

L'ÉCONOMIE AUJOURD'HUI

*La chronique d'Yves Crozet **

Marchés financiers : les ondes de choc de la purge

L'automne commence dans la morosité sur les marchés financiers. À Paris, le CAC 40 ne cesse de dégringoler. Il en va de même sur la plupart des places européennes. À Wall Street, la purge semble un peu moins sévère pour l'indice Dow Jones mais elle est plus forte pour le NASDAQ. Tokyo poursuit une purge commencée il y a plus de 10 ans. Pour éviter d'inquiéter les populations, les impacts potentiels de cette déprime boursière sont assez largement minimisés. Les mêmes commentateurs, qui se réjouissaient naguère des sommets atteints par les indices boursiers, vous expliquent benoîtement que la chute de la Bourse ne concerne que quelques dizaines de milliers de ménages (1). La consommation ne serait donc pas atteinte et la croissance devrait revenir très vite. Or cet espoir apparaît de plus en plus comme un vœu pieux (2). La purge des marchés financiers a des conséquences majeures, tant pour les entreprises que pour la politique économique. Il faut prendre conscience du risque de voir s'étendre au monde occidental un scénario proche de celui que connaît l'économie japonaise, piégée dans un véritable « pot au noir », malgré des taux d'intérêt historiquement bas et des déficits budgétaires astronomiques. Une situation de déprime globale, micro et macroéconomique.

Splendeurs et misères de l'endettement

Ce qui se passe aujourd'hui dans les bilans des firmes, et sur les marchés financiers européens et nord-américains, est assez analogue à ce qui s'est produit au début des années 1990 au Japon : l'éclatement d'une bulle spéculative qui rappelle le rôle crucial du crédit. Avec le développement

des marchés financiers au cours des années 1990, des vocables comme « titrisation », « désintermédiation » ou « marchandisation » ont pu laisser croire que les marchés financiers allaient se substituer aux banques dans le financement de l'économie. Or, comme le révèlent aujourd'hui les dettes colossales de nombreuses grandes entreprises – Videndi et France Télécom sont les plus connues en France – et symétriquement la fragilité des banques créancières de ces firmes (aussi prestigieuses que JP Morgan), dans l'ombre des marchés financiers, il y a toujours, et plus que jamais, les banques. Leur rôle a été transformé par le développement des marchés, mais il n'a pas été supprimé, bien au contraire.

Ainsi, au Japon, la fin des années 1980 avait été marquée par un boom de l'immobilier concomitant avec un boom des valeurs mobilières. Les banques s'étaient lancées à corps perdu dans ce mouvement en multipliant les prêts. Lorsque les bulles spéculatives ont éclaté sur l'un et l'autre marché, les bilans des débiteurs se sont trouvés brutalement déséquilibrés. La chute du cours des actions et de la valeur des immeubles détenus par les ménages et les entreprises financières – banques et assurances – et non financières, dégonfla la valeur de l'actif qui avait servi de caution aux dettes. Le stock d'endettement se révéla brutalement excessif, au moment où

* Professeur à l'Université Lyon 2

(1) La chute des valeurs boursières n'a pas seulement un impact sur les ménages, via les petits porteurs. Ces derniers ne représentent qu'une faible partie de la capitalisation boursière, détenue très largement par les firmes et les intermédiaires financiers.

(2) Le Fonds Monétaire International a déjà calculé que, cette année, la dégringolade de la Bourse coûtait un point de croissance aux États-Unis et à la Grande-Bretagne, et un quart de point en Europe et au Japon.



les flux réguliers de recettes se tarissaient du fait du ralentissement de la conjoncture. Chacun se lança alors dans une course au désendettement dont l'effet fut déflationniste au sens strict : la masse monétaire se contracte, car tout remboursement de dette détruit de la monnaie ; cela ralentit les investissements et autres dépenses érudables des firmes et la crise se répand ainsi de proche en proche à l'économie réelle.

Stratégies des firmes : ni l'abeille ni l'architecte

Les banques occidentales ne sont pas toutes dans une situation aussi fragile que les banques nippones au début des années 1990. À quelques exceptions, leurs créances douteuses ne représentent qu'une partie modeste de leurs engagements. Et de nombreuses grandes firmes ont su se protéger de l'euphorie de la dette de la fin des années 1990. Elles sont pourtant touchées par la chute des marchés financiers, car elles aussi voient fondre leur actif et donc leurs possibilités d'endettement. De plus, la chute des cours crée un climat d'attentisme généralisé préjudiciable au climat des affaires. Si s'évanouit la « confiance » dont les marchés se nourrissent, un cercle vicieux peut s'installer. Nous n'en sommes pas encore là, mais nous n'en sommes pas loin. Selon la formule de Francis Mer : « Nous marchons sur des œufs ! » (3)

Lorsque les marchés financiers oscillent de façon erratique, voire vacillent, toute prévision devient hasardeuse et les firmes, comme les États, se retrouvent démunis. Face aux faillites d'Enron et de Worldcom, face aux dérives de Vivendi ou France Télécom, entre autres, il est clair que ni les marchés et les firmes privées, ni les firmes publiques et l'État actionnaire ne peuvent se prévaloir d'une quelconque supériorité dans la vision stratégique. Nous sommes loin des conflits idéologiques entre « l'abeille et l'architecte (4) ». Comme l'avait énoncé Keynes, il y a 66 ans (5), le com-

portement moutonnier qui prévaut sur les marchés financiers rend très fragiles les prévisions à long terme. Les cours ne suivant pas les « fondamentaux », ou le faisant avec d'énormes sur-réactions à la hausse ou à la baisse, des choix stratégiques évidents à une date donnée peuvent se révéler calamiteux un peu plus tard.

Ce qu'enseigne l'histoire des faits économiques en général, et l'histoire des bulles spéculatives en particulier, est que les faillites et les coups de torchon font partie de la règle du jeu du capitalisme. Périodiquement – que l'on songe aux chemins de fer, à l'industrie pétrolière, à la production de l'électricité etc. –, des booms sectoriels mettent sur le devant de la scène de nouveaux acteurs cherchant à s'imposer par leur taille, voire leur gigantisme. Après une phase d'euphorie, une « sélection naturelle » se fait et un géant d'hier se trouve démantelé ou absorbé.

L'impossible repli sur l'État-nation

Face à un monde aussi incertain, la tentation du repli vient tout naturellement à l'esprit. Pourquoi ne pas re-nationaliser ce qui peut l'être et conserver dans le giron de l'État, à l'abri des frontières nationales, les activités considérées comme stratégiques ? Sans nier la pertinence de ce type de solution pour des activités non marchandes et « abritées » comme l'éducation, ou certains services de santé, il faut pour-

(3) Les bruits de bottes qui résonnent autour des puits de pétrole irakiens ne sont pas faits pour arranger les choses !

(4) Au cours des années 1970, François Mitterrand avait ainsi nommé l'un de ses carnets. Il faisait référence à une phrase de Marx qui, pour souligner son opposition à la doctrine libérale de la main invisible, rappelait que la plus intelligente des abeilles ne faisait qu'obéir à un instinct alors que le plus bête des architectes avait conçu un plan préalable au commencement des travaux.

(5) Voir le Chapitre 12 de la *Théorie générale*, publiée en 1936. Apparemment éloigné des préoccupations habituellement prêtées à Keynes (la demande, l'emploi...), il est en fait au cœur de son plaidoyer pour une vision déniassée de l'efficacité des marchés.

tant s'en défier pour les activités marchandes. Ceci pour plusieurs raisons.

D'abord, le marché pertinent de ces firmes ne se limite plus aujourd'hui au territoire français. L'avenir d'Air France, de France Télécom, de GDF, d'EDF et même de la SNCF dépasse largement l'horizon national. Leur développement passe donc par l'ouverture du capital. C'est aux apporteurs de capitaux de prendre les risques du financement (6).

Ensuite, car l'État patron n'est pas toujours à la hauteur. N'est-ce pas le Crédit Lyonnais nationalisé qui a connu les déboires que l'on sait au cours des années 1990 ? N'est-ce pas l'entreprise publique SNCF qui, avec 1 % des salariés de l'Hexagone, affiche au compteur des jours de travail perdus pour faits de grève, 40 % du total national ? Le palmarès n'est pas clos et il serait vain de vouloir lier à leurs statuts les échecs et succès respectifs du privé et du public.

Ce qui est, par contre, assez étroitement lié au statut de la firme est le montant des subventions, alors même que les fonds publics ne sont pas illimités. Il est clair que le statut public est une faible incitation à l'efficience, dans la mesure où le déficit est pratiquement « sans pleurs » (7). Or, le poids relatifs des services publics grandit dans le PIB, ce qui exige d'eux des gains de productivité plus significatifs. La propriété publique n'est pas le meilleur moyen d'obtenir ce résultat. Paradoxalement (8), plus les services publics sont importants dans une économie, et plus il est nécessaire de remettre en cause les rentes de situation des secteurs protégés. Contrairement à une idée reçue, c'est en exigeant une plus grande productivité des services publics qu'on les défend le mieux !

L'action de l'État ne passe donc pas uniquement par la propriété publique. Ce n'est pas en laissant une firme dans le giron de l'État que l'on va favoriser sa recherche de la taille critique. L'évolution de Renault est ici annonciatrice de ce qui va se passer pour Gaz de France, prochainement et Électricité de France, plus tard. Par contre, via des

prises de participations judicieuses, il n'est pas interdit à l'État de favoriser la constitution d'un pôle où la présence française soit importante et garantisse la protection des intérêts de la nation. Mais il ne faut pas rêver à ce sujet. L'intérêt national ne se défend pas par une approche nationaliste et défensive, c'est dans la coopération avec les autres États européens, comme dans le cas de EADS, que se dégagent les marges de manœuvre nécessaires à l'action politique. Et ce qui vaut à l'échelle microéconomique est transposable à l'échelle macroéconomique.

Les politiques économiques à la peine

En 1983, après l'échec relatif de la « relance dans un seul pays » initiée par le gouvernement Mauroy, la France a découvert qu'elle était devenue une économie ouverte. Avec la déprime actuelle des marchés financiers, l'idée d'indépendance nationale paraît encore plus obsolète qu'il y a vingt ans. Il est vrai que l'Euro protège des crises monétaires intra-européennes, et l'Europe est suffisamment avertie pour ne pas imposer des réductions des déficits publics inappropriées quand la conjoncture n'est pas bonne. Mais ces conditions nécessaires ne sont pas suffisantes. La conjoncture économique européenne et mondiale se trouve en effet dans une

(6) Les petits porteurs aujourd'hui lésés auraient dû connaître la formule outrancière (c'est sa manière) mais significative de Michel Charasse : « La Bourse est un endroit où les riches volent les riches, les pauvres n'ont rien à y faire. »

(7) Comme il est impossible de mettre en faillite une firme publique, les syndicats comme les dirigeants se comportent implicitement comme si l'État était dans l'obligation, in fine, de combler les déficits.

(8) Ce paradoxe renvoie à la « Loi de Wagner », du nom de l'économiste allemand qui au début du XX^e siècle avait annoncé que le poids économique de l'État s'accroîtrait avec la croissance économique. Cette hypothèse s'est confirmée. En 1910, les dépenses publiques représentaient en France moins de 10 % du PIB. Elles en représentent aujourd'hui plus de 50 % ! Et c'est justement pour cela que les services publics doivent être de plus en plus performants.



situation nouvelle dans au moins deux dimensions.

La première est celle que connaît le Japon depuis une dizaine d'années. Keynes l'avait théorisé dès les années 1930 : la trappe à liquidités. Lorsque la politique monétaire d'un pays devient accommodante et que les taux d'intérêt baissent pour relancer l'économie, les effets peuvent être nuls. Il suffit pour cela que, du fait même des taux d'intérêt très bas, se développe une préférence pour la liquidité qui va conduire à une thésaurisation des avoirs. Avec des taux d'intérêt nominaux à court terme proches de zéro, couplés à des déficits budgétaires répétés, le Japon n'arrive pas pour autant à relancer la machine économique. La réserve fédérale américaine, qui a réduit vigoureusement ses taux directeurs, depuis 18 mois, risque de voir également ses marges de manœuvre se réduire comme une peau de chagrin.

La seconde vient de l'interconnexion croissante des marchés et de la synchronisation des conjonctures qui en découle. Lorsque l'économie américaine faiblit, toutes les économies occidentales emboîtent le pas. Nous sommes donc confrontés à un risque de double impuissance.

■ Impuissance des politiques économiques nationales ou mêmes européennes. Les déficits publics, en Allemagne comme en France, peuvent limiter les risques de récession. Ils ne sont pas une garantie de relance.

■ Impuissance potentielle des États-Unis à relancer la dynamique mondiale. D'une part, car eux-mêmes sont confrontés aux mêmes limites des outils monétaires et budgétaires traditionnels ; d'autre part, car la croissance record qu'ils ont connu au cours des années 1990 était fondée sur des déficits extérieurs qui deviennent progressivement une source d'inquiétude.

S'il est vrai que les nouvelles technologies ont joué un rôle dans le dynamisme de l'économie américaine depuis dix ans, il est exagéré de leur attribuer tout le mérite des performances passées. Une grande partie de l'insolente bonne santé conjoncturelle

des États-Unis provient du statut du dollar et du développement des marchés financiers. L'un et l'autre ont contribué à attirer massivement aux États-Unis des capitaux étrangers qui ont tout simplement permis aux États-Unis de vivre durablement au-dessus de leurs moyens (9). L'économie américaine et mondiale se trouve ainsi devant un paradoxe : la croissance économique mondiale repose sur la poursuite d'un mécanisme, le déficit américain, qui pose à termes des problèmes de soutenabilité. La chute des marchés financiers risque en effet de tarir partiellement l'entrée des capitaux étrangers. On en vient alors à redouter que les États-Unis se lancent, ce qu'ils font actuellement, dans une action pourtant logique dans la vision keynésienne. Pour réduire les déficits extérieurs, le gouvernement laisse se dévaloriser un peu le dollar – pour soutenir les exportations – et développe le déficit budgétaire en même temps que la Banque centrale maintient les taux d'intérêt à un bas niveau. Pour couronner le tout, on ajoute une once de protectionnisme dans les secteurs sensibles : acier, agriculture.

Ce type de politique, que préconiserait volontiers pour la France la tradition nationaliste de gauche et de droite – les anti-Maastricht –, peut avoir des effets délétères s'il est développé par les États-Unis. On ne peut mieux illustrer l'asymétrie qui règne à l'échelle mondiale. Pour y faire face, dans le domaine économique comme dans le domaine militaire, il faut éviter l'unilatéralisme. De même que, pour la France, le repli serait suicidaire et accentuerait son déclin relatif ; de même, pour les États-Unis, le repli sur les seuls intérêts nationaux serait une erreur dommageable pour tous. Le moins que l'on puisse dire est que cette idée n'est pas la mieux partagée du monde !

Yves Crozet

(9) Ce que la France n'avait pas pu faire en 1981-1983 !