commande, l'industrie manufacturière continue dans son optimisme et se méfie des turbulences du monde financier, qu'elle appréhende mal. Le

niveau quelquefois absurde des rémunérations des golden boys a choqué les troupes de choc des cadres industriels. Et les retournements qui ont suivi le krach suscitent une certaine Schadenfreude (plaisir aux souffrances des autres) dans l'ensemble de la population.

Le krach dans le secteur financier

C'est à la City de Londres, où l'on avait tant misé sur la réussite de la dérégulation financière, que les effets réels de la crise sont en fait les plus importants. Environ 11 % de la totalité des emplois en Grande-Bretagne sont regroupés dans ce secteur (voir tableau). Entre le Big Bang d'octobre 1986 et le krach, ses effectifs s'étaient enflés de 136 000 personnes, pour atteindre 2,4 millions. La finance a représenté 45 % des 304 000 nouveaux emplois créés dans l'ensemble de l'économie au cours de cette même année ;

soit un taux de croissance de 6,2 %, quatre fois plus rapide que le taux d'ensemble. Les licenciements dans les banques d'affaires sont surtout dus au rétrécissement du chiffre d'affaires des transactions boursières. Les répercussions sur la vente des Porsches en sont d'ailleurs le reflet. Heureusement, le secteur financier de l'économie

s'étend bien au-delà de la City. En province, il existe des milliers d'agences de banques et de sociétés hypothécaires, de sociétés de location, et d'agences immobilières, et en plus grand nombre encore, toute une gamme de services informatisés, d'experts comptables, de conseils de placement, etc.

Malgré le krach, l'industrie financière fait son chemin parmi les ménages. À l'avenir, les consommateurs pourront mieux rentabiliser leur épargne et amplifier leur pouvoir d'achat et d'emprunt, dont ils ne profitaient pas pleinement auparavant. La crise boursière les a confirmés dans leur aversion au risque mais les banques sont de plus en plus prêtes à leur offrir une myriade d'autres produits financiers plus adaptés et moins risqués. Le krach n'est qu'un revers tactique, qui n'entravera pas la marche en avant de la révolution financière.

Achévé de rédiger le 10 février 1988

¹ - Le 17 mai dernier cependant, M. Lawson a eu gain de cause. Face à l'inevitable montée de la livre sterling, son gouvernement a décidé de diminuer les taux d'intérêt d'un demi-point (NDLR).

L'EMPLOI DANS LE SECTEUR FINANCIER
GRANDE-BRETAGNE, SEPTEMBRE 1976 — SEPTEMBRE 1987

Sous-secteurs	Nombre d'emplois Sept. 1987 (en milliers)	Augmentation pendant l'année (en milliers)	Pourcentage de tous les emplois (en %)	Pourcentage de tous les emplois
Banques	566	27	5,0	2,6
Assurances	246	10	4,4	1,1
Sociétés de location, agences immobilières	242	1	0,4	1,1
Services financiers	1 304	98	8,0	6,1
Total secteur financier	2 358	136	6,2	10,9
Total économie	21 492	304	1,4	100

Source : *Employment Gazette*, fév. 1988, tableau 1.4.